

LA BCE ENTRE DANS UNE NOUVELLE ÈRE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a surpris en décidant à la fois d'une hausse de 50 points de base de son taux d'intérêt, d'abandonner la *forward guidance* et que les données le guideront à l'avenir dans ses décisions de resserrement monétaire. Cela pourrait traduire une appréhension de la banque centrale à propos de la rapidité avec laquelle l'économie de la zone euro pourrait réagir à la remontée des taux et des incertitudes entourant les livraisons de gaz l'hiver prochain. L'autre décision importante de la réunion du 21 juillet a été l'introduction de l'instrument de protection de la transmission (IPT) pour contrer un élargissement injustifié des spreads souverains qui pèserait sur la transmission de la politique monétaire. La dépendance aux données des futures hausses de taux d'intérêt et le flou entourant les critères d'activation de l'IPT pourraient conduire à une hausse de la volatilité des taux d'intérêt et des spreads souverains, les investisseurs s'efforçant de comprendre la fonction de réaction de la BCE.

La réunion de la BCE, jeudi 21 juillet, était très attendue en raison de l'anticipation d'un relèvement des taux directeurs et du dévoilement de l'instrument destiné à contrer l'élargissement injustifié des spreads souverains. Ce dernier s'est vérifié : un « instrument de protection de la transmission » (IPT) a bel et bien été introduit. En revanche, concernant les taux d'intérêt, les décisions prises lors de la réunion nous ont propulsés dans une nouvelle ère : le taux de rémunération des dépôts n'est plus négatif et la *forward guidance* (indications sur les orientations futures de la politique monétaire) a été abandonnée.

La comparaison entre les déclarations de politique monétaire lors des réunions de juin et de juillet (voir tableau 1) montre dans quelle mesure le message a changé. L'intention en juin était de relever les taux de 25 points de base (pb) en juillet, mais, en fin de compte, le Conseil des gouverneurs a décidé d'une hausse de 50 pb, au vu des risques pesant sur l'inflation et du « soutien accru que l'IPT apportera en termes de transmission efficace de la politique monétaire ». Ce nouvel instrument pourra être activé en cas de réaction disproportionnée des *spreads* à une remontée des taux directeurs plus importante que prévu. En juin, les indications sur les orientations futures de la politique monétaire étaient très claires : un nouveau relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE était prévu lors de la réunion de septembre et une augmentation plus importante sera peut-être appropriée. Au-delà de septembre, « une séquence progressive, mais durable de hausses supplémentaires des taux d'intérêt sera appropriée », mais cela « dépendra des données à venir et de notre évaluation de la trajectoire d'inflation à moyen terme ».

Le nouveau message est le suivant : il faudra poursuivre la normalisation des taux — autrement dit, les taux restent trop bas — mais les décisions futures seront dépendantes des données et seront prises selon une approche réunion par réunion¹. La notion de « séquence durable » a été supprimée, ce qui peut traduire un sentiment de malaise à l'égard de la rapidité avec laquelle l'économie de la zone euro pourrait réagir à la

1 « En anticipant aujourd'hui la sortie des taux d'intérêt négatifs, le Conseil des gouverneurs effectue une transition vers une approche des décisions concernant les taux d'intérêt réunion par réunion. La trajectoire future des taux directeurs du Conseil des gouverneurs restera dépendante des données. » Source : BCE, déclaration de politique monétaire, conférence de presse, Christine Lagarde, présidente de la BCE, Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Francfort, 21 juillet 2022.

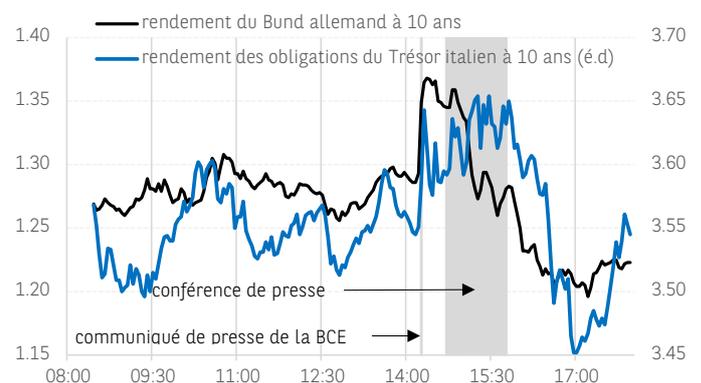
remontée des taux, ainsi que des conséquences de l'incertitude sur les approvisionnements en gaz au cours de l'hiver.

