

Question d'Europe
n°533
28 octobre 2019

1er novembre : Christine Lagarde préside la BCE, face à diverses oppositions

Jean-Paul BETBEZE

Tout le monde attend Christine Lagarde, tout est préparé. D'un côté, il y aura des fleurs et surtout un programme de travail assez détaillé, pour un an et demi au moins, laissé par Mario Draghi. D'un autre côté, il y a des oppositions pour freiner autant que possible sa mise en œuvre, à la suite d'une étrange coalition. En fait, les difficultés de la politique monétaire dans la zone euro à atteindre 2% d'inflation ne viennent pas d'erreurs de Mario Draghi. Elles viennent de la structure même de l'économie de la zone euro, encore fragile, prise dans le cadre d'un ralentissement mondial et d'une politique monétaire laissée seule à la barre, sans soutien budgétaire.

D'ABORD UN CONSTAT : L'ÉCONOMIE DE LA ZONE EURO S'AFFAIBLIT PLUS QUE PRÉVU

L'inflation décélère dans la zone euro à [0,8% sur un an](#) en septembre, les anticipations décrochent, tandis que la croissance faiblit, vers 0,8% en rythme annuel au deuxième trimestre 2019. « *Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2019 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse pour 2019 et 2020* » a dit Mario Draghi le 12 septembre, quand il a présenté les décisions du Conseil des gouverneurs qui venait de s'achever. C'est bien ce qui le pousse à indiquer qu'il faut non seulement poursuivre sa politique de taux bas, mais encore l'intensifier. Il ajoute un appel ferme, à peine voilé, aux responsables politiques allemands et néerlandais pour qu'ils desserrent leurs contraintes budgétaires. Ils le peuvent, avec leurs excédents budgétaires (respectivement 1,7% et 1,5% du PIB), en attendant d'avoir un jour un [budget européen](#) moins limité que celui qui se prépare, pour épauler sa politique monétaire de soutien à la reprise.

De fait, l'horizon économique de la zone s'obscurcit, parce que les perspectives mondiales se couvrent. A l'ouverture de l'assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale qui s'est tenue du 14 au 20 octobre, le [rapport économique d'octobre](#) est net : « *l'économie mondiale connaît un ralentissement synchronisé : la croissance a de nouveau été révisée à la baisse pour 2019, à 3%, soit son rythme le plus lent depuis la crise financière mondiale. Il s'agit d'un sérieux recul par rapport aux 3,8% de 2017, année où l'économie mondiale connaissait un redressement synchronisé.* »

Mario Draghi n'a donc pas tort quand, régulièrement, il parle d'incertitudes géopolitiques et de tensions commerciales internationales. Il s'agit bien sûr des rapports entre la Chine et les États-Unis, ainsi que du Brexit, sachant que les décisions de Donald Trump pèsent aussi en Iran, en Syrie, peut-être bientôt en Afghanistan, sans oublier les tensions internes qui secouent nombre de pays.

En fait, jamais depuis dix ans, la politique n'a autant pesé sur l'économie, autrement dit contre la reprise, alors que l'on aurait pu penser que la sortie de la grande crise mondiale de 2007-2008 appelait plutôt à des efforts concertés. Au contraire, par la montée des tensions géopolitiques, donc des divisions, nous allons vers un ralentissement d'ensemble. C'est dans ce contexte qu'avance la politique monétaire de la zone euro.

VIENT ALORS LA POLITIQUE MONÉTAIRE, PRESQUE TESTAMENTAIRE, DE MARIO DRAGHI.

Elle tient en trois actions : faire baisser davantage les taux courts, reprendre la politique de baisse des taux longs, annoncer que ces baisses seront poursuivies. Tel est en effet le programme (*package*) présenté à l'issue de [la réunion du 12 septembre du Conseil des gouverneurs](#) de la BCE. C'est un document qui suit une longue réunion et a donc un certain « poids », pour ne pas dire qu'il marque un certain engagement dans la durée. Il s'agit bien sûr de soutenir l'activité et, davantage sans doute, de tenter de limiter les effets de ce retournement mondial sur la zone euro.

