



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire**  
**8 juillet 2019**

### **Lagarde et l'avenir des actifs européens : où va-t-on ?**

Le monde des investisseurs et des décideurs attache beaucoup d'importance à la désignation des banquiers centraux et il a raison. Contrairement à ce qui est dit parfois, les banques centrales ont un rôle naturellement plus significatif aujourd'hui à l'heure de la financiarisation des économies et de la dette à un niveau record de l'histoire du temps de paix.

Alors même qu'elles ont la possibilité d'agir très rapidement et résolument (contrairement à la politique budgétaire) avec un impact immédiat sur les marchés de capitaux. Et pour la zone euro, rappelons qu'il s'agit de la seule véritable institution fédérale de l'Union monétaire avec pouvoirs opérationnels.

Repoussons en premier lieu les critiques formulées à l'encontre de C. Lagarde.

D'abord celle d'une nomination politique et non technique. Il ne faut pas oublier que dans politique monétaire, il y a politique. Une action monétaire totalement désincarnée de toute considération politique n'existe pas. Surtout dans une structure institutionnelle spécifique comme celle de la Zone Euro qui rassemble 19 Etats souverains.

Mario Draghi a accompli un acte assurément plus politique que technique lorsqu'il a déclaré le fameux « Whatever it takes » à la fin juillet 2012, déclaration qui s'est révélée décisive.

Ensuite, celle de ne pas avoir d'expérience de banquier central. On a bien connu les 2 premiers présidents de BCE (Duissenberg et Trichet) qui furent initialement des banquiers centraux nationaux. Et aujourd'hui, on connaît surtout très bien leur bilan, qui fut calamiteux.

Nuançons aussi quelque peu l'importance personnelle de la future Présidente de la BCE. Il n'y avait pour nous pas d'alternative à un mandat de type « Draghi 2 » compte tenu de la situation européenne et mondiale. Dans ce cadre, il fallait surtout éviter absolument la nomination de Jens Weidmann, individu dogmatique et incompétent. En ce sens, la nomination de Lagarde est en soi plutôt une bonne nouvelle.

Que penser alors de Lagarde elle-même ? Ses premières positions économiques, en tant que Ministre française des Finances, puis en tant que patronne du FMI, étaient très conventionnelles, pour ne pas dire médiocres.

Mais elle a montré un certain pragmatisme et a su évoluer avec le temps. Elle a su s'entourer et 'elle a côtoyé O. Blanchard et M. Obstfeld, 2 chefs économistes du FMI, pendant plusieurs années, les deux étant en faveur d'une politique économique souple et raisonnée. Il faut rappeler que O. Blanchard a notamment suggéré dès 2010 la possibilité d'une cible d'inflation de 4% et que M. Obstfeld est en faveur d'un rattrapage des prix à leur tendance si ceux-ci ont été en dessous de la cible.

Ajoutons que Philip Lane, le nouveau chef économiste de la BCE (et ancien gouverneur de la banque centrale d'Irlande), est également sur une ligne dovish.

Lagarde a aussi soutenu l'intérêt du QE pour la BCE et ce, dès 2014, avant sa mise en place effective. Elle en a par ailleurs vanté ses mérites par la suite en reconnaissant les effets positifs sur les conditions financières. Elle a également reconnu les méfaits des politiques d'austérité impulsées notamment par le FMI en ce qui concerne la Grèce.

Lagarde a un biais souple assumé en termes de politique économique. Elle considère notamment que la politique monétaire a encore du potentiel et qu'elle doit être coordonnée avec la politique budgétaire.

La seule chose qu'on puisse craindre à propos de Lagarde est qu'elle n'ait pas le bagage technique suffisant pour impulser d'elle-même un changement de régime monétaire (hélicoptère money, ciblage de PIB nominal) si ce besoin se faisait sentir, à l'occasion d'une crise notamment.

Aujourd'hui, le problème de la Zone Euro et de sa japonisation progressive est qu'elle paie pour une bonne part les nombreuses erreurs passées de la BCE. Clone de la Deutsche Bundesbank à son origine, elle a mené pendant trop longtemps une politique passéiste et anachronique, focalisée sur la lutte contre les moulins à vent de l'inflation et ce, de façon particulièrement scandaleuse entre 2008 et 2011 (grande crise financière et crise de la dette souveraine européenne).

Dès lors, nous ne voyons guère d'alternative à une politique monétaire encore plus accommodante dans les prochains mois<sup>1</sup>; baisse du taux directeur sur les dépôts (dès septembre prochain), probablement associé à un système de taux différencié pour atténuer les effets pervers sur les banques, nouvel assouplissement de la forward guidance, reprise éventuelle du QE ultérieurement,....

De ce point de vue, la nomination de Lagarde, qui ne prendra ses fonctions que le 1<sup>er</sup> novembre prochain, s'inscrit parfaitement dans cette perspective, largement dévoilée par Draghi lors de son discours récent à Sintra.

Quid des perspectives de marché ? On pourrait comparer Christine Lagarde à Haruhiko Kuroda, gouverneur de la Banque du Japon qui eut des responsabilités ministérielles avant d'être nommé patron de la banque centrale au début 2013. Cette année fut marquée par la mise en place des « Abenomics » (relance budgétaire et monétaire et quelques réformes structurelles), marquées par une forte hausse du marché actions (+ 50% pour le Topix), une baisse des taux longs ainsi que de la devise (-20%).

---

<sup>1</sup> Nous avons abordé tous ces points dans notre dernière alerte du 3 juillet « Christine, sois convaincue que la BCE peut encore beaucoup ».

Le problème pour la Zone Euro est que l'attitude allemande demeure fondamentalement trop restrictive sur la politique économique. Elle semble se satisfaire de son excédent budgétaire de 1,5 % du PIB, un excédent courant de presque 8% du PIB malgré une croissance quasi nulle cette année et un déficit d'investissement dans de multiples secteurs. Cette situation est absurde au plan européen et allemand mais c'est ainsi. L'avenir est donc plutôt dans un changement de la politique allemande et notamment dans la possibilité de « dégager » Merkel avant la fin de son mandat en septembre 2021, hypothèse plausible aujourd'hui.

Pour le reste, que tirer de la nomination de Lagarde en termes de stratégie d'investissement d'ici la fin 2019 ?

- Le potentiel d'assouplissement (au moins en termes de forward guidance), le spread de taux transatlantique devrait s'élargir (en particulier le Bund/T note)
- Pour la même raison, l'euro-dollar a vocation à (légèrement) s'affaiblir
- Il faut continuer de jouer la compression des spreads périphériques (ce que nous
- Il faut sur pondérer le BTP italien. Certes, il peut y avoir de la volatilité, notamment après l'annonce (probable) d'une dissolution. Mais notre conviction reste qu'il n'y aura en Italie ni sortie de l'euro, ni défaut/restructuration de la dette, ni même de procédure de déficit public excessif et le spread de taux d'intérêt entre l'Italie et l'Allemagne devrait se resserrer tendanciellement
- Il faut sur pondérer les bancaires en Europe (mise en place d'un système de taux différenciés)
- Il faut sur pondérer la dette grecque (dans le cadre également de la victoire de Nouvelle Démocratie aux élections de dimanche)

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).**

**Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**