



La BCE plus flexible qu'il n'y paraît

- La BCE a décidé, lors de sa réunion du 3 mai, de maintenir ses taux directeurs inchangés. Le Conseil des Gouverneurs n'a évoqué aucun changement sur les taux, la politique monétaire étant jugée appropriée, malgré le renforcement des incertitudes. Ceux qui tablaient sur une allusion explicite à une détente imminente auront certainement été déçus.
- Selon notre analyse, cependant, la suppression, dans la déclaration officielle, du passage sur les « risques à la hausse » concernant l'inflation va clairement dans le sens d'une plus grande flexibilité. C'est ainsi, en effet, que la BCE annonce d'ordinaire un mouvement potentiel sur les taux.
- Nous continuons de tabler sur une baisse des taux de 25 pdb en juin, même si un tel geste reste très dépendant des données. La publication, le 24 mai, des indices PMI « flash » pour le mois de mai, revêtera à cet égard une importance cruciale.
- Autre source d'incertitude : l'agenda politique. Si les risques politiques se renforcent, concernant en particulier la ratification du pacte fiscal, la BCE pourrait aussi attendre un peu plus longtemps, jusqu'au lendemain des élections législatives en France, pour annoncer de nouvelles mesures.
- La perspective d'autres mesures non conventionnelles semble encore plus incertaine. Mario Draghi a fait remarquer que la liquidité était toujours aussi abondante et qu'il était trop tôt pour évaluer le plein effet des opérations de refinancement à long terme (LTRO). Sachant toutefois que, si besoin est, une nouvelle mesure de ce type n'est pas exclue.

Depuis longtemps déjà, nous prévoyons de nouvelles baisses de taux de la BCE, qui devraient être ramenés selon nous en deçà de 1 % en 2012 (à 0,75 % en juin et à 0,50 % en septembre),

même si le durcissement de ton de la part du Conseil des Gouverneurs récemment semble réduire la probabilité d'une détente imminente. Certes, même une baisse de 50 pdb ne sera pas d'un grand secours pour stimuler la croissance économique ou résoudre la crise actuelle, d'autant que les taux Eonia et Euribor sont déjà très bas. Mais une chose est sûre et c'est là le principal argument à l'appui de notre prévision : la baisse des taux demeure justifiée au regard des fondamentaux pour la plupart des pays de la zone euro. De plus, le « coût » d'une telle décision en termes de crédibilité ne serait pas très élevé pour la BCE et, plus important encore, **les banques de la zone euro auraient tout à gagner d'une baisse du taux directeur, le coût de la liquidité lors des opérations de refinancement étant indexé sur le taux *refi* de la BCE.**

À notre grande surprise, nous avons noté un changement important dans le communiqué introductif de la BCE. La mention relative aux « risques à la hausse » à court terme pour l'inflation a, en effet, été supprimée (de même que celle relative aux « outils nécessaires pour faire face aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme »), un changement révélateur d'un ton nettement plus accommodant que le mois dernier. Les risques relatifs à l'inflation à moyen terme demeurent équilibrés comme auparavant. En d'autres termes, **les chances d'un nouveau geste semblent aujourd'hui augmenter, à en juger par la manière dont la BCE prépare habituellement le marché à un changement potentiel.** La BCE a toujours annoncé une baisse future des taux par l'adoption d'une position plus conciliante à l'égard de l'évolution des prix plutôt que de l'évolution économique, y compris dans la période qui a suivi la faillite de Lehman (dans les communiqués d'octobre-novembre 2008, par exemple, l'amélioration des perspectives relatives à la stabilité des prix a toujours été la principale justification d'une baisse des taux). À notre sens, il ne faudrait pas un

ralentissement économique trop marqué pour que la BCE abaisse ses taux en juin ou fasse allusion à un tel geste.

Pour autant, **M. Draghi n'a pas explicitement fait allusion à une décision imminente lors de la réunion d'aujourd'hui** (que ce soit sur les taux ou sur des mesures non conventionnelles) ce qui pourrait expliquer la réaction négative du marché à la conférence de presse, sachant que l'espoir d'une détente s'était sensiblement renforcé ces derniers jours. **La position de politique monétaire de la BCE est toujours considérée comme « accommodante » malgré une incertitude grandissante.** Concernant les mesures non conventionnelles, M. Draghi a indiqué, comme il l'avait fait devant le Parlement européen, que les données encourageantes publiées récemment témoignent de l'impact progressif des LTRO sur l'économie réelle, mais tout en précisant qu'il est encore trop tôt pour évaluer leur plein effet et, partant, que toute stratégie de sortie serait « prématurée ».