1er novembre :

Christine Lagarde préside la BCE, face à diverses oppositions

Voici les trois actions :

- Faire baisser davantage les taux courts : « le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est abaissé de 10 points de base, à -0,50% », avec des mesures complémentaires pour que les banques puissent continuer leurs politiques de taux bas sans trop en souffrir, avec des mesures d'atténuation.
- Reprendre la politique de baisse des taux longs : « Les achats nets reprendront dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards € à partir du 1er novembre ».
- Annoncer qu'il veut prolonger cette démarche par les baisses de taux et par les achats d'actifs jusqu'à obtenir 2%. « Les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait été constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2% ». Surtout, pour les achats de bons du Trésor et d'obligations privées, « le Conseil des gouverneurs prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux d'intérêt ».

Dans le langage des banquiers centraux, « baisser les taux », cela veut dire mener une politique accommodante (*accommodative*), « acheter des actifs », cela signifie entreprendre une politique monétaire non conventionnelle (*unconventional*, ne pas dire « hétérodoxe »), « étendre dans le temps les baisses », c'est de la *forward guidance renforcée*, surtout mener des achats d'actifs « aussi longtemps que nécessaire » jusqu'à ce que l'inflation soit à 2%, c'est une action *open ended*, sans limite de temps. C'est ce dernier engagement qui est le plus puissant et le plus controversé.

VIENT ALORS UN ENSEMBLE QUI RÉUNIT DIVERSES OPPOSITIONS, DEVENUES QUASI PUBLIQUES

La plus importante est la plus ancienne. Elle reflète une sensibilité hostile aux déficits budgétaires et plus encore à l'achat de bons du Trésor par la BCE. Pour Jens Weidman, Président de la Bundesbank, la Banque centrale allemande (Buba), à la tête de ce groupe qui comprend aussi Klaas Knot, Président de la Banque des Pays-Bas (DNB) et

Robert Holzmann, Président de la Banque nationale d'Autriche (OeNB), le *quantitative easing* conduit au financement monétaire des déficits publics, s'il n'en est pas déjà un. Ce qui est interdit par les Traités.

Jens Weidman s'est ainsi illustré en attaquant en justice la politique de la BCE devant la Cour constitutionnelle de Karlsruhe. Celle-ci a porté le cas devant la Cour de Justice européenne, le programme OMT et le programme de quantitative easing (QE). La Cour a validé, en juin 2015 le programme OMT et en octobre 2018 le programme QE : elle a validé la démarche de la BCE (notamment en limitant à un tiers les achats par la BCE des émissions obligataires publiques de chaque Etat).

Reprendre les achats de bons du trésor, et surtout de manière *open ended*, c'est trop ! Ce groupe juge alors « les arguments en faveur d'une reprise des achats nets d'actifs non suffisamment solides », selon le compte rendu de la réunion du 12 septembre, publié le 10 octobre. Cette forte opposition a sans doute été le déclencheur des messages hostiles qui se sont répandus depuis. Ils viennent non pas à l'encontre de Mario Draghi, qui est au courant depuis des années, mais de celle qui va lui succéder le 1er novembre, Christine Lagarde, pour la prévenir de l'état des esprits.

Une deuxième sensibilité arrive alors, pour relier le souci de l'orthodoxie budgétaire à des interrogations sur l'affaiblissement du système bancaire qui résulte de taux trop bas. Ils minent sa rentabilité. C'est peut-être la raison pour laquelle Sabine Lautenschläger, seule femme membre du directoire de la BCE, démissionne de sa position au Bureau exécutif de la BCE à compter du 31 octobre (le jour du départ de Mario Draghi !). Elle est sans doute « orthodoxe », mais peut s'inquiéter de ce qui se passe dans le système bancaire allemand, non seulement avec Deutsche Bank et Commerzbank, mais surtout avec les banques régionales (Landesbanken). Elles sont surveillées par la Buba, mais vivent sous fortes influences politiques locales, dont on peut se soucier.

Des taux plus bas plus longtemps, cela signifierait-il des banques encore plus faibles ? On pourrait penser qu'il s'agit des banques italiennes indûment soutenues, mais tel n'est pas le cas. Les frais des banques allemandes

absorbent en effet 81,8% de leurs revenus (*cost-to-income ratio*), soit le niveau le plus élevé de la zone euro. Ce ratio atteint 73,4% pour la France et 64,8% pour l'Italie[1]. Toutes les banques doivent s'adapter à cette politique monétaire, mais aussi et surtout à la moindre croissance et à la moindre inflation, qui sont mondiales. Banques allemandes d'abord, françaises ensuite.

