

**LE POINT
DE VUE**

de Jacques de Larosière

Sortir la politique monétaire de l'impasse

La politique monétaire est aujourd'hui confrontée à un défi majeur. Les banquiers centraux considèrent qu'ils doivent l'assouplir jusqu'à ce que leur objectif d'une inflation proche de 2 % soit atteint. En dessous, on courrait un risque de déflation. Les agents économiques s'attendraient à de futures baisses de prix, ce qui serait dangereux pour la croissance, car il deviendrait rationnel de surseoir à la consommation pour tirer parti de ces baisses.

Mais il est difficile d'établir que 2 % est le critère au-dessous duquel la déflation se déclenche. Depuis une vingtaine d'années, des facteurs structurels modifient les données qui gouvernent la formation des prix. Dans des sociétés vieillissantes, la croissance potentielle diminue, ce qui pèse sur la consommation et les prix. Le progrès technologique réduit les coûts de production. La globalisation a aussi pesé sur les prix, en ouvrant le commerce à des pays à bas salaires comme la Chine. Sur le marché du travail, les employés recourent moins qu'autrefois à la concurrence entre recruteurs pour faire monter les salaires.

Le taux d'inflation d'équilibre semble être revenu autour de 1 %. Il n'y a ici rien d'inquiétant. Une telle inflation n'est pas signe de déflation, car les prix continuent d'augmenter. Et elle limite l'érosion du pouvoir d'achat des consommateurs. Mais le refus de reconnaître la baisse tendancielle du rythme de l'inflation mène les banques centrales vers une politique monétaire trop accommodante engendrant de sérieuses distorsions : incitation excessive à

emprunter, affaiblissement du système bancaire, dégradation des comptes des organismes de retraite, prolifération d'entreprises zombies, désincitation pour les gouvernements à mener des réformes de structure... N'oublions pas la leçon de Keynes, qui craignait que des taux d'intérêt trop bas, inférieurs à l'efficacité marginale du capital, ne favorisent les placements liquides au détriment de l'investissement.

Si l'on accepte le laxisme budgétaire, voire la distribution monétaire aux citoyens, on va vers de nouvelles crises.

Il faut avoir l'honnêteté de le reconnaître : la politique monétaire est dans une impasse. Elle n'a pas réussi à faire remonter l'inflation vers l'objectif recherché. Si l'on se résigne à l'embourbement du système dans un endettement incontrôlé et une création monétaire indéfinie « à la japonaise » (on en a vu les résultats !), si l'on accepte le laxisme budgétaire « en roue libre », voire la distribution monétaire aux citoyens (« monnaie hélicoptère »), nous ferons face au retour de l'inflation, à des crises difficiles à traiter et à une croissance déprimante. En poussant les choses à l'extrême, les banques centrales finiraient par détenir l'essentiel de la dette (et, peut-être, même des actions).

Il n'est pas trop tard pour changer. Il faut revenir à la méthode selon laquelle la politique monétaire est fonction du cycle et de « l'output gap » (ou du taux

d'utilisation des capacités) et accepter que, dans les périodes de bonne conjoncture, les taux réels soient positifs, comme cela fut toujours le cas en temps de croissance.

Les banques centrales doivent s'accorder sur quelques principes d'action. Adapter le cap avec une remontée très graduelle des taux. Devenir flexible dans la définition de l'inflation souhaitée. Revenir à un tableau de bord plus varié, comprenant la stabilité du système financier, le suivi du crédit, la surveillance macroéconomique, l'analyse des bulles d'actifs. Restaurer une forme de discipline coopérative entre pays en matière de balance des paiements, de taux de change, de surveillance des conditions de compétitivité (formule plus efficace et plus juste que les « tweets » et intimidations actuels).

Il serait en effet temps d'agir dans une perspective internationale. Toute politique monétaire d'un pays ou d'une zone importante a des effets extérieurs. Il faut éviter d'utiliser cette politique à des fins concurrentielles, comme ce fut le cas dans les sombres années 1930. Le taux de change doit retrouver son rôle de stabilité dans un système monétaire international organisé.

Jacques de Larosière a été gouverneur de la Banque de France et directeur général du FMI.



Retrouvez l'intégralité
de ce point de vue sur
lesechos.fr/idees