

## La BCE est à la manœuvre, mais elle ne peut pas tout

### Des annonces qui ont surpris

Super Mario Draghi a frappé fort jeudi dernier. Dans le premier registre des gouverneurs de la Banque centrale, le discours, il a réussi à surprendre. Ce n'était pas évident, deux mois après avoir détaillé (le 6 juin) assez précisément un plan d'action basé sur la baisse des taux directeurs (le refinancement des banques revenant alors de 0,25% à 0,15%) et sur des injections de monnaies à partir de septembre. Sans aller encore jusqu'à l'assouplissement quantitatif sur le modèle américain, Japonais ou Anglais – les rachats d'emprunts d'Etat -, la Banque Centrale Européenne annonçait d'ici à la fin 2014 la mise en place d'un nouveau refinancement long terme des banques et d'une procédure de rachat de portefeuilles de créances titrisées destinée à relancer l'activité de crédit en zone euro.

La surprise de la réunion de jeudi est dans le volontarisme. Sa traduction la plus directe est la nouvelle baisse des taux de l'institut d'émission. Le taux de refinancement de 0,05 %, celui des facilités de prêt marginal à 0,30%, et celui des prises en pension qui atteint – 0,20%.

Il y a évidemment du bon dans cette accélération stratégique. Il y a aussi des motifs d'inquiétudes.

### Le positif : des mesures qui soutiennent l'activité de crédit, et qui ont déjà pesé sur l'euro

L'appui à l'activité est à la foi déclaré et son exécution ne fait plus de doute.

Le mouvement sur les taux est le dernier, c'est le patron de la BCE qui l'affirme et il est vrai que la marge est désormais très réduite. Aller immédiatement au niveau le plus bas, c'est inciter les agents économiques à ne plus différer leurs investissements ou leurs dépenses. La clé de la déflation, c'est l'attente d'une baisse des prix. Déjà, il n'y a rien à attendre du côté du coût de financement.

Le dispositif d'injection monétaire ne pouvait surprendre. Mais la présentation d'un calendrier comme une évidence par M. Draghi permet à chacun – et en tous cas aux marchés financiers – d'anticiper sans crainte de déception. Le total du bilan de la BCE s'est réduit de près du tiers en deux ans, revenant de plus de 3.000 milliards en 2012 à un peu plus de 2.000 milliards. Les marges de manœuvres sont ainsi assez larges.

Le dispositif prévoit un nouveau programme de refinancement « long terme » des banques dit LTRO. Il s'agit d'un refinancement des banques dépassant le cadre de la gestion monétaire, puisque, la durée des prêts peut atteindre 3 ans. Ces opérations sont par nature sélectives, pour que leur objectif de favoriser la circulation de la monnaie en assurant des ressources long terme aux établissements financiers soit servi. Le montant de ce programme qui reprend en ce mois de septembre est fixé à 400 milliards d'euros. En 2010 et 2011, cette opération « non conventionnelle » avait dépassé 1.100 milliards d'euros.

Pour reconstituer les 1.000 milliards d'euros qui ramènerait le bilan de la BCE à son niveau d'il y a deux ans, l'institut d'émission va de plus se lancer dans un rachat aux banques de créances titrisées (regroupées dans les fameux ABS ou les obligations sécurisées). Il s'agit de refinancer les prêts aux entreprises de taille intermédiaire et

aux PME, qui ne sont pas négociables directement et – depuis la crise des subprimes – pas négociées sous la forme titrisée. Les montants qui seront distribués par ce programme qui commencera en octobre n'ont pas été précisés, mais la fourchette 600-700 milliards d'euros généralement annoncée correspond au calcul de reconstitution du bilan de la banque centrale.

Sans attendre des résultats concrets d'opérations qui n'ont pas commencé, il y en a un qui a été réalisé : l'euro a baissé, en anticipation de la hausse du bilan de la BCE, les opérateurs ont abaissé la parité avec le dollar de près de 1,5 %. La hausse de la monnaie unique du début de l'année est plus qu'effacée puisque, sur un an, la parité baisse de 1,3 %. C'est du concret dans le positif de la réunion de Francfort de la semaine dernière, tant sur le plan de la compétitivité des entreprises européennes que de l'importation d'inflation.

