Perspectives

N°21/083 – 15 mars 2021

BCE – Non, il ne s'agit pas d'une « bonne » repentification de la courbe des taux

La réponse aux récentes tensions sur les taux n'était pas chose aisée pour la BCE.

Il fallait déjà distinguer deux thèmes : celui du *reflation trade*, lui-même porteur du suivant, le *reflation tantrum*. Le premier était une réponse à la révision à la hausse des anticipations de croissance et d'inflation aux États-Unis, justifiée par le lancement de la campagne de vaccination et le Plan de relance américain. Le second incarnait le risque d'une réappréciation de la politique monétaire vers une orientation moins accommodante. Le *reflation trade* a conduit à une remontée des rendements nominaux, à une remontée des cours des actions et à une compression des primes de risque, cette dernière ayant mitigé l'impact sur le durcissement des conditions financières. Le *reflation tantrum* s'est matérialisé par une hausse de l'aversion au risque, un écartement des *spreads* et un aplatissement de la courbe sans risque, faisant planer le danger d'un resserrement des conditions financières.

Il fallait ensuite trouver un consensus au sein du Conseil des gouverneurs pour décider si cette remontée des taux était justifiée par les meilleures perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro ou excessive et injustifiée. Dans le premier cas, la remontée des taux d'intérêt se serait couplée d'une remontée de l'inflation, laissant inchangés les taux réels. En revanche, l'absence d'une remontée durable de l'inflation aurait engendré une remontée des taux réels nuisible à l'activité.

Un consensus au sein du Conseil des gouverneurs semble avoir été atteint sur le fait que le *sell-off* récent ne soit ni justifié ni nécessaire car, simplement, non motivé par de bons fondamentaux. Il indique aussi sa faible tolérance à la perception de la part des marchés d'un repositionnement moins accommodant de la politique monétaire.

La BCE signale donc que le scénario de *reflation* n'est pas aussi pertinent pour la zone euro que pour les États-Unis et, si elle révise temporairement à la hausse son scénario d'inflation (en 2021 et 2022), celui-ci est inchangé à moyen terme (1,4% en 2023). Son scénario a, en effet, aussi peu changé par rapport à décembre et ne justifie pas une reconfiguration structurelle des anticipations d'inflation.

C'est ainsi que sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que le rythme des achats au titre du PEPP sera nettement augmenté au cours du trimestre à venir, par rapport aux premiers mois de l'année. Dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation, la BCE procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe du PEPP au cours de l'horizon fixé (mars 2022), cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Si, en revanche, il s'avérait nécessaire d'augmenter davantage les achats, un recalibrage de l'enveloppe aujourd'hui de 1 850 milliards d'euros serait possible.

La BCE souligne donc son objectif : éviter tout effet négatif sur la confiance et tout phénomène d'éviction de la demande qui pourrait être engendré par une évolution défavorable des conditions financières ; éviter que l'excès d'optimisme des marchés ne dépasse la réalité de l'état actuel de l'activité. Par cette décision, elle compte donc faire face aux deux principales menaces pour l'efficacité de la politique monétaire : des

frictions dans l'intermédiation financière pouvant entraver la transmission de l'impulsion monétaire et l'absence de guidage des anticipations pouvant alimenter l'incertitude sur sa capacité à ramener l'activité et l'inflation sur une trajectoire de croissance.

Le message se veut donc clair pour le marché : ne testez pas la BCE sur le *reflation trade*. Un angle mort existe néanmoins dans ce guidage des anticipations : les prévisions de la BCE n'intègrent pas l'impact sur la croissance et l'inflation du Plan de relance américain (voté après la réalisation de l'exercice par la BCE), contrairement aux anticipations des marchés auxquelles la BCE entend répondre. Il peut en résulter une sorte d'« incohérence inter-temporelle » ; tracer la route en regardant dans le rétroviseur pourrait ne pas convaincre parfaitement les marchés.

Article publié le 12 mars 2021 dans notre hebdomadaire Monde – L'actualité de la semaine

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

11/03/2021	Italie – Secteur bancaire : spécial hors-bilan de 2020	Italie, banques
04/03/2021	Europe – Secteur bancaire : Panorama macro-bancaire	Europe, banques
01/03/2021	Maroc – Secteur bancaire : panorama macro-bancaire 2020	Maroc, banques
01/03/2021	Tourisme – La résilience du secteur à l'épreuve de la Covid-19	Tourisme, hôtellerie
24/02/2021	France – Crédits et placements 2020-2022 : niveaux hors du commun	France, banques, assurances
22/02/2021	Italie – Secteur bancaire : panorama macro-bancaire du 4e trimestre de 2020	Italie, banques
10/02/2021	Italie – Patrimoine financier des ménages : la crise de la Covid accentue l'aversion au risque des épargnants	Italie, banques
22/01/2021	Italie – Secteur bancaire : Panorama des fusions & acquisitions du S2-2020	Italie, banques
12/01/2021	France – Banque de détail : Parts de marché des réseaux du groupe Crédit Agricole au T3 2020	France, banques
11/01/2021	Europe – Secteur bancaire : résultats des banques européennes au 3e trimestre 2020	Europe, banques
02/01/2021	Ratios boursiers européens au 31 décembre 2020 / European Equity Ratios as at 31 December 2020	Europe, Bourses

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 : Christine Chabenet

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

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :
Internet : https://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.