Troisième groupe, plus compliqué à expliquer, il vient des réticences de Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE et de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France (qui s'est exprimé plus directement). Pour eux, peut-être s'agit-il avec les achats d'actifs d'un « *instrument de dernier recours* » qui serait trop vite utilisé. Et même, pourquoi ne pas considérer aussi que ces taux devenus si faibles ou négatifs sur la dette publique n'incitent pas à faire des efforts de réformes ? Le cas français en donne un assez bon exemple. La baisse des taux sur la dette publique offre au moins « *l'économie* » de 4 à 5 milliards € de dépenses publiques, ce qui réduit d'autant la nécessité de réduire le déficit, qui en profite pour augmenter !

LA MONTÉE DES RISQUES INQUIÈTE PARTOUT, CHEZ CEUX QUI SOUTIENNENT MARIO DRAGHI ET HORS ZONE EURO

« *L'instrument (d'achat d'actifs) est devenu moins efficace, avec les taux actuels* », disent certains membres du Conseil de la BCE le 12 septembre. Surtout que ces taux trop bas trop longtemps peuvent susciter des effets pervers. Ils font naître des vulnérabilités qui peuvent inquiéter les banques trop engagées dans des prêts trop risqués, les affaiblir en cas de sinistre et, d'un autre côté, donner naissance à diverses bulles. Le risque de cette « *politique Draghi* » est ainsi de fragiliser la zone euro, la BCE n'ayant plus de munition pour réagir en cas de difficulté, une nouvelle baisse de ses taux étant devenue quasi-impossible.

La liste des effets pervers est impressionnante :

- Zombification des entreprises : si les taux sont trop bas, des entreprises peu rentables, incapables de couvrir le service de leur dette dans la durée, dites zombies, vont subsister, sinon faire école. Elles continuent à s'endetter,

donc survivre. Un jour viendra où les banques auront peur, avant même que les taux ne remontent. Elles tenteront de sortir : impossible. Elles constateront alors leurs pertes, avec celles des détenteurs d'obligations et d'actions. En 2014 en France, [selon une étude de la Banque de France](#) environ 18% des nouveaux crédits aux PME et 10% de ceux aux grandes entreprises sont octroyés à des taux particulièrement bas, ce qui correspondrait environ à 2 ou 3% du total des crédits compromis. Ceci n'est pas de nature à mettre en péril le système bancaire français, même si la zombification s'étend. [L'étude de France Stratégie](#) calcule qu'en 2015, plus de 4% du capital productif est « piégé » et plus de 5% des effectifs « menacés ». Pire, des travaux de 2016 estiment en 2013 respectivement à 50%, 40% et 30% les parts zombies de la dette au Portugal, en Espagne et en Italie. Là, nous sommes dans le systémique. La question est celle de la responsabilité de la BCE dans ce processus qui pourrait mener, pour ses critiques les plus acerbes, à la « *zombification des Etats* » !

- Surendettement des entreprises : en France par exemple, le crédit croît nettement plus vite que le PIB, ce qui pousse le [Haut Conseil de la Sécurité Financière](#) à demander aux banques de prévoir relativement plus de fonds propres, à la fois pour les pousser à freiner le crédit aux entreprises et à les garantir... au cas où.

- Bulles d'actions et des logements : si les taux sont bas, pesant sur la rentabilité de l'épargne, la liquidité abondante créée par cette politique pousse à chercher des rendements supérieurs dans les marchés d'actions (les dividendes procurent ainsi une rentabilité de 3% au CAC 40), donc avec plus de risque. Et les ménages vont s'endetter à long et très long terme pour l'acquisition de logements, dont le prix au mètre carré augmentera.

Bien sûr, on peut combiner tous ces éléments qui augmentent la vulnérabilité des économies de la zone euro. Mais ceci ne la concerne pas seule, mais toutes les économies qui « *vivent en quantitative easing* ».