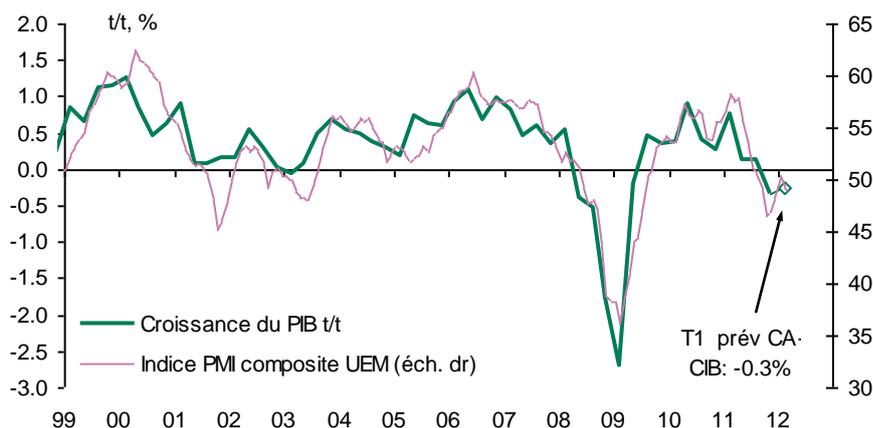
Concernant les autres questions politiques ou macro-économiques, la conférence de presse d'aujourd'hui a été sans surprise ou presque, contrairement à ce que laissaient croire récemment certains commentaires. M. Draghi a une nouvelle fois insisté sur la nécessité pour les gouvernements nationaux de mettre en œuvre des réformes budgétaires et structurelles, tout en soulignant les mesures ambitieuses déjà adoptées en Italie et en Espagne. Dans ce dernier pays, a-t-

il ajouté, il reste à procéder à l'analyse approfondie des initiatives politiques récentes visant à stabiliser le secteur bancaire. Les gouvernements se doivent de remédier aux faiblesses structurelles et aux divergences régionales a fait observer le Président de la BCE.

Par ailleurs, **Mario Draghi a réitéré son plaidoyer en faveur d'un « pacte de croissance »** pour accompagner le pacte budgétaire dans le contexte des plans d'austérité mis en place dans la zone euro (selon nos estimations, la variation annuelle du solde primaire corrigé des effets conjoncturels s'élèvera à 1,75 point de pourcentage en 2012 – un chiffre record qui pourrait peser d'un poids considérable sur la croissance). Un rationnement majeur du crédit a pu être évité grâce aux LTRO, **mais M. Draghi n'en a pas moins lourdement insisté sur les graves incertitudes qui prévalent**, comme il l'avait fait dans son discours récent devant le Parlement de l'UE, rappelant que les risques restaient orientés à la baisse concernant l'évolution de l'activité. Mario Draghi s'est bien gardé de donner des exemples explicites sur les modalités de ce pacte de croissance ; on peut néanmoins penser, d'après ses commentaires, **que sa préférence va plutôt à des réformes structurelles du côté de l'offre qu'aux mesures de stimulus de keynésianisme traditionnel.**

On trouvera ci-après notre tableau habituel avec comparaison des communiqués de la BCE en mai avec ceux des deux mois précédents. ■

Le ralentissement des indices PMI en mai renforce la probabilité d'un geste sur les taux



