

LA BCE SOUS PRESSION

À en juger par les statistiques récentes, le PEPP, acronyme du Pandemic Emergency Purchase Programme (programme d'achats d'urgence face à la pandémie), introduit l'année dernière par la BCE, pourrait tout aussi bien se lire « pressions exceptionnelles sur les prix liées à la pandémie ». La prochaine réunion du conseil des gouverneurs et les projections de la banque centrale sont très attendues. La prolongation du PEPP au-delà de mars 2022 dépendra des chiffres de l'inflation. La BCE préférera probablement disposer de davantage de données et reporter sa décision après l'été.

À en juger par les statistiques économiques récentes, le PEPP, acronyme du *Pandemic Emergency Purchase Programme* (programme d'achats d'urgence face à la pandémie), introduit l'année dernière par la BCE, pourrait tout aussi bien se lire « pressions exceptionnelles sur les prix liées à la pandémie ». Les tensions inflationnistes se renforcent, en effet, d'après les enquêtes sur les prix des intrants et les anticipations des prix de vente (graphique 1). Elles sont exceptionnelles par leur intensité – tout au moins dans le secteur manufacturier où elles sont à des niveaux record – mais aussi par leur nature atypique, due à la levée des restrictions pesant sur l'offre et la demande.

La BCE se retrouve ainsi prise entre deux feux : la définition officielle de PEPP et sa lecture alternative. En effet, alors que la date d'expiration du programme d'achats d'urgence, fixée au mois de mars 2022, n'est plus très loin, obligeant la banque centrale à communiquer sur ses intentions, la montée des tensions sur les prix crée la perception d'un prolongement de moins en moins probable.

Prolonger le PEPP traduirait la conviction de la BCE que la transmission des anticipations de hausse des prix aux chiffres de l'inflation sera temporaire et limitée. Dans un tel contexte, la prochaine réunion du conseil des gouverneurs et les nouvelles projections des services de la banque centrale, qui seront publiées à cette occasion, sont très attendues. Concernant ces dernières, on peut s'attendre à un relèvement des prévisions d'inflation pour cette année, à l'instar de celles du consensus, qui ont évolué à la hausse au cours des derniers mois (graphique 2). En mars, les anticipations du consensus établi par Bloomberg concernant l'inflation moyenne en 2021 ressortaient à 1,5 %¹ ; elles sont passées à 1,6 % en avril et à 1,7 % en mai. Il est important de noter que les prévisions pour l'année prochaine n'ont guère bougé (1,2 % en mars, 1,3 % en avril et mai).

Ces chiffres ne sont pas très différents de ceux des institutions internationales. Dans ses dernières prévisions, l'OCDE table sur une inflation de 1,8 % en 2021 et de 1,3 % l'année prochaine², des chiffres conformes à ceux de la Commission européenne : respectivement, 1,7 % et 1,3 %³. Au vu des projections pour l'année prochaine, qui sont

1 Ce chiffre correspond également aux projections macroéconomiques établies par les services de la BCE en mars 2021.

2 Source : Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2021.

3 Source : Commission européenne, Prévisions économiques européennes de printemps, mai 2021.

nettement inférieures à l'objectif de la BCE, le maintien d'une politique monétaire très accommodante semble acquis. Par conséquent, la question porte plus sur le *mix* d'instruments à utiliser que sur un changement d'orientation global. Au cœur du débat : le devenir du PEPP. En début d'année, la Banque centrale européenne a utilisé la flexibilité du PEPP, lancé pour remédier aux conséquences économiques du choc Covid-19, pour lutter contre le resserrement des conditions financières. L'accélération du rythme des achats, annoncée après la réunion du conseil des gouverneurs, en mars, a été un succès, à en juger par la détente des conditions financières (graphique 3). Par ailleurs, les données d'enquête montrent que la confiance s'est améliorée au sein des principaux secteurs économiques – industrie, services, construction, commerce – comme chez les ménages, parfois de manière significative. Cela justifierait la tenue d'un débat, lors de la prochaine réunion, sur le prolongement du PEPP au-delà de mars 2022 ou sur son remplacement par une augmentation du programme traditionnel d'achat d'actifs. Un tel changement permettrait d'éviter