Dans un environnement de hausse des taux, la *forward guidance* permet de piloter les anticipations de taux d'intérêt des opérateurs du marché. Comme elle est désormais abandonnée, l'attention se portera essentiellement sur l'orientation neutre, en d'autres termes, à quel moment les taux atteindront-ils un niveau « normal » ? Pour connaître la réponse à cette question, il faudra attendre. Christine Lagarde a en effet rétorqué à un journaliste qui l'interrogeait à ce sujet : « si vous me demandez ensuite "En quoi consiste une orientation neutre?", je n'en ai, pour l'heure, aucune idée ». Il est, certes, difficile d'estimer le niveau neutre des taux directeurs, mais en l'absence de *forward guidance*, il sera utile de fournir une fourchette pouvant servir de référence aux opérateurs du marché pour former leurs anticipations².

L'autre décision importante de la réunion a été l'introduction de l'instrument de protection de la transmission (IPT). Son déploiement se fondera sur une évaluation en trois volets. Premièrement, le Conseil

2 Aux États-Unis, cet élément de référence est fourni par les projections à long terme des membres du FOMC relatives au taux des *Fed funds*.

RENDEMENTS À 10 ANS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG (21/07/2022), BNP PARIBAS

La dépendance aux données des futures hausses de taux d'intérêt et le flou entourant les critères d'activation de l'IPT pourraient conduire à une hausse de la volatilité des taux d'intérêt et des spreads souverains.



des gouverneurs se posera la question de savoir, au vu d'un ensemble d'indicateurs, si l'évolution des *spreads* apparaît injustifiée compte tenu de fondamentaux propres au pays concerné. Deuxièmement, il s'interrogera sur l'éligibilité³ du pays concerné et, enfin, il se prononcera sur la proportionnalité des achats – dont l'ampleur n'est pas limitée *ex-ante* – compte tenu de la menace pesant sur la transmission de la politique monétaire.

Concernant les critères d'éligibilité, le Conseil des gouverneurs prendra en compte les quatre catégories, mais il décidera « *souverainement sur l'éligibilité à l'IPT* ». Le nouvel instrument devrait assurer au Conseil des gouverneurs « *une plus grande efficacité dans l'exécution de son mandat de maintien de la stabilité des prix* »⁴. Le Conseil des gouverneurs a expliqué lors de la conférence de presse ce qu'il entend par là : l'introduction de l'IPT a permis de procéder à un relèvement plus important qu'indiqué lors de la réunion de juin. Avec l'IPT, le Conseil des gouverneurs dispose désormais de trois instruments pour influencer le comportement des *spreads* souverains, les deux autres consistant dans la flexibilité du réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance, détenus au sein du portefeuille du programme d'achats d'urgence (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), et le programme d'opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions*, OMT). Chaque instrument a sa logique propre, comme indiqué dans le tableau 2.

Malgré l'importance de ces décisions, la réaction du marché a été de courte durée. Les rendements du Bund ont bondi à l'annonce d'un relèvement de 50 pb, mais ils ont reflué ensuite (graphique 1). Curieusement, compte tenu des caractéristiques de l'IPT⁵, l'écart de taux entre les obligations d'État italiennes et allemandes s'est sensiblement creusé pendant la conférence de presse, puis il s'est replié (graphique 2). Le marché actions a affiché un comportement erratique (graphique 3), grimant à l'annonce de la remontée des taux, pour reculer pendant la conférence de presse et rebondir plus tard. Enfin, sans surprise, l'euro a fait un bond à la suite de la décision de procéder à un relèvement des taux plus important que prévu, mais ce mouvement a été de courte durée, comme un rappel de l'environnement cyclique et des risques qui pèsent sur la monnaie unique européenne (graphique 4).