## Le négatif : croissance révisée en baisse, inquiétudes sur l'inflation

Le négatif dans la décision du conseil de la BCE et dans la conférence de son président du 4 septembre, c'est dans la justification qu'on le trouve. Le tournant stratégique a été donné en juin, mais, en entrant dans le concret, il prend un risque politique, celui de la montée de la contestation de son action – et même de sa légitimité – par l'opinion publique allemande. C'est qu'il y est poussé par les faits.

La réunion de la semaine dernière a été marquée par la révision des scénarios économiques. Le conseil des gouverneurs européens appuie ses décisions sur une croissance 2014 désormais estimée au-deçà des 1 % espérée jusqu'alors. Et la révision de 1,7 à 1,6 % en 2015 apparaît même relativement optimiste et, comme celle de 2016 (1,9%), établie en prenant en compte les effets des mesures de soutien annoncées. Le constat est sévère : la dynamique économique de la zone euro s'est encore atténuée en août. Les indicateurs avancés montrent que la nette inflexion de la croissance de la production industrielle dans les pays leaders au début de l'année – derrière l'Allemagne – ne s'est pas répercutée et, au contraire, qu'ils ont tendance à rentrer dans le rang et à rejoindre l'ensemble. Le bilan de la croissance zéro en juillet sonne plus comme l'annonce d'une tendance que de celle d'un accident.

L'inflation – ou plutôt l'absence d'inflation – est au moins aussi importante dans les décisions de la BCE. Les prévisions pour cette année sont ramenées à 0,6 % et, malgré un certain volontarisme dans les calculs, les projections 2015 et 2016 sont limitées à, respectivement, 1,1 % et 1,4 %. On est en tout état de cause très éloigné de l'objectif moyen de long terme de 2 %. L'ampleur du plan Draghi, les 1.000 milliards annoncés, ce sont des mesures inflationnistes très nettes. L'expérience américaine – et d'une certaine façon l'expérience japonaise – ont cependant montré que la dérive des prix ne se décrète pas.

## La nécessité d'un policy mix redéfini. Mais peut-on le faire avec une France inexistante politiquement?

Au total, on ne peut que constater le mauvais état de l'économie de la zone euro et que la BCE fait le job. La conjoncture géopolitique ne va pas aider sa politique de relance, au contraire. Les sanctions commerciales que l'Union Européenne semble vouloir s'infliger à elle-même dans l'affaire ukrainienne vont importer de la récession d'Europe centrale dans deux des principaux pays de la zone, l'Allemagne et l'Italie.

On va attendre les effets des injections monétaires annoncées, mais, même si le président de la Banque Centrale l'a affirmé, il va lui être difficile d'aller plus loin. Aller plus loin dans les injections monétaires et les mesures inflationnistes, ce serait soutenir les finances publiques de pays devant acquitter des taux d'intérêt élevés, ce qui n'est pas le cas de la France et encore moins de l'Allemagne. Aller au bout de l'assouplissement quantitatif en rachetant des emprunts d'Etat des maillons faibles de l'euro provoquerait une grave crise avec l'Allemagne, mais, surtout ne serait pas forcément efficace.

Il n'y a pas grand-chose de nouveau à constater que la banque centrale ne peut pas tout, et qu'une politique monétaire sans politique fiscale coordonnée n'est pas suffisante. Ce fameux mix stratégique (policy mix), c'est le problème récurrent de l'Europe : l'absence de gouvernance commune, la gestion d'égoïsmes nationaux qui ne fait pas une direction cohérente et efficace. Evidemment, la faillite politique française restreint pratiquement à l'Italie la discussion avec l'Allemagne pour que les budgets publics n'amplifient pas le ralentissement et ne plongent le continent en

récession. L'Europe peut-elle trouver un modèle sans la France, son maillon faible politique?

