

BCE: UNE ORIENTATION ACCOMMODANTE DONT ON NE VOIT PAS LA FIN

Les nouvelles projections macroéconomiques de la Banque centrale européenne ont de quoi refroidir l'optimisme des épargnants, qui espéraient que plusieurs années de croissance supérieure au potentiel ouvriraient la voie à un relèvement des taux directeurs. Il est clair qu'au stade actuel, certaines conditions des indications prospectives (*forward guidance*) sur les taux d'intérêt, qui ont été récemment révisées, ne sont pas remplies. À en juger par les dernières projections de la BCE, ce devrait être encore le cas en 2023, même dans l'hypothèse d'un scénario de reprise en douceur. La lente augmentation de l'inflation sous-jacente ne sera probablement pas estimée satisfaisante. Les épargnants n'ont plus qu'à espérer que l'interaction entre croissance et inflation évolue ou que les projections de la BCE se révèlent trop prudentes.

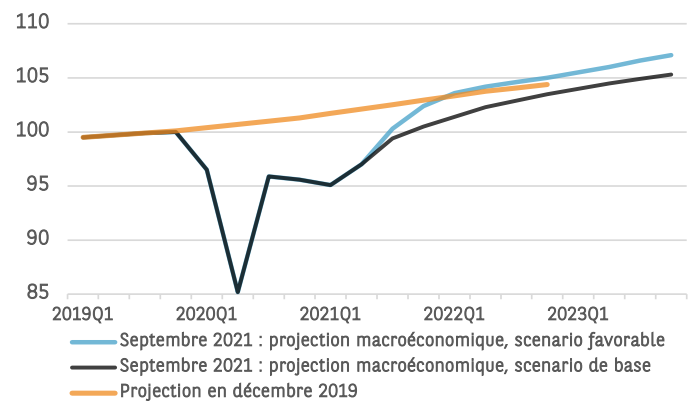
La réunion de la BCE n'a pas créé de surprise. Le recalibrage du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) était largement attendu et les questions ont essentiellement porté sur le sens de cette décision : s'agit-il ou non d'un tapering (réduction des achats d'actifs)? Non sans une pointe d'humour, Christine Lagarde a répondu — « *the lady isn't tapering* » — faisant ainsi clairement comprendre qu'elle n'entendait pas couper le robinet. La réponse plus technique est la suivante : le volume global du PEPP étant préétabli, une légère réduction du rythme des achats d'actifs ne va pas modifier l'injection cumulée de liquidité *in fine*.

Quant aux questions clés — les achats nets au titre du PEPP prendront-ils fin en mars 2022? Les achats mensuels nets au titre du programme « normal » d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont-ils augmenter? Ce dernier programme bénéficiera-t-il d'une plus grande souplesse?, etc. — il faudra attendre la réunion du mois de décembre pour avoir davantage d'informations. Ces propos rejoignent le message délivré par Philip Lane, économiste en chef de la BCE, dans une interview récente accordée à Reuters, selon lequel il n'y a pas urgence à prendre une décision : la clôture du PEPP ne constitue pas, en effet, un tapering classique dès lors que l'APP reste en vigueur.

Les marchés financiers n'ont donc pas à être informés largement à l'avance¹. Cela laisse également plus de temps pour essayer de rapprocher les points de vue des membres du Conseil des gouverneurs. La décision de recalibrage a fait l'unanimité, a déclaré la présidente de la BCE qui, avec un brin d'ironie, s'est dite désolée pour « *ceux qui se plaisent à opposer colombes et faucons* »². Il sera probablement plus difficile de parvenir à un résultat comparable lors de la réunion de décembre prochain. La BCE devra, en tout cas, éviter de donner l'impression qu'elle resserre sa politique monétaire, car, au vu des nouvelles projections de

ses services et des indications prospectives de la banque centrale en termes d'assouplissement quantitatif, cela serait prématuré. Certes, le message concernant la croissance est positif. Le PIB réel devrait croître vigoureusement cette année et la croissance devrait rester robuste en 2022 et, en 2023, très supérieure à son potentiel. Le PIB réel devrait dépasser son niveau de pré-crise au quatrième trimestre de cette année, soit trois mois avant la date prévue et, vers la fin de 2022, s'approcher de la projection faite avant la pandémie. Pour autant, ces perspectives positives pour la croissance ne devraient pas se traduire par un rebond significatif de l'inflation. L'inflation totale devrait culminer au quatrième trimestre de cette année pour se replier ensuite tandis que l'inflation sous-jacente — IPCH hors alimentation et énergie — devrait légèrement augmenter. Cette situation est due, tout au moins en partie, aux coûts unitaires de main-d'œuvre, freinés

ZONE EURO : CROISSANCE DU PIB RÉEL (GLISSEMENT ANNUEL EN %)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : PROJECTIONS DE LA BCE, BNP PARIBAS

1 Interview de Philip R. Lane, membre du Comité exécutif de la BCE, par Balazs Koranyi et Frank Siebelt (Reuters), 25 août 2021.

