La BCE persiste dans l'exercice de la langue de bois ; ça commence à devenir carrément préoccupant !

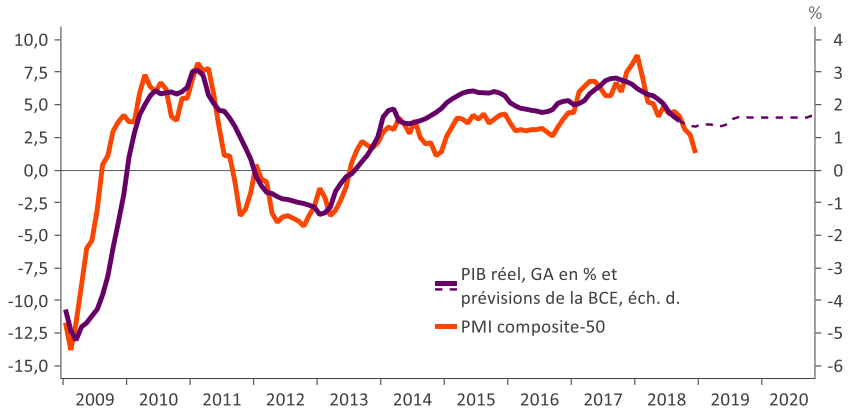
V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

14 décembre 2018

À en juger par les réactions des marchés, la BCE aurait surpris par sa prudence et les révisions à la baisse apportées à son scénario à l'occasion de son comité de politique monétaire de cette semaine. Qu'en aurait-il été si les prévisions de croissance et d'inflation avaient été revues dans les proportions que suggèrent les indicateurs les plus récents ! Loin d'être particulièrement prudent, le nouveau scénario de la BCE paraît, au contraire, excessivement optimiste, et, à nos yeux, bien peu crédible. Ce déni persistant depuis maintenant plus de six mois est bougrement préoccupant au moment où les risques en présence appelleraient la plus grande vigilance de la part des responsables de politique monétaire.

Croissance du PIB réel en zone euro, PMI et prévisions de la BCE



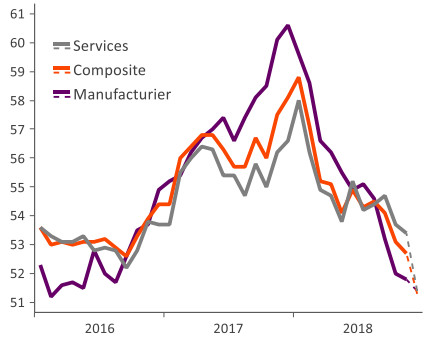
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La fin justifie les moyens

On est tenté de considérer en effet que la volonté première de mettre, quoiqu'il en soit, un terme à son programme d'achats d'actifs à la date prévue, explique cette myopie apparente de la BCE. La décision aurait été plus compliquée à justifier si elle n'avait pas pu s'appuyer sur le diagnostic d'une situation économique, certes encore incertaine, mais globalement sortie d'affaires. Sans doute des révisions à la baisse plus importantes, comme nous les avions envisagées dans notre preview (voir à ce sujet : *Après la langue de bois qu'attendre de la BCE ?*), auraient-elles également exigé un dispositif d'accompagnement de la fin de programme d'achat d'actifs un brin plus ambitieux, que la BCE n'est pas encore prête à adopter. Sans doute, enfin, cette dernière ne veut-elle pas prendre d'engagements dont, forcément, hériterait le prochain board qui verrait, de fait, sa liberté d'action potentiellement restreinte. Difficile d'être certain de trouver la juste explication d'une posture, sur le fond, bien incompréhensible, tout au moins dans la perspective de ce qui a guidé les décisions de la banque centrale européenne ces dernières années. Revenons sur quelques extraits les plus choquants du document de synthèse de son nouveau scénario.

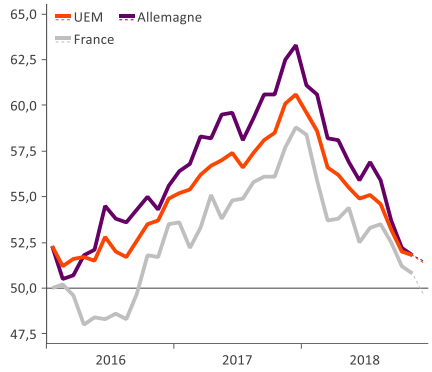
- ***« La croissance du PIB réel a ralenti de manière inattendue au troisième trimestre de 2018, reflétant en partie les goulots d'étranglement temporaires rencontrés par les constructeurs automobiles ».*** Surprenante interprétation d'un ralentissement que tous les indicateurs-clés n'ont cessé d'annoncer depuis le milieu de l'été, en particulier les PMI, que la BCE mentionne d'habitude régulièrement pour asseoir son interprétation des tendances de la conjoncture. Surprenante explication également de l'origine de ce ralentissement qui incomberait à des « *goulots d'étranglement de l'industrie automobile* ». Le secteur a, en effet, été un exceptionnel soutien à la croissance entre le début du printemps et la fin du mois d'août, période au cours de laquelle les industriels ont accéléré les cadences de production avant l'introduction des nouvelles normes anti-pollution du 1er septembre.

