

Ces pistes révolutionnaires que la BCE pourrait explorer pour sauver la zone euro de la japonisation



Christine Lagarde s'est exprimée devant la presse ce jeudi à l'issue de la première réunion de l'année de la BCE. L'ancienne directrice du FMI a précisé les contours de sa revue stratégique de politique monétaire.

Avec Jézabel Couppey-
Soubeyran

Atlantico.fr : Christine Lagarde s'exprimait devant la presse ce jeudi après-midi à l'issue de la première réunion de l'année de la BCE. Une réunion durant laquelle l'ancienne directrice du FMI et nouvelle présidente de la BCE depuis 3 mois, a précisé les contours de sa revue stratégique de politique monétaire. Revue stratégique qui aura lieu tout au long de l'année et qui est la première en trois ans.

La BCE étant souvent accusée d'être de plus en plus inefficace, la revue stratégique tout comme la conférence de presse de Christine Lagarde étaient extrêmement attendues. Face à une croissance modérée de la zone européenne et une BCE de plus contestée, que dire des annonces de Christine Lagarde ? Cette revue stratégique peut-elle avoir un quelconque impact sur la manière dont la BCE est perçue ?

Jézabel Couppey-Soubeyran : Le communiqué de presse est assez prometteur puisqu'il laisse entendre que la BCE va examiner et pourrait donc réviser tant sa cible d'inflation que les instruments utilisés pour l'atteindre et qu'elle étudiera même dans le cadre de cette revue stratégique « comment d'autres considérations, en rapport avec la stabilité financière, l'emploi et le développement durable, peuvent être prises en compte dans le cadre du mandat de la BCE ». Ça laisse donc envisager une réorientation substantielle. Il ne faudra cependant pas décevoir avec des changements trop à la marge.

D'après Christine Lagarde "compte tenu des perspectives d'inflation toujours modérées, la politique monétaire doit rester très accommodante pendant une période prolongée". Ce choix ne condamne-t-il la zone européenne à garder une croissance faible ?

C'est plutôt, à l'inverse, la croissance faible qui condamne la politique monétaire à rester accommodante et à le rester d'autant plus longtemps qu'elle ne sera pas plus efficace qu'au cours des dix dernières années. Ce manque d'efficacité tient pour partie au fait que, dans la zone euro, la politique monétaire supporte pratiquement seule tout le poids de l'ajustement macroconjuncturel. Autrement dit, on attend tout, et donc trop, de la politique monétaire. Il faudrait absolument que la politique budgétaire vienne compléter son action pour réaliser des investissements de long terme dans la santé, l'éducation, et bien sûr la transition écologique. Il faudrait également

coordonner à cet ensemble des mesures de prévention des déséquilibres financiers qu'une politique monétaire durablement accommodante contribue à accroître car elle nourrit les bulles de prix d'actifs immobiliers et financiers.

Un autre aspect du manque d'efficacité de la politique monétaire tient au choix de ses instruments. Le refinancement ultra accommodant des banques (à travers les LTRO - Long term refinancing operations pour opérations de refinancement de long terme, 3 ans - puis les TLTRO - Targeted longer-term refinancing operations pour opérations ciblées de refinancement) et le QE depuis 2015 n'ont pas produit les effets attendus en grande partie parce qu'ils se sont heurtés à un canal de transmission obstrué. En zone euro, les banques sont censées constituer le principal canal de transmission de la politique monétaire. Or leur activité, trop peu centré sur le crédit à l'investissement des entreprises, n'a guère transmis les effets attendus. Résultat, l'investissement n'a guère progressé, l'emploi ne s'est guère amélioré, la demande n'a guère été entraînée et ainsi, ni la croissance ni l'inflation n'ont été véritablement ravivées.

Dans une note que vous avez dirigée, vous pointez du doigt une politique accommodante qui ne remplit pas ses objectifs : la cible d'inflation visée n'a pas été atteinte, l'activité n'a pas été relancée. Parmi les solutions possibles pour relancer l'économie de la zone euro, vous proposez la mise en place d'un "drone monétaire". Concrètement qu'est-ce que la solution du "drone monétaire" ?

Oui, la solution que nous proposons est inspirée de la « monnaie hélicoptère » et des expérimentations actuelles en matière de monnaie centrale numérique. Appelée « drone monétaire », elle consisterait à verser à chaque citoyen de la zone euro entre 120 et 140 euros de monnaie centrale numérique, sur un compte ouvert pour chacun auprès de la Banque centrale européenne. La somme serait versée chaque mois pendant une année test, et tant que l'inflation reste en dessous de la cible de 2 % définie par la BCE. Elle le serait sans contrepartie et chacun serait libre de la dépenser comme il l'entend. L'émission de monnaie centrale correspondante se situerait aux environs de 480 milliards annuels, soit 40 milliards mensuels, pour se situer dans les ordres de grandeur des émissions réalisées dans le cadre des programmes d'achats d'actifs à partir de 2015.

