

La BCE baisse son taux directeur... mais quels effets réels en attendre ?

Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne, a annoncé une baisse de 0,25 points du taux directeur à 0,5%. Une mesure qui bien qu'elle rassure les marchés pourrait se révéler insuffisante.

Avec Philippe
Waechter

La baisse des taux d'intérêt de la BCE intervenue jeudi véhicule plusieurs messages distincts.

D'abord sur les anticipations. Un rôle essentiel pour une banque centrale est d'intervenir dans la formation des anticipations. Les acteurs de l'économie peuvent avoir des horizons différents et la banque centrale doit y être attentive. Jusqu'à une période récente, la BCE ne souhaitait pas s'engager dans la durée. C'était éventuellement aux acteurs de l'économie de le déduire des propos du président de la BCE lors de sa conférence de presse mensuelle. Mario Draghi a changé de mode de fonctionnement et n'hésite pas à s'inscrire dans la durée. **Ce changement qui peut paraître anodin est majeur car il permet à tous de faire des calculs économiques sur des taux d'intérêt qui resteront très bas pendant très longtemps. Cela peut changer les perspectives sur les investissements mais aussi sur la parité de l'euro.** Cependant, cette rupture dans la communication de la BCE est encore trop récente pour que son impact soit déjà spectaculaire.

Le deuxième point est que le coût de refinancement est abaissé pour les banques qui se refinancent auprès de la BCE lors de ses opérations hebdomadaires. Le coût est réduit aussi pour les pays ayant recours, pour leur système financier, aux aides financières d'urgence (type ELA). La baisse des taux d'intérêt va réduire les coûts de façon significative. Par ailleurs, Mario Draghi a aussi annoncé que l'accès facilité aux liquidités serait maintenu au moins jusqu'à l'été 2014. Pour tous les acteurs financiers les coûts seront plus bas et pendant longtemps. Cela aura des conséquences aussi sur les taux de crédit.

Le troisième point est que ces opérations confortent le niveau de l'EONIA, le taux d'intérêt au jour le jour sur le marché monétaire, à un niveau très faible. Il est aujourd'hui au-dessous de 0.10%. Il le restera. La situation se normalise sur le marché monétaire sous l'impulsion des mesures mises en œuvre par la BCE depuis l'arrivée de Mario Draghi.

Par ailleurs, le rôle de prêteur en dernier ressort que la BCE a saisi, parce que cela ne faisait pas parti initialement de ses attributions, a permis de réduire la perception des risques en Italie et en Espagne notamment. Ces deux pays disposent désormais de taux d'intérêt de long terme beaucoup plus bas que l'été dernier et ce rôle particulier que s'est donnée la BCE est essentiel pour comprendre ce repli.

Cependant tout ne fonctionne pas au mieux. La croissance tarde à repartir, la demande de crédit reste faible et le financement des PME pose un vrai problème dans certains pays. L'incertitude macroéconomique est le facteur majeur pour comprendre la faible demande de crédit. Les entreprises sont fragilisées par cette crise qui dure et les banques s'interrogent aussi sur le niveau de risque qu'elles sont prêtes à accepter.

Les comportements ne sont pas non plus uniformes au sein de la zone Euro. L'enquête auprès des PME publiée par la BCE il y a quelques jours montrait que les comportements n'étaient pas les mêmes selon les pays. Ces différences traduisent et reflètent des incertitudes macroéconomiques différentes. De plus, **les pays les plus fragiles sur le plan économique sont aussi généralement ceux où le système bancaire peut manquer de robustesse. Il y a ici une double difficulté à surmonter pour la politique monétaire puisqu'elle passe par le système bancaire avant de s'adresser aux PME.**

C'est une question que Mario Draghi a évoqué durant sa conférence de presse mais il souhaite trouver une solution plus large. C'est pour cela qu'il veut mettre en place des modes de fonctionnement intégrant la Banque Européenne d'Investissement et d'autres institutions afin de mieux cerner la question.

On peut terminer par des remarques plus générales. Le système bancaire et financier retrouve progressivement un mode de fonctionnement équilibré. Cela se traduit dans certains pays par un désendettement important des systèmes bancaires. Ce phénomène est un obstacle à l'efficacité de la politique monétaire. L'intérêt de l'Union bancaire qui se met en place est qu'avec un superviseur unique, les déséquilibres du passé pourront être mieux gérés et plus rapidement. C'est un changement institutionnel à venir important. A court terme cependant le retour à une situation plus équilibrée perturbe l'efficacité de la politique monétaire.

L'autre point est que la politique monétaire ne peut pas tout faire Généralement la régulation de l'économie se fait par petites touches afin de maintenir la croissance et l'emploi sur une dynamique peu inflationniste. **Les politiques monétaire et budgétaire sont implicitement coordonnées pour arriver à ce but. L'une des deux est plutôt restrictive alors que l'autre est plutôt accommodante.** Cela permet de converger vers les objectifs souhaités. En revanche, **quand l'économie suit une trajectoire très dégradée comme c'est le cas depuis 2011 en zone euro, lorsque la demande interne est très faible, il est sûrement plus efficace de faire de telle sorte que les politiques monétaire et budgétaire se renforcent mutuellement. Cela n'a pas été le cas en zone Euro.** Les politiques d'austérité ont pesé très lourdement sur les comportements de tous les acteurs et ont eu un impact récessif. La dynamique de la demande interne en a été fortement affectée. Le rebond qui s'était dessiné en 2010 a été arrêté plongeant l'ensemble des acteurs de l'économie dans une forte incertitude. Les conséquences sur le financement de l'économie par les banques ont été majeures.

Face à cela et pour réduire les risques de rupture au sein de la zone Euro, la BCE a réduit les contraintes de taux d'intérêt, a amélioré les règles d'actifs mobilisables pour disposer de liquidité et a réduit les dysfonctionnements du marché monétaire. Elle a aussi infléchi la perception du risque en se portant prêteur en dernier ressort.

Tous ces éléments sont des supports importants pour que l'économie retrouve une allure plus normale. Cependant, cela prend du temps. La BCE a été obligée pour cela de modifier en profondeur sa façon d'agir afin de gagner en efficacité face aux dysfonctionnements. Elle s'engage désormais dans la durée avec une vision plus large que par le passé sur les questions posées à l'économie européenne. **La politique monétaire n'a pas de martingale qui d'un seul coup de baguette est susceptible de résoudre toutes les questions posées.** Elle doit accompagner et réduire les disparités géographiques et les dysfonctionnements constatés au sein de la zone euro.

Il n'empêche que pour faire face et améliorer son efficacité dans un contexte très particulier, elle a su être réactive, notamment depuis l'été 2012. Le retour vers une croissance pourvoyeuse d'emplois prendra du temps parce que l'économie de la zone Euro doit retrouver un modèle de croissance plus autonome. Mais ne doutons pas que la BCE y contribuera de façon significative.