Indices PMI, dont données de ce matin (non disponibles lors du conseil de la BCE)



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

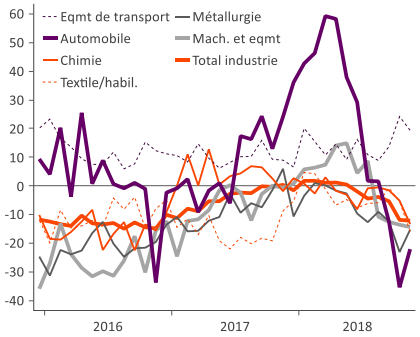
PMI manufacturiers



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

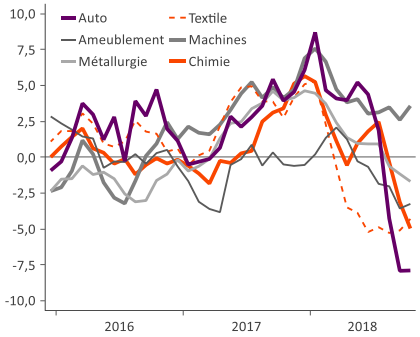
Ceci a eu pour conséquence de soutenir l'activité à la faveur d'un gonflement des immatriculations que l'on a retrouvées dans les stocks des entreprises dont la contribution à la croissance du PIB a été plus forte que la hausse effective de ce dernier au troisième trimestre (la plus élevée, d'ailleurs, depuis près de quatre ans) et qui conduit logiquement et de manière largement prévisible aujourd'hui à une réduction de l'activité. Surprenant mutisme, aussi, sur le ralentissement quasi-généralisé enregistré par des secteurs n'ayant que bien peu à voir avec cette spécificité automobile comme l'illustrent des tendances sectorielles des industries allemandes et françaises de ces derniers temps.

Opinion des chefs d'entreprises sur leurs commandes en France



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

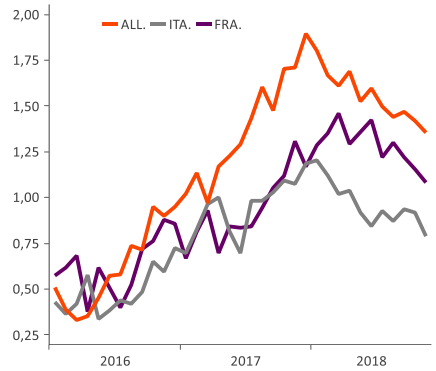
Production industrielle allemande (principaux secteurs), GA en %, MM3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

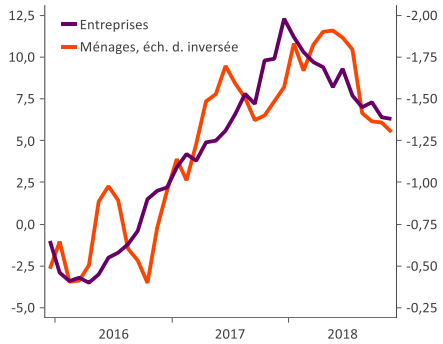
- ***« La production automobile a repris et <u>les facteurs fondamentaux de soutien à l'expansion demeurent largement en place</u> ».*** Étonnante lecture, là encore, que ce soit sur la reprise de la production, à ce stade bien modeste et dont ne peut décemment extrapoler les tendances futures avant d'être sorti de la période de distorsions exceptionnelles de ces derniers mois, surtout lorsque réapparaissent, simultanément, les menaces protectionnistes de D. Trump vis-à-vis de l'industrie européenne. Incompréhensible confort, également, à l'égard des fondamentaux de la croissance, au regard, par exemple, de ce que nous renvoient les statistiques récentes de l'emploi, qu'il s'agisse des perspectives des industriels ou de celles des ménages sur le chômage.

