

## La baisse des taux d'intérêt de la BCE n'a pas profité à l'économie

Éric Albert

### Les Etats de la zone euro empruntent à des taux plus élevés qu'il y a un an

**S**ur le papier, cela aurait dû donner un coup de fouet à l'économie européenne. Entre juin 2024 et juin 2025, la Banque centrale européenne (BCE) a réalisé la plus importante baisse de ses taux d'intérêt sur douze mois (hors crise financière de 2008), passant de 4 % à 2 %. Depuis, elle a marqué une pause, qu'elle a confirmée une nouvelle fois jeudi 18 décembre lors de sa conférence de presse.

Pourtant, cette action musclée, qui aurait dû soutenir l'activité en Europe, peine à se faire sentir. « *L'impact sur le produit intérieur brut a été faible et va probablement rester limité dans les prochains trimestres* », souligne une note de Jack Allen-Reynolds, du cabinet Capital Economics.

L'explication de l'impuissance relative de la BCE est à aller chercher dans le fonctionnement des marchés financiers. Les taux à court terme ont beaucoup baissé – ceux de la banque centrale, donc, allant d'un jour à une semaine, que les banques utilisent pour se refinancer et qui influencent le coût des emprunts dans l'ensemble de l'économie. Mais ce mouvement ne s'est pas répercuté sur les taux d'intérêt à long terme (de cinq à trente ans), comme cela se produit généralement.

Le gouvernement français, par exemple, quand il emprunte sur dix ans – la durée de référence –, paie aujourd'hui un taux d'intérêt de 3,6 %. Il y a un an, c'était 3,2 %. Le paradoxe est clair, la France emprunte plus cher alors que la BCE a baissé ses taux. Le phénomène est accentué par la crise politique et budgétaire française, mais il se réplique à travers toute l'Europe. Le taux allemand est lui-même passé sur un an de 2,3 % à 2,8 %. Le desserrement monétaire de la BCE ne s'est pas répercuté.

Or, ce qui compte vraiment, pour l'économie, c'est justement les taux longs. Pour les prêts immobiliers en particulier, qui sont accordés parfois sur plusieurs décennies, les banques s'alignent dessus. En conséquence, l'action de la BCE s'émousse : dans la zone euro, les emprunts hypothécaires sont passés d'un pic de 4 % fin 2023 à 3,3 % actuellement, une baisse bien moins forte que celle des taux de la banque centrale. Le phénomène est un peu moins net pour les prêts aux entreprises, qui sont accordés à plus court terme.

Derrière ce phénomène se trouve un véritable changement d'ère. Après une quinzaine d'années où les taux d'intérêt étaient proches de zéro, les investisseurs exigent désormais un bien meilleur rendement pour accepter de prêter. C'est ce qu'on appelle une « *prime de terme* ». « *Elle a beaucoup augmenté. Elle était négative, à -0,6 point de pourcentage à la sortie de la pandémie, elle est aujourd'hui de 1,2 point* », explique Michel Martinez, économiste en chef à la Société générale.

Les investisseurs demandent une prime de risque plus élevée parce que les Etats sont de plus en plus dispendieux. A commencer par l'Allemagne, qui a lancé un plan de relance historique, qui pourrait atteindre autour de 800 milliards d'euros sur dix ans. Le pays, qui sert de référence au reste de la zone euro, qui était jusqu'à présent très prudent, a changé de catégorie. Dans son sillage, il entraîne à la hausse les taux d'intérêt de tous les autres pays de la monnaie unique.

### Une prime de plus pour la France

Le phénomène s'inscrit sur le long terme, selon M. Martinez, et les marchés financiers n'ont pas fini de s'adapter : « *On pense que la prime de terme va monter à 1,7 point de pourcentage* ». L'Allemagne devrait donc emprunter à plus de 3 %. Pour la France, la valse des premiers ministres et l'incapacité à voter un budget ont ajouté une prime supplémentaire. « *Ses taux d'intérêt devraient dépasser 4 %* », prédit M. Martinez. Dans ce contexte, les difficultés budgétaires du gouvernement français ne pourront qu'empirer.

Un deuxième facteur explique cette hausse des taux d'intérêt de long terme : l'action de la BCE elle-même, qui appuie sur le frein en même temps que l'accélérateur. D'un côté, elle a baissé ses taux d'intérêt. Mais de l'autre, elle réduit son bilan. Pendant la crise de la zone euro, elle avait acheté d'énormes stocks de dettes européennes, afin d'injecter de la liquidité dans le système. Aujourd'hui, elle laisse ces obligations arriver à échéance sans les renouveler. La BCE, qui était un acheteur majeur du marché de la dette européenne, s'est retirée. Désormais, les

investisseurs institutionnels sont donc seuls à acheter l'intégralité des dettes européennes, qui n'arrêtent pas d'augmenter. Plus d'offre d'obligations, moins de demande : les taux d'intérêt ne peuvent que monter.

La BCE réplique qu'elle applique parfaitement son mandat, qui est de maintenir l'inflation autour de 2 % sur le moyen terme. A 2,2 %, l'inflation en zone euro est parfaitement en ligne. L'économie est par ailleurs résiliente, avec 1,4 % de croissance en 2025 et une prévision de 1,2 % en 2026. Christine Lagarde, la présidente de la BCE, souligne en particulier la bonne tenue de l'investissement des entreprises. « *Nous sommes à l'endroit qu'il faut* » (« *we are in a good place* »), estime-t-elle à propos du niveau des taux d'intérêt.

De fait, le problème concerne particulièrement la France, dont la croissance est réduite par le chaos parlementaire et qui connaît une inflation faible. « *Les divergences [d'inflation] sont notables entre la France, 0,9 %, et l'Espagne, 3 %*, souligne Sylvain Bersinger, du cabinet Bersingéco. *D'une manière plus générale, la situation espagnole [croissance solide et inflation élevée] appellera à une hausse des taux alors que la situation française [croissance poussive, inflation faible, tension sur les taux souverains] plaidera pour une baisse des taux.* » Entre les deux, la BCE est obligée d'équilibrer les risques. Il est très improbable qu'elle change de cap à brève échéance. L'économie française ne devra pas compter sur son aide en 2026.