2 Déclaration de politique monétaire et conférence de presse, Christine Lagarde, présidente de la BCE et Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Frankfurt am Main, 9 septembre 2021.

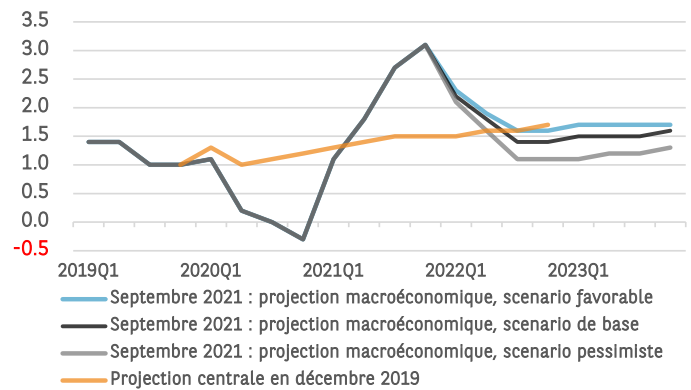
Les dernières projections de la BCE ont de quoi refroidir l'optimisme des épargnants qui tablaient sur plusieurs années de croissance supérieure au potentiel pour ouvrir la voie à un relèvement des taux directeurs. C'est à peine s'ils peuvent espérer que l'interaction entre croissance et inflation évolue ou que les projections de la BCE se révèlent trop prudentes.

par l'accélération attendue des gains de productivité. Résultat, l'inflation totale comme l'inflation sous-jacente devraient s'inscrire à 1,5 % en 2023, un niveau qui reste nettement inférieur à l'objectif. Il est important de noter que ce serait toujours le cas dans un scénario plus favorable, avec une inflation à 1,7 % en 2023³.

Ces projections ont de quoi refroidir l'optimisme des épargnants, qui espéraient que plusieurs années de croissance supérieure au potentiel ouvriraient la voie à un relèvement des taux directeurs à l'horizon des prévisions. Les indications prospectives récemment mises à jour sur les taux d'intérêt établissent trois conditions à remplir avant un relèvement des taux directeurs⁴. Or, ces trois conditions ne sont pas satisfaites aujourd'hui. Même si l'inflation totale est supérieure à l'objectif, cela ne devrait pas durer. D'après les dernières projections de la BCE, il semble que ce devrait encore être le cas en 2023, même dans l'hypothèse d'un scénario plus favorable. La lente progression de l'inflation sous-jacente ne serait probablement pas jugée satisfaisante. Les épargnants n'ont plus qu'à espérer que l'interaction entre croissance et inflation évolue ou que les projections de la BCE se révèlent trop prudentes.

William De Vijlder

ZONE EURO : INFLATION (GLISSEMENT ANNUEL EN %)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PROJECTIONS DE LA BCE, BNP PARIBAS

3 « Un scénario plus favorable table sur une résolution de la crise sanitaire d'ici la fin 2021 et sur un fort rebond de l'activité économique... [Il] envisage un niveau supérieur d'efficacité des vaccins, y compris s'agissant des nouveaux variants du virus, et un degré plus élevé d'acceptation par le public entraînant une légère augmentation seulement des infections dans la durée. Cela permettrait un assouplissement plus rapide des mesures d'endiguement et leur suppression d'ici la fin 2021, ce qui induirait aussi une limitation accrue des coûts économiques et des effets de confiance robustes et positifs ». Source : Projections macroéconomiques pour la zone euro, établies par les services de la BCE, BCE, septembre 2021.

4 D'après la *forward guidance*, trois conditions clés doivent être remplies avant tout relèvement des taux d'intérêt. La BCE doit constater que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de son horizon de projection. De plus, l'inflation doit se maintenir à 2 % « durablement sur le reste de son horizon de projection ». Enfin, les progrès de l'inflation sous-jacente vers l'objectif doivent être jugés suffisants. Source : Philip Lane, *The new monetary policy strategy: implications for rate forward guidance*, Blog de la BCE, 19 août 2021.

