Perspectives

N°20/143 – 8 juin 2020

UE – La BCE clarifie son action à moyen terme

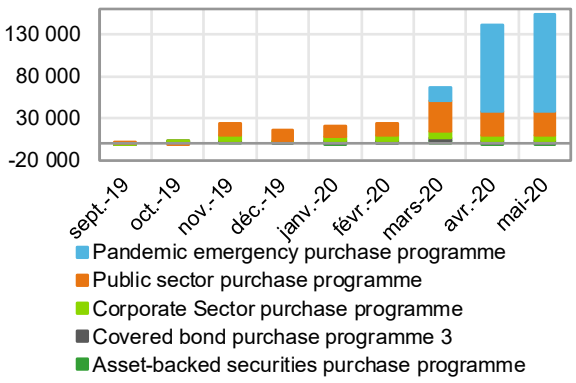
La BCE a déjà beaucoup fait pour suppléer le retard de l'action budgétaire commune européenne et accompagner les politiques nationales en garantissant que les énormes coûts qu'elles affichent ne se traduisent par des conditions de financement insoutenables. Pourtant, la BCE était encore attendue sur trois fronts.

D'abord, celui de sa perception de l'ampleur de l'impact économique de la crise. La fourchette de 5% à 12% évoquée par C. Lagarde pour cadrer la baisse du PIB attendue était trop large pour permettre d'ancrer les anticipations.

Ensuite, il devenait de plus en plus évident que les solutions budgétaires apportées par le budget européen (au sens large avec la BEI et les nouveaux dispositifs SURE et *Recovery Fund*) et le MES étaient soit trop peu dimensionnées pour les fonds immédiatement accessibles, soit trop tardivement disponibles pour éviter la montée en puissance des plans de soutien et de relance nationaux.

La présence de la BCE sur les marchés souverains avec le programme APP étendu et le nouveau PEPP se devait donc d'être très active, afin d'assurer des conditions de financement soutenables pour tous les États et éviter une fragmentation dans la transmission de la politique monétaire. Cela s'est traduit par des achats massifs de titres sur les trois premiers mois et un taux de tirage élevé notamment de son programme temporaire, le PEPP (234 milliards d'euros), dont le plafond de 750 milliards d'euros aurait été vite atteint, dès la fin octobre, au rythme actuel des achats mensuels (>100 Mds € en avril et en mai).

Rachats mensuels de titres dans le cadre de l'APP et PEPP



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A.

Enfin, il fallait clarifier sa position par rapport à la décision de la Cour constitutionnelle allemande (CCA), qui venait potentiellement brider sa capacité d'action. Les observateurs spéculaient sur plusieurs attitudes potentielles de la BCE : mépris, recadrage, négociation, autocensure ; la première et la dernière étaient les plus à craindre. Elles auraient eu comme résultat une sortie de la Bundesbank du programme d'achat PSPP dès le mois d'août ou une action sous-dimensionnée de la BCE face aux défis de stabilité.

Aujourd'hui, on sait que : la BCE attend une baisse importante de l'activité dans la zone (-8,7% en 2020), suivie d'un rebond plus modeste (+5,2% en 2021) qui laisse à la fin 2021 le PIB à un niveau inférieur à celui d'avant crise. Dans ce scénario, l'inflation resterait négative encore quelques mois et très faible en moyenne annuelle en 2020 (+0,3%) et 2021 (+0,8%). Elle serait encore loin de la cible en 2022 (+1,3%). Ce scénario est assorti d'un risque baissier et la BCE dessine un scénario plus défavorable, résultat d'une maîtrise incomplète de l'épidémie et d'un impact durable sur les capacités de production et l'emploi. Dans ce scénario, la baisse du PIB atteindrait 12,6% en 2020 et la reprise serait bien plus modeste en 2021 (+3,3%). Quant à l'inflation, elle serait encore très faible en 2022 (+0,9%).

Paola MONPERRUS-VERONI
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

C'est sur le retour du risque déflationniste que la communication a porté suite à la dernière réunion du Conseil des gouverneurs. Il justifie à lui seul une montée en puissance de l'action de la BCE dans la poursuite de son mandat de stabilité des prix. Mais la BCE en rajoute. Le déploiement des mesures mises en œuvre depuis mars a conduit à une baisse des taux sans risque et à une contraction des primes de risque sur les souverains, la fonction de *back-stop* ayant donc réussi à écarter le risque d'un important stress de marché.

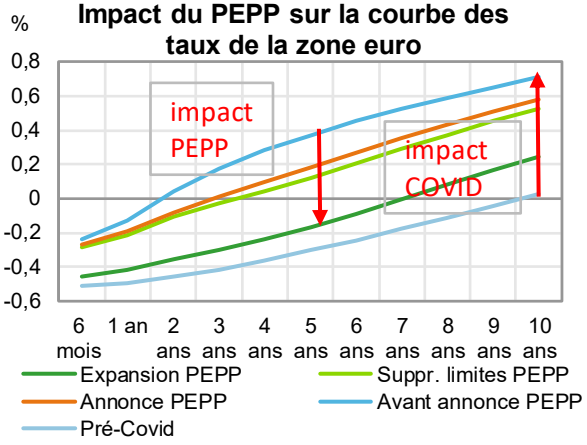
Cependant, la baisse du rendement souverain n'est pas jugée suffisante et pose un risque pour la transmission de la politique monétaire aux conditions de financement du secteur privé. Remontée des rendements *corporate* et bancaires et baisse des actions se soldent par un durcissement des conditions financières dans la zone, exactement ce que la BCE veut éviter.