Pour conclure, la dépendance aux données du rythme et de l'importance des futures hausses des taux d'intérêt, ainsi que le flou entourant les éléments déclencheurs pour activer l'IPT pourraient conduire à une hausse de la volatilité des taux d'intérêt et des *spreads* souverains, les investisseurs s'efforçant de comprendre la fonction de réaction de la BCE. On peut également s'attendre à deux questions récurrentes lors de la conférence de presse qui fait suite aux réunions du Conseil des gouverneurs : quelle est l'importance de l'écart qui nous sépare du taux neutre et, en cas d'élargissement du *spread*, est-il justifié ?

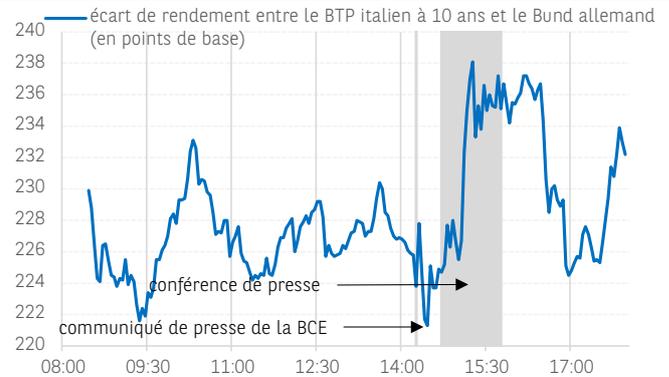
William De Vijlder

3 Les critères à respecter par les pays sont les suivants : se conformer au cadre budgétaire de l'UE, ne pas avoir de déséquilibres macroéconomiques importants, afficher une viabilité budgétaire et respecter les engagements formulés dans les plans nationaux pour la reprise et la résilience de la Facilité pour la reprise et la résilience, ainsi que les recommandations spécifiques par pays de la Commission européenne dans le domaine budgétaire, dans le cadre du Semestre européen. Source : BCE, *The Transmission Protection Instrument*, 21 juillet 2022.

4 Les achats dans le cadre de l'IPT seront effectués de manière à « éviter un impact persistant sur la taille du bilan de l'Eurosystème et, par conséquent, sur l'orientation de la politique monétaire ». Source : voir note de bas de page 3.

5 Les critères d'éligibilité ne semblent pas très exigeants.

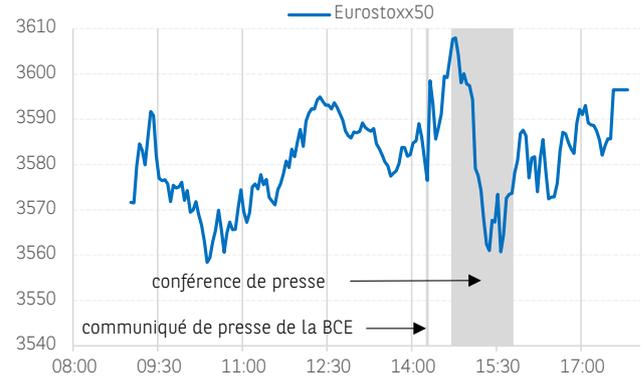
ÉCART DE RENDEMENT ITALIE/ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLOOMBERG (21/07/2022), BNP PARIBAS

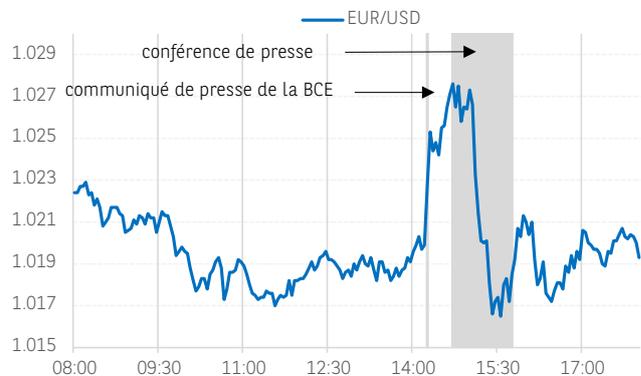
EURO STOXX 50



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLOOMBERG (21/07/2022), BNP PARIBAS

EUR EN USD



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BLOOMBERG (21/07/2022), BNP PARIBAS



DÉCLARATION DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE (RÉUNION DE JUIN VS RÉUNION DE JUILLET)

Déclaration de politique monétaire 9 juin 2022

Conformément au séquençage de notre politique, nous entendons relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base lors de notre réunion de politique monétaire de juillet.

