

# 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](#)*

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
11/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/09/2020	<u>Zone euro – Conjoncture : flash – agrégats du PIB au T2 2020</u>	Zone euro
09/09/2020	<u>Alors que la reprise s'essouffle légèrement en France, la relance se dessine</u>	France
09/09/2020	<u>Italie : une rentrée politique mouvementée ?</u>	Italie, politique
09/09/2020	<u>Russie – Croissance et politique</u>	Russie
08/09/2020	<u>BCE : quand on reparle de déflation</u>	Zone euro
04/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
31/08/2020	<u>Allemagne – Conjoncture : PIB au T2-2020</u>	Allemagne
19/08/2020	<u>Zone euro – Conjoncture : flash PIB au T2 2020</u>	Zone euro
04/08/2020	<u>Italie – Scénario 2020-2021 : faire face à un choc majeur</u>	Italie
03/08/2020	<u>Italie – Conjoncture : flash PIB</u>	Italie
31/07/2020	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : une contraction record du PIB au T2, mais une reprise assez nette entre mi-mai et fin juin</u>	France
27/07/2020	<u>Royaume-Uni – Scénario 2020-2021 : Covid-19 + Brexit = double peine</u>	Royaume-Uni
24/07/2020	<u>Espagne – Scénario 2020-2021 : un bilan économique très lourd</u>	Europe
22/07/2020	<u>L'exigence et le défi de la rénovation énergétique des bâtiments</u>	France, immobilier
20/07/2020	<u>Europe de l'Est – Quelques indices politiques sur le monde post-Covid</u>	PECO
20/07/2020	<u>Allemagne – Scénario 2020-2021 : une croissance sévèrement amputée par la crise sanitaire</u>	Allemagne
17/07/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/07/2020	<u>Zone euro – Scénario 2020-2021 : mobilisation pour une sortie de crise homogène et coordonnée</u>	Zone euro
16/07/2020	<u>Génération Covid, génération sacrifiée ?</u>	Géopolitique

### Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication et rédacteur en chef :** Isabelle Job-Bazille

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

**Secrétariat de rédaction :** Véronique Champion

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

**Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :**

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>

**iPad :** application **Etudes ECO** disponible sur l'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.*