Le FMI vient ainsi de publier sur son blog un article signé par [Tobias Adrian et Fabio Natalucci](#), établissant que « *la souplesse des conditions financières a un prix : elle encourage des investisseurs en quête de rendements plus*

1. source : Statista

1er novembre :

Christine Lagarde préside la BCE, face à diverses oppositions

élevés à prendre plus de risques, si bien que les menaces qui pèsent sur la stabilité financière et la croissance restent élevées à moyen terme ». Cette vulnérabilité se retrouve surtout chez les gestionnaires de fonds et de fonds de pension, puis dans les sociétés financières, puis dans les assurances, les banques, les ménages et les Etats. Les auteurs calculent que la prise de risque, mesurée par la dette « à caractère spéculatif » plus celle « à risque » pourrait atteindre en 2021 80% du PIB en Chine, 60% en Espagne, 50% en France, 40% au Royaume-Uni, 35% aux États-Unis, 20% au Japon et 15% en Allemagne. Comme toujours en ces domaines, les hypothèses sont importantes mais les résultats conséquents : 40% de la dette de ces huit pays serait zombifiée ! Quant aux actions, la bulle serait de 8% aux États-Unis et dépasserait 3% dans la zone euro : le risque est donc surtout bancaire.

PLUS ENCORE, LA FAIBLESSE DE L'INFLATION EST L'INCONNUE MAJEURE : LES SALAIRES MONTENT, PAS L'INFLATION !

QUE SE PASSE-T-IL ? QU'EST-CE QUI NE MARCHE PAS ?

Toujours pas 2% d'inflation à l'horizon, au contraire. La critique de fond des opposants à la politique monétaire de Mario Draghi, et la préoccupation de ceux qui n'y sont pas hostiles, vient de cet échec à atteindre 2% d'inflation. En compensation, si l'on peut dire, montent les effets pervers, donc les vulnérabilités, les oppositions, les tensions sociales, bancaires, politiques qui s'agrègent. On comprend la logique de la politique de Mario Draghi : remplir son mandat « l'inflation proche de 2% à moyen terme », mais on s'inquiète de ses coûts croissants dans la durée. C'est bien pour cela qu'il a baissé les taux pour dissuader d'épargner (et pousser à investir en bourse), pour faire repartir le crédit, puis l'investissement, puis l'emploi, les salaires et in fine l'inflation, en tentant d'atténuer le prix à payer par les banques. Mais l'inflation n'est pas là : où est donc l'erreur d'analyse, la rupture dans la chaîne ?

CE QUI SE PASSE, C'EST QUE SI LES SALAIRES AUGMENTENT MAIS PAS LES PRIX, C'EST QUE LES PROFITS COMPENSENT !

On peut penser que la « logique draghienne » est celle de la pression des coûts : les salaires augmentent, puis

ce seront les prix, pour maintenir les marges. Sauf si la concurrence est farouche, dans la zone et à l'extérieur. Sauf si la digitalisation des activités, les technologies et autres *disruptions* pèsent sur les prix. Sauf si les salaires qui augmentent sont plutôt ceux des techniciens, des informaticiens et des spécialistes de l'Intelligence artificielle, dont les innovations compriment les salaires des autres et dont les programmes pèsent sur tous les prix ! Sauf si l'euro monte. Sauf si le prix du pétrole est bas. Sauf si la faiblesse antérieure de l'inflation pèse sur les hausses et les revendications qui suivront, même dans les secteurs très syndiqués, comme la mécanique allemande. Sauf si les incertitudes géopolitiques...

La conséquence, dans les économies de services qui sont les nôtres, où le lien salaire-prix devait être direct, car les gains de productivité y sont moindres, et les profits s'ajustent à la baisse. Ceci pèse sur les innovations, qui permettraient d'augmenter le *pricing power* des entreprises, notamment dans l'industrie. L'économie de services est plus molle, change ses prix plus lentement, est directement attaquée, comme on le voit dans la crise de ses réseaux : banques, assurances, distribution. Elle a moins les moyens, par ses marges, d'innover et de restructurer. En un mot, elle se zombifie.