Source : Markit, Eurostat, Crédit Agricole CIB

Principaux changements dans la communiqué introductif de la BCE

	Mars	Avril	Mai	Commentaires
Taux directeurs	Maintenus	Maintenus	Maintenus	
Activité économique	« Les données d'enquête disponibles attestent des signes d'une stabilisation de l'économie de la zone euro . Toutefois, les perspectives économiques demeurent soumises à des risques à la baisse. » « Nous tablons sur un redressement progressif de l'économie de la zone euro dans le courant de l'année. »	« Les indicateurs tirés d'enquêtes relatives à la croissance économique se sont dans l'ensemble stabilisés à des niveaux faibles au cours des premiers mois de 2012 et une reprise modérée de l'activité est attendue en cours d'année. Les perspectives économiques demeurent soumises à des risques à la baisse. » « Nous continuons de tabler sur un redressement progressif de l'économie de la zone euro dans le courant de l'année. »	« Les indicateurs disponibles pour le premier trimestre reflètent toujours une stabilisation de l'activité économique à des niveaux faibles . Les données d'enquête récentes concernant la zone euro font ressortir les incertitudes qui prévalent . À terme, l'activité économique devrait progressivement se redresser dans le courant de l'année. Cependant, comme nous l'avons déjà fait observer, les perspectives économiques restent soumises à des risques à la baisse. »	<i>L'évaluation reste très prudente, l'accent étant davantage mis sur les « incertitudes qui prévalent ». Les risques à la baisse demeurent malgré certains éléments encourageants.</i>
Inflation	« En raison de la hausse des prix de l'énergie et du relèvement de la fiscalité indirecte, les taux d'inflation devraient rester supérieurs à 2 % en 2012, les risques étant orientés à la hausse . Les évolutions des prix devraient néanmoins demeurer à un niveau compatible avec la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. » « Les risques sur le taux d'inflation IPCH prévu pour les années à venir sont considérés comme étant encore globalement équilibrés, les risques à la hausse à court terme ayant trait essentiellement à un renchérissement du pétrole et à un relèvement de la fiscalité indirecte, plus importants que prévu. Toutefois, des risques à la baisse subsistent en raison d'une évolution plus atone qu'anticipé de l'activité économique. »	« Les taux d'inflation devraient rester supérieurs à 2 % en 2012, les risques étant orientés à la hausse . Nous nous attendons à ce que les évolutions des prix demeurent à un niveau compatible avec la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. » « Dans ce contexte, nous accorderons une attention particulière à tout signe de répercussion du renchérissement de l'énergie sur les salaires, les bénéfices et la fixation des prix en général . Toutefois, à plus long terme, dans un contexte de croissance modeste dans la zone euro et d'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester limitées. » « Les risques pesant sur les perspectives d'inflation mesurée par IPCH pour les années à venir sont toujours considérés comme étant globalement équilibrés, les risques à la hausse à court terme ayant trait essentiellement à un renchérissement du pétrole et à un relèvement de la fiscalité indirecte plus importants que prévu. Des risques à la baisse subsistent en raison d'une évolution plus faible qu'anticipée de l'activité économique. »	« Les taux d'inflation devraient rester supérieurs à 2 % en 2012 . Cependant, nous nous attendons à ce que les évolutions des prix demeurent à un niveau compatible avec la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. » « Dans ce contexte, nous accorderons une attention particulière à tout signe de répercussion du renchérissement de l'énergie sur les salaires, les bénéfices et la fixation des prix en général. Toutefois, à plus long terme, dans un contexte de croissance modeste dans la zone euro et d'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester limitées. » « Les risques pesant sur les perspectives d'inflation mesurée par l'IPCH pour les années à venir sont toujours considérés comme étant globalement équilibrés. Les risques à la hausse tiennent à un renchérissement des prix des matières premières et à un relèvement de la fiscalité indirecte plus importants que prévu, tandis que les risques à la baisse sont dus à une évolution plus faible qu'anticipé de l'activité économique. »	<i>Pour la première fois depuis trois mois, il n'a pas été fait mention des risques à la hausse concernant l'inflation (ces risques ont été explicitement mentionnés pour la première fois dans le communiqué du mois de mars).</i> <i>Aucun changement n'a été apporté au passage relatif à l'éventuelle répercussion du renchérissement de l'énergie sur les salaires et les prix ni à celui sur les risques à moyen terme toujours équilibrés.</i>
Monnaie et crédit	« Le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie reste modéré , les tensions inflationnistes étant contenues à moyen terme. »	« Confirmant ce scénario, le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie reste modéré. »	« Confirmant ce scénario, le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie reste modéré. »	<i>Aucun changement</i>