ZONE EURO : TENSION SUR LES PRIX DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, IHS MARKIT, BNP PARIBAS

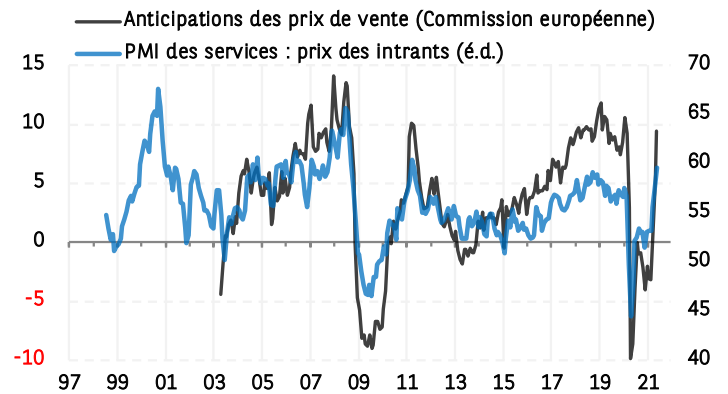
Malgré la détente des conditions de financement et une amélioration des perspectives économiques, la BCE reportera probablement sa décision sur le PEPP jusqu'après l'été pour avoir une meilleure vision des perspectives d'inflation.

les « effets de falaise » sur les marchés obligataires et il a, d'ailleurs, été évoqué dans la déclaration introductive de la conférence de presse de la BCE⁴.

Cette discussion aura-t-elle lieu dès la prochaine réunion ? Ce n'est pas garanti. Le conseil des gouverneurs pourrait préférer disposer de davantage de données et reporter le débat et la décision après l'été. Dans une interview récente⁵, Isabel Schnabel, membre du directoire de la Banque centrale européenne, explique que la décision concernant le PEPP dépendra de l'évaluation conjointe des conditions de financement et des projections d'inflation. Ces dernières constituent le « critère ultime » considérant que le « PEPP vise à compenser l'impact négatif de la pandémie sur les perspectives d'inflation ». Selon I. Schnabel, cette compensation « n'est pas encore perceptible ». Les investisseurs désireront certainement comprendre comment cet impact sera calculé. Une simple analyse contrefactuelle consistant à comparer les projections établies par les services de l'Eurosystème en décembre 2019 pour l'inflation en 2022⁶ (1,6 %) avec celles de mars 2021, toujours pour l'inflation en 2022 (1,2 %), montre qu'on en est encore loin et il est peu probable qu'on s'en approche sensiblement avec les nouvelles projections. Il faudra donc probablement attendre la fin de l'été pour une décision sur le PEPP.

William De Vijlder

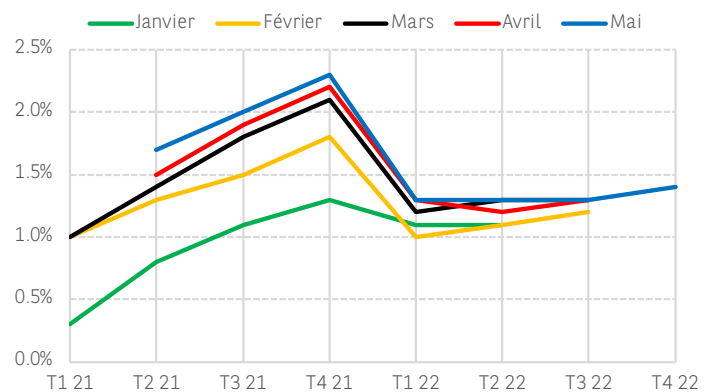
ZONE EURO : TENSION SUR LES PRIX DANS LE SECTEUR DES SERVICES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, IHS MARKIT, BNP PARIBAS

ZONE EURO : PRÉVISIONS DU CONSENSUS DE L'IPC



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

ZONE EURO: INDICE DES CONDITIONS FINANCIÈRES (ICF)



SOURCES : BANQUE DE FRANCE, BNP PARIBAS

⁴ « Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire ». (Source : Déclaration introductive de la conférence de presse de Christine Lagarde, présidente de la BCE et de Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 22 avril 2021).

⁵ Source: Reuters, interview d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, 28 mai 2021

⁶ Il est préférable de retenir les projections d'inflation pour 2022, celles relatives à 2021 étant faussées par des facteurs exceptionnels et temporaires, liés à la pandémie.