CHRISTINE LAGARDE, ENTRE UN DIFFICILE DISCOURS ET DE DIFFICILES DEMANDES

La critique de la politique monétaire de Mario Draghi est infondée. La pire d'entre elles juge qu'elle a un biais « *pro-Italie* ». L'Italie a certes de graves difficultés économiques, bancaires, budgétaires, sociales et politiques. Elle est au bord de la récession, mais avec un excédent extérieur (2,3% du PIB) qui vient d'une compression salariale : l'inflation y est de 0,3%. L'investissement y remonte ainsi lentement, mais dans un tissu de PME exportatrices trop faible, ce qui fait du poids de la dette publique (135% du PIB) une épée de Damoclès. Le déficit budgétaire est de 2,2% du PIB, le plus faible pourcentage depuis 2007, plus aidé par la faiblesse des taux que par l'économie. Ceci prendra du temps : une remontée des taux longs serait mortelle. Mais elle serait dramatique aussi en Grèce, au Portugal, en Espagne, en Belgique et en France. Bien plus que prévu, en Italie comme partout ailleurs, la reprise est lente, donc celle de l'inflation plus encore.

En fait, la politique monétaire de Mario Draghi est victime de l'isolement de la BCE : la baisse des taux fait grimper les salaires au détriment des profits, car elle n'est pas épaulée par des soutiens budgétaires allemands, néerlandais, de la zone euro, de la BEI. La seule baisse des taux a fait son travail et commence à avoir plus d'effets pervers que positifs. Mario Draghi fait la liste des explications à l'insuccès de sa démarche, si l'on attend 2% par la seule baisse des taux, surtout dans un monde qui décélère ! Il demande patience, persévérance et, surtout, soutien budgétaire.

Christine Lagarde doit plutôt se demander, candidement, ce qui se passe ici que de lister nos défauts. Pourquoi donc la montée des salaires dans une économie de services, concurrencée surtout par les nouvelles technologies, ne fait-elle pas monter les prix, donc les marges ? Au contraire, pourquoi pèse-t-elle sur elles, sur les innovations et la capacité à améliorer les prestations, à monter en gamme et donc en prix ?

Le premier discours -difficile- de Christine Lagarde est donc celui de la vérité d'une économie de services moyenne. Elle est sous pression, pas assez formée et innovante, plus importatrice des savoirs des autres et de leurs disruptions que cocréatrice de ses changements, alors qu'elle en a tous les moyens. Mais ses moyens ne sont pas assez organisés, collaboratifs et financés par les marges !

Le deuxième discours tout aussi difficile est certes que la patience est indispensable pour avancer, mais qu'elle ne suffira pas. Au contraire même. Sans appui budgétaire non seulement allemand, néerlandais, de la BEI, etc., mais plus encore sans un budget important de la zone euro, avec des eurobonds, la partie sera très difficile à gagner. Dans ce contexte, le nom de l'économiste Isabel Schnabel est de plus en plus évoqué par Berlin pour succéder à Sabine Lautenschläger et cela peut aider. Cette femme, professeur, a constamment défendu la BCE, bouc émissaire selon elle. Elle a ainsi publié un [tweet](#) le 13 septembre indiquant « Qu'il est effrayant que des responsables politiques allemands de diverses tendances cherchent même à profiter de telles réactions » ! Voilà qui est clair.

Ces 2% d'inflation que la BCE n'arrive pas à atteindre, c'est la démonstration des limites de la coopération dans la zone euro pour avancer quand elle n'est que monétaire. La logique *ever closer union* est là : la seule politique monétaire montre ce qu'elle a permis de faire, avec ses limites, et ce qui lui reste à faire. Christine Lagarde est donc attendue ! Pour continuer le travail de Mario Draghi en mettant les politiques face à leurs responsabilités. Bienvenue !

Jean-Paul Betbeze

Économiste, membre du Comité scientifique
de la Fondation Robert Schuman

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur notre site :
www.robert-schuman.eu

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN

LA FONDATION ROBERT SCHUMAN, créée en 1991 et reconnue d'utilité publique, est le principal centre de recherches français sur l'Europe. Elle développe des études sur l'Union européenne et ses politiques et en promeut le contenu en France, en Europe et à l'étranger. Elle provoque, enrichit et stimule le débat européen par ses recherches, ses publications et l'organisation de conférences. La Fondation est présidée par M. Jean-Dominique GIULIANI.