Source : BCE, Crédit Agricole CIB

Principaux changements dans le communiqué introductif de la BCE concernant d'autres thèmes

	Mars	Avril	Mai	Commentaires
Mesures non conventionnelles	« [...] Le premier effet de ces mesures a été positif. Conjuguées à l'assainissement budgétaire et à l'intensification des réformes structurelles dans plusieurs pays de la zone euro ainsi qu'à des avancées sur la voie d'un cadre de gouvernance économique renforcé pour la zone euro, elles ont contribué à une amélioration significative de l'environnement financier au cours des derniers mois. Nous escomptons que les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans apporteront un nouveau soutien à la stabilisation en cours sur les marchés financiers et, en particulier, à l'activité de prêt dans la zone euro. Toutes nos mesures non conventionnelles de politique monétaire sont de nature temporaire. De plus, tous les outils nécessaires pour faire face aux risques potentiels à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme sont entièrement disponibles. »	« [...] Au cours des derniers mois, nous avons mis en œuvre des mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire. Cette combinaison de mesures a contribué à une stabilisation de l'environnement financier et à une amélioration de la transmission de notre politique monétaire. Nous devons suivre avec attention les nouvelles évolutions. Il est important de garder à l'esprit que toutes nos mesures non conventionnelles de politique monétaire sont de nature temporaire et que tous les outils nécessaires sont disponibles pour faire face, de manière résolue et en temps opportun, aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. »	« [...] Au cours des derniers mois, nous avons mis en œuvre des mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire. Cette combinaison de mesures a eu un effet favorable sur l'environnement financier comme sur la transmission de notre politique monétaire. Nous suivrons avec attention les nouvelles évolutions, en gardant à l'esprit que toutes nos mesures non conventionnelles de politique monétaire sont de nature temporaire et que nous conservons la pleine capacité d'assurer la stabilité des prix à moyen terme en agissant de manière résolue et en temps opportun ».	<i>La BCE a confirmé sa détermination à contrer les risques éventuels d'inflation liés aux opérations de liquidité « de manière résolue et en temps opportun » mais tout en atténuant quelque peu son propos ; le dernier passage « les outils nécessaires sont disponibles pour faire face aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme » a été supprimé.</i>
Politique budgétaire	« De nombreux gouvernements de la zone euro accomplissent des progrès. Il demeure essentiel de poursuivre un assainissement budgétaire global et de respecter l'ensemble des engagements. À cet égard, le Semestre européen 2012 devrait être mis à profit pour mettre en œuvre de façon rigoureuse le mécanisme renforcé de surveillance budgétaire. »	« Les autorités nationales doivent prendre pleinement leurs responsabilités en vue d'assurer la soutenabilité budgétaire, d'accroître la capacité d'ajustement des marchés des produits et du travail, de renforcer la productivité et la compétitivité et de garantir la solidité de leur système financier. En particulier, les pays qui ont subi des pertes de compétitivité en termes de coûts doivent veiller à un ajustement des salaires suffisant et favoriser la croissance de la productivité. »	« Les pays de la zone euro ont, pour la plupart, réalisé des progrès en termes d'assainissement budgétaire en 2011. [...] Cependant, outre les mesures d'assainissement budgétaire, des réformes structurelles décisives doivent être engagées en vue d'améliorer la croissance et le potentiel de croissance. Il est à cet égard impératif de faciliter les activités entrepreneuriales, le démarrage de nouvelles entreprises et la création d'emplois. Les politiques visant à améliorer la concurrence sur les marchés des produits et à augmenter les salaires ainsi que les capacités d'ajustement de l'emploi dans les entreprises sont de nature à promouvoir l'innovation et les créations d'emplois ainsi qu'à stimuler les perspectives de croissance à long terme. Les réformes dans ces domaines sont particulièrement importantes dans les pays qui ont subi des pertes notables de compétitivité en termes de coûts et qui doivent stimuler la productivité et améliorer les performances commerciales. »	<i>La BCE exhorte toujours les gouvernements à poursuivre sur la voie de la réforme en mettant en place un large éventail de réformes structurelles.</i>

Source : BCE, Crédit Agricole CIB

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex
Directeur de la Publication : Jean-Paul Betbèze
Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty
Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Études Économiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.