Perspectives d'emploi dans l'industrie



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

UEM- perspectives* d'emploi des entreprises vs perspectives des ménages sur le chômage



Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Soldes d'opinions (enquête CE)

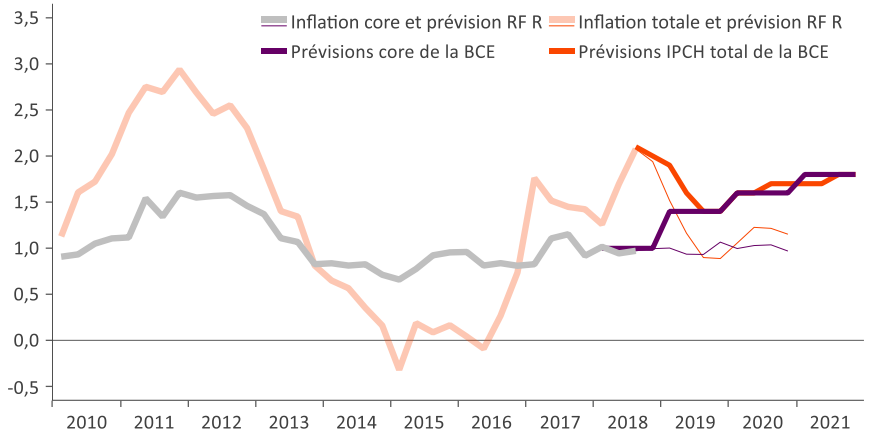
- ***« La croissance devrait <u>donc</u> reprendre <u>à court terme</u>. Les prévisions de croissance reflètent l'impact de la position très accommodante de politique monétaire, l'amélioration des conditions du marché du travail, des bilans plus solides et un certain relâchement fiscal ».*** Enfin, difficile acceptation d'une conclusion présentée comme évidente, étayée par des éléments en large partie démentis par ce qui précède, auquel nous ajouterons le resserrement des conditions financières de ces derniers mois et ce qu'il nous suggère pour la conjoncture immédiate.

Une entorse problématique à la crédibilité de la BCE

Au total, le scénario de la BCE qui prévoit une croissance de 0,4 % entre le quatrième trimestre 2018 (?) et le quatrième trimestre 2020 est bien peu crédible. Mais voilà, c'était bien le seul susceptible d'être accompagné de prévisions d'une inflation suffisamment élevée pour justifier la fin du *quantitative easing* et le satisfécit à l'égard du travail accompli ces dernières années.

En conséquence, le scénario d'inflation délivré par la BCE hier est des plus improbables. Si l'aléa du travail de prévision ne permet pas de totalement l'exclure du champ des possibles, nous dirons, a minima, que ce n'est assurément pas celui qui coule de source, compte-tenu de ce que l'on connait des tendances en cours et des acquis statistiques qui conditionneront une large partie de l'inflation 2019.

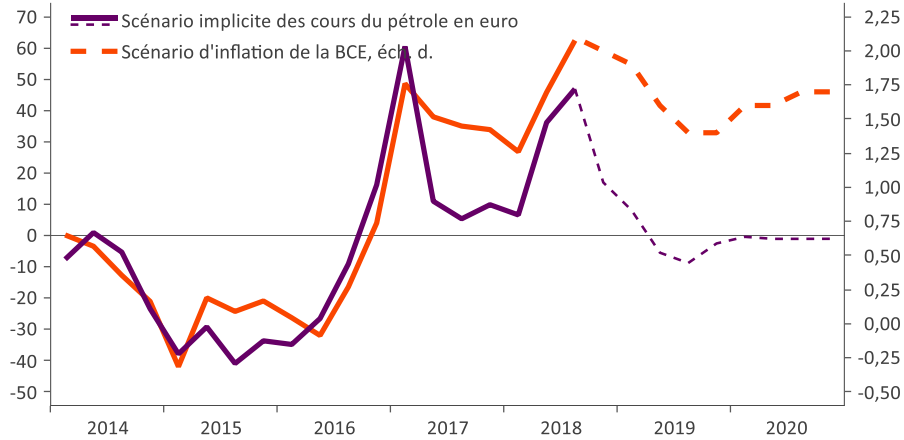
Prévisions d'inflation à moyen terme en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Nous avons largement détaillé ces éléments dans notre mensuel Inflation & Stratégie mentionné ci-dessus et nous bornerons ici à rappeler à quel point l'évolution des cours du pétrole durant l'année écoulée est à même de faire refluer l'inflation dans des proportions bien plus importantes que celles retenues par la BCE, y compris avec les hypothèses de prix du pétrole et de taux de change de l'euro qu'elle retient (respectivement 67 $ le baril en moyenne et 1,14 USD pour les deux années à venir).

Les incohérences du scénario d'inflation de la BCE



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Chacun sait que les prévisions des banques centrales ont un caractère stratégique plutôt que véritablement prédictif, notamment s'agissant de la BCE. Rares ont toutefois été les exemples passés où l'absence de crédibilité a été aussi flagrante. Ce constat n'est assurément pas rassurant dans le contexte en présence qui appellerait la plus grande prudence de la part des autorités monétaires et la plus grande stabilité dans leur communication. En procédant de la sorte, la BCE donne la quasi-assurance de devoir retourner sa veste d'ici peu ce qui entrainera certainement d'importants changements sur le front des anticipations. La légèreté avec laquelle la BCE semble aborder cette situation est, au total, bougrement préoccupante !

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com