

THE BANKER'S VIEW

*La finance américaine va-t-elle piéger
la BCE ?*

Par Jean-Pierre Patat

Directeur Général Honoraire de la Banque de France



(achevé de rédiger le 2 octobre 2008, révisé le 21 octobre 2008)

www.tac-financial.com



T - A - C

Applied Economic & Financial Research





Les très mauvais résultats économiques de la zone Euro au deuxième trimestre avaient été pour la BCE une justification de sa stratégie, mais aussi la preuve d'une erreur de diagnostic qui risquait précisément, et le risque n'a fait que s'accroître, de l'amener à infléchir son action et à écorner sa crédibilité.

La justification d'une stratégie : la doctrine de la BCE est qu'il ne peut y avoir de croissance sans faible inflation. La stabilité des prix permet de concilier la préservation du pouvoir d'achat avec une hausse modérée des coûts salariaux, condition essentielle pour la compétitivité du secteur productif, et contribue au maintien d'un bas niveau de taux d'intérêt à long terme. Une inflation maîtrisée favorise donc la croissance des trois composantes de la demande finale : consommation, investissements, exportations. De fait, au deuxième trimestre, la forte inflation a entraîné un effondrement de la consommation des ménages.

Mais la panne de croissance a eu aussi d'autres causes, et c'est là qu'était l'erreur de diagnostic. A plusieurs reprises, les dirigeants de la BCE avaient affirmé que la zone Euro souffrirait beaucoup moins que les Etats-Unis des effets induits de la crise financière, née précisément aux Etats-Unis. Une opinion qui n'était pas absurde tant, dans les domaines bancaires, financiers, immobiliers, la situation du continent apparaissait globalement beaucoup plus saine que celle des Etats-Unis. C'était sans compter la capacité, apparemment intacte, de la sphère financière américaine à exporter ses bulles, en particulier en phase d'éclatement, avec à la clé une baisse prononcée des bourses, plus impressionnées par ce qui se passe outre atlantique que par les fondamentaux de la zone Euro, une chute de l'immobilier, et dans ce contexte, une sévère déprime du secteur productif. Les événements les plus récents confirment jusqu'à l'outrance ce constat, alors que le système bancaire européen, pourtant globalement beaucoup plus solide et bien mieux régulé que le système bancaire américain, affronte à son tour, en tout cas dans certains pays, une crise de défiance majeure.

Dans une telle conjoncture, quels sont les moyens de la BCE pour conserver son autonomie de décision ?

Sa stratégie de moyen terme de stabilité des prix lui a en effet permis d'acquérir, au fil des années, une appréciable marge de manœuvre vis-à-vis de la politique monétaire de la Fed. Une sorte d'indépendance dans l'interdépendance, principalement concrétisée par des mouvements de taux beaucoup moins fréquents que ceux de la banque centrale américaine et, surtout, par une amplitude de variations des taux d'intérêt très inférieure à celle observée ces dernières années aux Etats-Unis (225 points de base contre 425), avec des taux minimums plus élevés (2% contre 1%), prix de la priorité accordée à la stabilité des prix, mais aussi des taux maximums plus bas (4,25% contre 5,25%), fruit de l'efficacité de cette vigilance.

Depuis quelques mois, l'autonomie avait évolué en divergence. La BCE loin de suivre, même avec retard, comme cela pouvait être observé dans le passé, les mouvements de baisse des taux de la Fed, avait augmenté les siens. Une action que la Banque avait d'ailleurs laissé prévoir et qui n'avait, à l'époque, surpris personne. Désormais, la politique monétaire de la BCE, suscite de nouveau les critiques de ceux-là même qui avaient encensé le Président de la BCE il y a trois mois et qui reprennent aujourd'hui leurs anathèmes favoris.

Le Président de la BCE qui avait fini par anticiper les mauvais résultats du deuxième trimestre avait, avant même la publication des chiffres, effectué il y a quelques semaines une magistrale opération de communication, qui n'annonçait pas, comme certains l'ont cru, un renversement de sa politique, mais avait suffi pour faire nettement baisser l'euro et contribuer à renforcer le mouvement de baisse du prix du pétrole. La poursuite, ou même le maintien de ces deux évolutions pouvaient, dans un contexte particulièrement noir, apporter une bouffée d'oxygène pour la croissance européenne et pour l'inflation. Celle-ci semble d'ailleurs d'ores et déjà s'affaiblir, ainsi qu'en témoignent les chiffres récents, en demeurant toutefois très au-dessus de l'objectif de 2%. Tous les pronostics étaient donc que La BCE pourrait sans se précipiter mais à un terme relativement proche, et sans entamer sa crédibilité, assouplir sa politique sans pour autant l'inverser.



La bourrasque qui a saisi les marchés a précipité les choses, mais elle a également donné à la BCE, avec cette baisse concertée de plusieurs banques centrales, une opportunité inouïe pour procéder à un assouplissement sans modifier en définitive la ligne de sa politique. « Trop peu, trop tard » disent assez sottement des commentateurs. On voit bien que la politique monétaire de nouveau ultra accommodante de la FED n'est en rien un remède à la crise. D'ailleurs, les marchés ne s'y sont pas trompés, en replongeant dans le rouge le plus vif après dix minutes d'embellie, comme pour passer en message que le système financier, et même l'économie, n'ont pas besoin d'argent qui ne coûte pratiquement rien, comme la Banque du Japon s'est évertuée à en offrir, sans résultat, pendant des années, et comme l'a fait pendant trop longtemps la FED avec les résultats d'aujourd'hui.

A moins que... A moins que la capacité de nuisance de l'industrie financière américaine n'ait pas encore atteint son degré maximum.

Interest rate and inflation - Europe versus US

