

ECOWEEK

N°19-33, 13 septembre 2019

BCE : Mario Draghi passe le relais

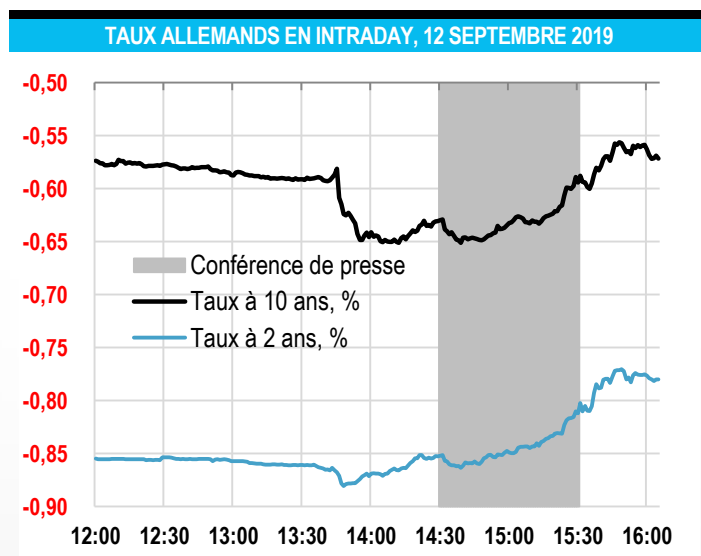
■ Les attentes du marché étaient fortes, mais le Conseil des gouverneurs ne les a pas déçues. Avec l'ensemble de mesures adoptées, notamment l'introduction d'une *forward-guidance* liée à l'état de l'économie, il ne devrait pas être nécessaire d'en faire plus à l'horizon des prévisions ■ Les analystes, en scrutant la BCE, pourront se limiter à la surveillance de l'écart entre l'inflation et son objectif dans ce domaine ■ Conscients de certains effets secondaires négatifs des mesures prises, les banquiers centraux appellent désormais les gouvernements qui disposent de marges de manœuvre budgétaires, à faire leur part afin de stimuler la croissance et d'accélérer la convergence de l'inflation vers l'objectif ■ Le passage de relais est ainsi acté.

Les deux prochaines années risquent d'être ennuyeuses pour les observateurs de la BCE. L'ensemble de mesures décidées par le Conseil des gouverneurs, jeudi 12 septembre, était très complet au point d'écarter, espérons-le, la nécessité de faire plus à brève échéance. Par ailleurs, la *forward guidance* a été renforcée, en termes de politique de taux d'intérêt comme de programme de rachats d'actifs. Ce dernier a ainsi été réactivé pour une durée indéterminée.

C'est l'évolution de l'inflation qui déterminera jusqu'à quand cet environnement monétaire extrêmement souple sera maintenu. La barre a été placée haut : les perspectives d'inflation doivent solidement converger vers l'objectif de la BCE et cela doit systématiquement se refléter dans la dynamique de l'inflation sous-jacente. Autant dire qu'une flambée d'inflation, par définition de courte durée, sera nécessairement disqualifiée. Compte tenu de la lenteur avec laquelle l'inflation évolue, il faudra du temps avant que ces exigences soient satisfaites ; il est donc très probable que la politique actuelle reste en place durablement. Le mouvement à la hausse des rendements obligataires, après un repli enregistré à la suite du communiqué de presse, ne doit pas être interprété comme une anticipation de resserrement monétaire, mais comme le reflet d'une prime de terme¹ moins négative. Cette évolution signifierait à son tour que les investisseurs accordent un certain crédit à l'efficacité du *package*.

.../...

¹ La prime de terme est la prime de risque que reçoit l'investisseur lorsque celui-ci achète une obligation à maturité donnée plutôt que d'investir dans un titre public à court terme sur la même période, en réinvestissant à chaque fois que ce titre arrive à maturité. Cette prime récompense la prise de risque lié à la duration. Cependant, cette prime peut être négative, comme c'est le cas depuis un certain temps dans la zone euro et aux Etats-Unis. Elle influence la différence entre le rendement d'une obligation à long terme et d'une obligation à court terme (ou d'un taux d'intérêt à court terme) mais cette dernière dépend aussi des anticipations de marché en matière de politique monétaire.



Source : Bloomberg, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Eco
WEEK

Ce sera, en effet, une question-clé dans les prochains mois pour les marchés, les ménages, les entreprises et, bien sûr, pour la BCE dans la mesure où cela déterminera la possibilité d'un ré-ancrage des anticipations d'inflation à un niveau plus élevé. Mario Draghi l'a souligné lors de la conférence de presse : ce n'est pas que les anticipations d'inflation ne soient plus ancrées, mais plutôt qu'elles se soient ré-ancrées à un niveau trop bas par rapport à l'objectif d'inflation de la BCE.

En théorie, et compte tenu de l'environnement actuel, un certain scepticisme se justifie. Cette question a déjà été abordée dans des contributions antérieures². Par ailleurs, quels que soient les effets positifs que devrait avoir, dans l'ensemble, la politique actuelle, les inquiétudes relatives à ses effets négatifs augmentent : le marché immobilier dans certains pays est en surchauffe ; les taux négatifs affectent les fonds de pension et les compagnies d'assurance ; certains ménages peuvent décider d'épargner plus et de dépenser moins, estimant que lorsque les rendements obligataires sont faibles à négatifs, l'accumulation de richesse dépend du montant de l'épargne, plutôt que du réinvestissement de ce qui est devenu, en termes de rendement, un maigre revenu financier.

L'une des surprises de la conférence de presse a été l'insistance répétée du président de la BCE concernant les effets secondaires de cette politique monétaire, ce qui semble signifier que celle-ci arrive à son terme. L'autre surprise a été que Mario Draghi et ses collègues du Conseil des gouverneurs ont passé le relais aux gouvernements et à la politique budgétaire : « *Les membres du Conseil estiment à l'unanimité que la politique budgétaire doit devenir le principal instrument pour soutenir la croissance* », « *Il est grand temps que la politique budgétaire prenne sa part* », « *Avec une politique budgétaire appropriée, le package monétaire fera plus rapidement la preuve de son efficacité* ».

Cet appel prend, d'une certaine manière, des accents tragiques : comme l'a expliqué le président de la BCE, la politique monétaire a joué un rôle crucial dans la mise en place d'un environnement qui a permis la création de 11 millions d'emplois. Elle a également contribué à une solide accélération de la croissance des salaires avec la baisse du taux de chômage. Cependant, la phase ultime n'a pas réellement eu lieu : la transmission entre la croissance plus forte des salaires et la hausse de l'inflation s'est interrompue en raison du choc négatif de la demande, lié à la Chine et au commerce international, et de l'incertitude entourant les droits de douane et le Brexit. Les gouvernements sont donc appelés à intervenir, tout au moins ceux des pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire. Il reste à savoir maintenant si cet appel sera entendu.

William De Vijlder

² *Politique monétaire et incertitude exogène versus endogène* (Ecoweek, 5 juillet 2019) ; *Assouplissement monétaire dans une économie de plein emploi : quelle efficacité ?* (Ecoweek, 12 juillet 2019)