C'est ainsi que le programme temporaire de rachat de titres PEPP est renforcé dans ses deux dimensions :

L'ampleur : son montant est relevé de 600 milliards d'euros et atteint au total 1 350 milliards d'euros, ce qui lui permet, au rythme d'achat actuel, de durer jusqu'au printemps 2021 et à la BCE d'acheter du temps, afin d'y voir plus clair quant au véritable impact de la crise sur l'économie.

La durée : avec l'extension du programme de fin 2020 à juin 2021 et, surtout, avec le réinvestissement des titres venant à échéance au moins jusqu'à fin 2022. Ainsi, l'horizon du PEPP est aligné avec celui des autres mesures lancées ou renforcées depuis mars, les TLTRO III et les PELTRO. La BCE veut assurer le maintien de conditions financières accommodantes sur toute la phase de reprise. Enfin, la transition jusqu'à la mise en place d'un nouveau relais de stabilisation, celui de l'action budgétaire commune, est assurée, car la Commission européenne sera difficilement en mesure d'effectuer des émissions liées au financement du *Recovery Fund* et le déploiement de son soutien aux pays avant la fin 2020. C'est donc sans vergogne que la BCE affirme que, pour l'instant, il n'y a pas d'alternative à l'augmentation de l'endettement national et qu'elle veille à assurer la liquidité du marché souverain.

Impact du PEPP sur la courbe des taux de la zone euro



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A.

Pourtant, sa communication a bien voulu souligner que son action était appropriée et proportionnelle et qu'elle répondait surtout à la nécessité de rétablir la correcte orientation de la politique monétaire en vue de ramener l'inflation sur son chemin vertueux. Cette communication semble vouloir fournir des arguments à la Bundesbank, au gouvernement et au Parlement allemand, qui se penchent sur l'épineuse question de la réponse à apporter à la Cour constitutionnelle allemande (CCA) sur la légalité du PSPP. La BCE se sort du jeu en rappelant que la juridiction qui la concerne est celle de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) qui a jugé son programme de rachat de titres légal. Elle rappelle aussi que le contrôle démocratique est exercé par le Parlement européen et, qu'en aucun cas, son indépendance ne doit être entachée par une juridiction nationale (cour, parlement ou gouvernement). Ainsi, la balle est bien dans le camp allemand et elle a mobilisé le Parlement la semaine dernière, sans arriver à élaborer une stratégie claire. Malgré la fermeté affichée par C. Lagarde, un des membres allemands du Conseil des gouverneurs a insisté sur l'attitude constructive que la BCE souhaite adopter dans le dialogue entre les institutions allemandes. La désescalade est une option sûrement nécessaire, mais pas suffisante pour la CCA. La BCE semble vouloir l'accompagner d'un renforcement de sa communication sur l'évaluation de l'efficacité de ses politiques et de leurs coûts et bénéfices. L'audition prochaine de C. Lagarde au Parlement européen pourrait peut-être aider le Parlement allemand à sortir de l'impasse et lui éviter une solution extrême qui serait de lui déléguer plus formellement tout contrôle sur la politique monétaire commune. Il faut espérer aussi que la CCA veuille bien désamorcer le conflit qu'elle a ouvert sur deux fronts : celui du Parlement allemand (qui a déjà validé le PSPP) et celui de la CJUE.

Article publié le 5 juin 2020 dans notre hebdomadaire Monde – L'actualité de la semaine

Paola MONPERRUS-VERONI
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
03/06/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°9	Agri-agro
03/06/2020	Italie – Conjoncture : flash détail du PIB au T1 2020	Italie
03/06/2020	Le Covid-19, un stimulus pour la transition énergétique en France ?	Energie
03/06/2020	Émergents – La géopolitique déconfinée	Géopolitique
02/06/2020	Podcast – Soutenabilité des dettes publiques… quelle trajectoire de sortie de crise pour les États ?	Monde
02/06/2020	Royaume-Uni – Brexit : Back to the future	Royaume-Uni
02/06/2020	UE – Le grand marchandage saura-t-il produire le bond en avant ?	Europe
29/05/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
28/05/2020	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°8	Agri-agro
27/05/2020	Chine – Rétablir le contrat de confiance	Chine
25/05/2020	Union européenne – L'Europe, enfin ?	Europe
20/05/2020	Moyen-Orient - Afrique du Nord : quels effets aura la crise sur les balances des paiements ?	Pays émergents
20/05/2020	Zone euro – Conjoncture : flash PIB au T1 2020	Europe
19/05/2020	Espagne – Spécial Covid-19 : le temps de la désescalade	Espagne
19/05/2020	Royaume-Uni – Conjoncture : le PIB baisse de 2% au T1 2020	Royaume-Uni
19/05/2020	Chine – Comment réconcilier offre et demande, ou le dialogue impossible de Keynes et Say	Chine
19/05/2020	France – Santé Covid-19 : tendances semaine du 11 au 17 mai 2020	France, sectoriel
18/05/2020	Allemagne – Conjoncture : flash PIB au T1 2020	Allemagne
18/05/2020	L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires	Agri-agro
18/05/2020	UE – Karlsruhe versus Luxembourg : pas si simple	Europe
15/05/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques
12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: *publication.eco@credit-agricole-sa.fr*

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :
Internet : http://etudes-economiques.credit-agricole.com
iPad : application Etudes ECO disponible sur App store
Android : application Etudes ECO disponible sur Google Play

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. 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.