

Perspectives

N°20/221 – 14 septembre 2020

BCE : acheter du temps, mais pour quoi faire ?

Lors de la dernière réunion du conseil de ses gouverneurs, la BCE a maintenu sa politique monétaire inchangée.

Elle a, en revanche, pris acte de la meilleure réalisation que prévu de la croissance au deuxième trimestre, des avancées sur le Plan de relance européen et sur les plans de relance nationaux, de l'impact positif de l'expansion du *Pandemic emergency purchase programme* (PEPP). Le PEPP a ramené la courbe des taux souverains à un niveau proche de celui d'avant la Covid et son effet estimé sur la croissance du PIB et sur l'inflation, couplé à celui des nouvelles conditions des TLTRO III, serait de respectivement de +1,3% et de +0,8%.

La BCE a ainsi révisé à la hausse ses prévisions de croissance (pour l'année 2020 de -8,7% à -8%), d'inflation (de 0,8% à 1% en 2021) et d'inflation sous-jacente (à l'horizon 2022). A croire que les effets positifs précités auraient plus que compensé l'impact de l'appréciation de l'euro sur la croissance et l'inflation. Elle a, en outre, souligné que l'appréciation est moins à craindre si elle est endogène et motivée par de « bons » facteurs, notamment de meilleures perspectives de croissance qu'ailleurs. Dans ces circonstances, l'effet désinflationniste serait réduit.

La BCE semble peu intégrer l'incertitude supplémentaire liée à la diffusion de la deuxième vague de la pandémie et les risques associés au fonctionnement du canal du crédit. Elle paraît, en effet, confortée par la normalisation des flux de crédit au secteur privé et reste stoïque face à l'accumulation des dépôts et au risque de la progressive levée des garanties d'État aux prêts bancaires (des reports de ces levées semblent se profiler).

Quant à la faiblesse constatée de l'inflation, la démarche visant à relever les prévisions ressemble seulement à une manœuvre visant à justifier le *statu quo*. Malgré la signalisation de ces risques baissiers, la BCE n'achète pas d'assurance contre ceux-ci. Cela confirme l'attitude historique de la BCE : réactivité plutôt que proactivité.

Une telle attitude peut à ce jour se justifier par la phase encore initiale de sa réflexion stratégique et par la proximité perçue de son taux plancher ou par la possibilité de voir les taux atteindre le mode « reverse » (un niveau de taux contreproductif). Elle peut aussi s'expliquer par sa capacité à étendre davantage son bilan, comme anticipé par la plupart des observateurs.

Cependant, cette posture risque de devenir de plus en plus inconfortable sous la pression d'une inflation faible, d'un euro fort et d'une offre de titres souverains prévue en hausse.

Une pression supplémentaire, et pas des moindres, vient de l'attitude plus proactive de la Réserve fédérale qui se proclame mobilisée à combattre la sous-performance de l'inflation en modifiant sa définition de la cible.

La posture différente des deux banques centrales aura sûrement des implications sur leur crédibilité respective, dont découle l'efficacité de leurs politiques. Reconnaître comme le fait la Réserve fédérale, que, même face à un équilibre des risques (entre risques haussiers et baissiers) sur la croissance, le risque sur l'inflation comporte toujours un biais baissier dans un contexte où la fonction de réaction de la banque centrale est asymétrique puisque contrainte par un taux plancher, peut aider à réduire cette asymétrie.

Ainsi, si la BCE peut acheter du temps, d'abord par l'inaction, ensuite par l'expansion de son bilan, elle devra rapidement se confronter à la question du correct ciblage d'inflation.

Dans un contexte où la politique budgétaire redevient très active, les banques centrales devront aussi s'interroger sur la relation de substituabilité entre les deux champs de la politique économique, qui a jusqu'ici prévalu. Ainsi, plutôt que de se préparer à un retrait monétaire lors du déploiement d'une plus puissante expansion budgétaire, elles se verront obligées de réfléchir à une plus forte complémentarité entre les deux politiques. Par construction, l'offre souveraine de titres inondant les marchés requiert un acheteur en dernière instance et le maintien de conditions de financement favorables. Le déversement massif de titres sans risque associé à la relance communautaire peut aider à résoudre le problème d'acceptabilité par la BCE, en marginalisant la question de l'aléa moral. Mais il est encore trop tôt à ce stade pour affirmer que la politique monétaire européenne sera vraiment « moderne ». ■

Article publié le 11 septembre 2020 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)