Affranchi des problèmes de transmission qui réduisent comme expliqué précédemment l'efficacité de la politique monétaire, le drone monétaire se traduirait par une dépense de consommation qui dépasserait au moins 70 % de la somme distribuée et pourrait entraîner une augmentation en cascade des revenus (effet multiplicateur), de l'ordre de 2 à 3 fois le montant de monnaie centrale émis. Cette dépense de consommation aurait probablement une incidence assez directe sur l'inflation, permettant à la BCE de regagner sa cible de 2 % plus facilement qu'aujourd'hui et d'éloigner ce faisant les risques de déflation. Une fois la cible atteinte, la distribution cesserait. Comparés aux effets inégalement distribués de la politique monétaire actuelle, ceux du drone seraient répartis entre tous, ce qui serait un grand progrès et renforcerait la légitimité de l'institution monétaire.

Le coût de l'opération serait entièrement financé par la Banque centrale et ne pèserait nullement sur les finances publiques. Il impliquerait toutefois d'accepter collectivement la perte en résultant pour la Banque centrale, perte aisément supportable et n'entravant nullement son activité.

Les propositions de monnaie hélicoptère soulèvent de nombreuses objections. Pour ses contempteurs, la monnaie hélicoptère serait davantage du ressort d'une action budgétaire que monétaire. Elle soutiendrait plus la consommation que l'investissement, sans effet pérenne sur la croissance. Elle serait épargnée en bonne part et devrait être réservée aux plus modestes. Elle serait aussi inflationniste, anti-écologique, et peine perdue en économie ouverte, etc. Nous faisons le tour de [ces contre-arguments dans notre note](#) et nous y répondons.

L'instrument que nous proposons est monétaire et n'a pas vocation à remplacer une action budgétaire, seule à même d'activer directement le moteur de l'investissement productif. Nul besoin pour l'efficacité du dispositif de cibler les plus modestes ayant la propension à consommer la plus élevée, ce qui du reste outrepasserait les prérogatives de la BCE, il convient juste de ne pas les desservir ! Le drone est certes directement orienté vers le moteur de la consommation, mais, en soutenant activement la demande, il soutiendrait in fine l'investissement, sans d'ailleurs dispenser d'autres mesures monétaires visant à faciliter le financement de l'investissement par le biais des achats d'actifs et de leur effet sur les taux longs. Même à supposer qu'un tiers des sommes distribuées ne seraient pas dépensées, bien au-delà des 13,3% de taux d'épargne moyen de la zone euro forme de bons d'achat, la dépense engendrée dépasserait de loin celle induite par la politique monétaire conduite depuis la crise. Nul besoin donc de forcer ou guider la dépense avec des bons d'achat, d'autant que cela n'empêcherait de toute façon pas les ménages d'augmenter l'épargne de leurs autres sources de revenus et que le paternalisme financier n'aidera guère à restaurer la confiance.

Rien n'interdit, en revanche, de prévoir un transfert de monnaie centrale fondante pour accélérer la dépense. Le drone accélérerait l'inflation et c'est tant mieux. À la condition d'en maîtriser l'accélération, ce que permettrait une indexation du transfert sur l'évolution de l'inflation pour le faire cesser une fois la cible atteinte. Ce soutien à la dépense n'entravera pas la transition écologique, il la rendra possible au contraire, car les efforts requis en la matière ne seront acceptables et acceptés qu'en prenant en compte et en réduisant les difficultés économiques et sociales qu'une partie des ménages rencontrent.

À l'issue de son premier conseil des gouverneurs le 12 décembre 2019, Christine Lagarde s'était déclarée ni « faucon » ni « colombe », mais plutôt « chouette » pour la sagesse que celle-ci symbolise. Le drone serait une « chouette » innovation, ni trop « colombe » (puisque'elle permettrait de regagner la cible d'inflation), ni trop « faucon » (puisque'elle aurait un impact fort sur la croissance), méritant sa considération. Cette version high-tech de la monnaie hélicoptère concilierait le besoin d'adaptation technologique de la banque centrale et la nécessité de remettre la politique monétaire au service de tous, sans dispenser cependant de réfléchir à l'articulation d'ensemble de la politique économique. Même rendue beaucoup plus efficace, la politique monétaire ne pourra pas tout !