Nous prévoyons un nouveau relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE en septembre, dont le calibrage dépendra des perspectives actualisées d'inflation à moyen terme. Si ces perspectives d'inflation à moyen terme se maintiennent ou se détériorent, une hausse plus importante sera appropriée lors de notre réunion de septembre.

..., au-delà de septembre, nous anticipons, sur la base de notre évaluation actuelle, qu'une séquence progressive, mais durable de hausses supplémentaires des taux d'intérêt sera appropriée. Conformément à notre engagement en faveur de notre objectif de 2 % à moyen terme, le rythme auquel nous ajusterons notre politique monétaire dépendra des données à venir et de notre évaluation de la trajectoire d'inflation à moyen terme.

SOURCE : BCE, DÉCLARATION DE POLITIQUE MONÉTAIRE, CONFÉRENCE DE PRESSE, CHRISTINE LAGARDE, PRÉSIDENTE DE LA BCE, LUIS DE GUINDOS, VICE-PRÉSIDENT DE LA BCE, AMSTERDAM, 9 JUIN 2022

Déclaration de politique monétaire 21 juillet 2022

Le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base et a approuvé la création du nouvel « instrument de protection de la transmission » (IPT).

Le Conseil des gouverneurs a estimé qu'un premier pas sur la voie de la normalisation des taux d'intérêt plus important qu'indiqué lors de sa réunion précédente était approprié. Cette décision a été prise sur la base de son évaluation actualisée des risques pesant sur l'inflation et du soutien accru que l'IPT apportera en termes de transmission efficace de la politique monétaire.

Lors des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs, il conviendra de poursuivre la normalisation des taux. En anticipant aujourd'hui la sortie des taux d'intérêt négatifs, le Conseil des gouverneurs effectue une transition vers une approche des décisions concernant les taux d'intérêt réunion par réunion. La trajectoire future des taux directeurs du Conseil des gouverneurs restera dépendante des données et contribuera à assurer que son objectif d'inflation de 2 % à moyen terme soit atteint. Dans le contexte de la normalisation de sa politique monétaire, le Conseil des gouverneurs évaluera différentes possibilités de rémunération des excédents de liquidité.

SOURCE : DÉCLARATION DE POLITIQUE MONÉTAIRE, CONFÉRENCE DE PRESSE, CHRISTINE LAGARDE, PRÉSIDENTE DE LA BCE, LUIS DE GUINDOS, VICE-PRÉSIDENT DE LA BCE, FRANCFORT-SUR-LE-MAIN, 21 JUILLET 2022

TABLEAU 1

SOURCE: ECB

OUTILS DE LA BCE POUR CONTRER L'ÉLARGISSEMENT DES SPREADS *

Instrument	Rôle
PEPP (réinvestissement flexible des remboursements)	Pour lutter contre les risques de fragmentation injustifiée découlant des risques liés à la pandémie
Programme OMT (<i>Outright Monetary Transactions</i>)	Pour lutter contre les freins injustifiés à la transmission [de la politique monétaire] dus aux risques de redénomination et qui sont propres à chaque pays.
Instrument de protection de la transmission (IPT)	Cet instrument n'est pas lié aux risques de redénomination**, mais à la dynamique de marché injustifiée et désordonnée, susceptible d'empêcher la bonne transmission de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro.

TABLEAU 2

SOURCE : BCE

*VOIR NOTE 4

**LE RISQUE DE REDÉNOMINATION « CORRESPOND À LA RÉMUNÉRATION EXIGÉE PAR LES OPÉRATEURS DU MARCHÉ AU TITRE DU RISQUE DE REDÉNOMINATION D'UN ACTIF EN EUROS DANS UNE ANCIENNE MONNAIE DÉVALUÉE » SOURCE : ROBERTO A. DE SANTIS, A MEASURE OF REDENOMINATION RISK, DOCUMENT DE TRAVAIL DE LA BCE, N° 1785, AVRIL 2015..

