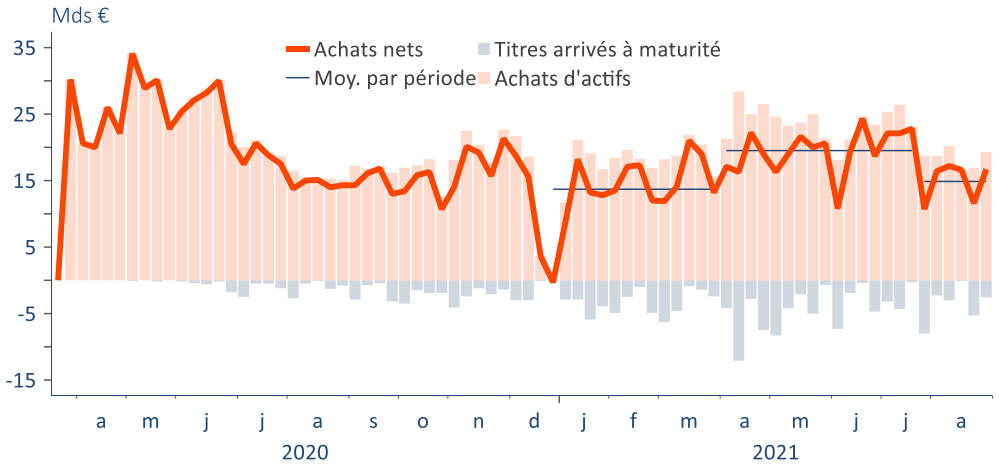
La BCE, à deux doigts de mettre les pieds dans le plat.

Les propos du vice-président de la BCE dans la presse espagnole la semaine dernière ont créé la suspicion. "*L'économie se comporte mieux en 2021 que ce que nous avions prévu et cela se reflétera dans les projections qui seront publiées dans les prochains jours*" écrit Luis De Guindos, qui poursuit par "*Si l'inflation et l'économie se redressent, il y aura logiquement une normalisation progressive de la politique monétaire, et de la politique budgétaire aussi*". Voilà qui tranche avec la posture affichée par l'institution ces derniers mois. La BCE passera-t-elle le cap en annonçant, dans le sillage de J. Powell, une réduction possible de ses achats de titres d'ici la fin de l'année ? L'inflation du mois d'août, publiée à 3 %, n'est pas pour calmer l'impatience des gouverneurs les plus faucons tandis que la révision à la hausse de la croissance du PIB du deuxième trimestre, et les taux élevés de vaccination les conforteront davantage.

La révision à la hausse du scénario d'inflation pour 2021 et, peut-être plus encore, 2022 n'incitent pas à penser que la BCE puisse conserver sa posture très accommodante du printemps. Les achats dans le cadre du PEPP ont déjà été freinés depuis la fin juillet, au contraire de l'engagement du dernier communiqué selon lequel ceux-ci se poursuivraient « à un rythme nettement plus élevé pendant le trimestre en cours que lors des premiers mois de l'année ». Suspens…

ACHATS HEBDOMADAIRES D'ACTIFS PAR LA BCE - PEPP



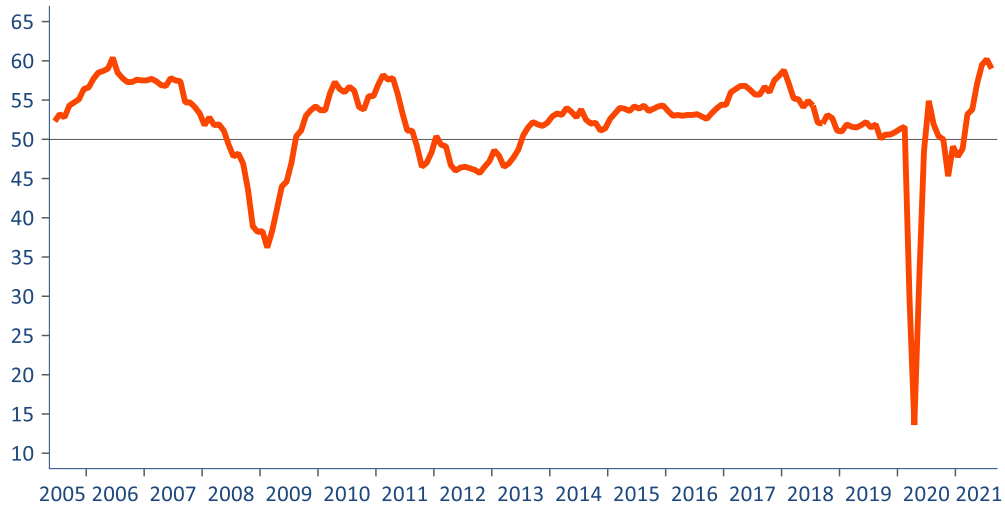
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'enveloppe de 1.800 milliards initialement prévue pour le PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) a été utilisée à hauteur de 1.532 mds et devrait s'épuiser en mars 2022. La BCE a néanmoins déjà réduit ses achats hebdomadaires durant l'été, dont le

rythme est en moyenne quasiment retombé à celui du début de l'année, en dépit des perturbations causées par le variant Delta cet été.

L'envolée du PMI, indicateur que semble privilégier la BCE en matière conjoncturelle, pourrait-elle expliquer ce revirement alors que, par ailleurs, les résultats sur le front de l'inflation la contraindront à une nouvelle révision à la hausse de son scénario et que les anticipations implicites d'inflation ont à nouveau le vent en poupe sur les marchés ?

PMI COMPOSITE EN ZONE EURO

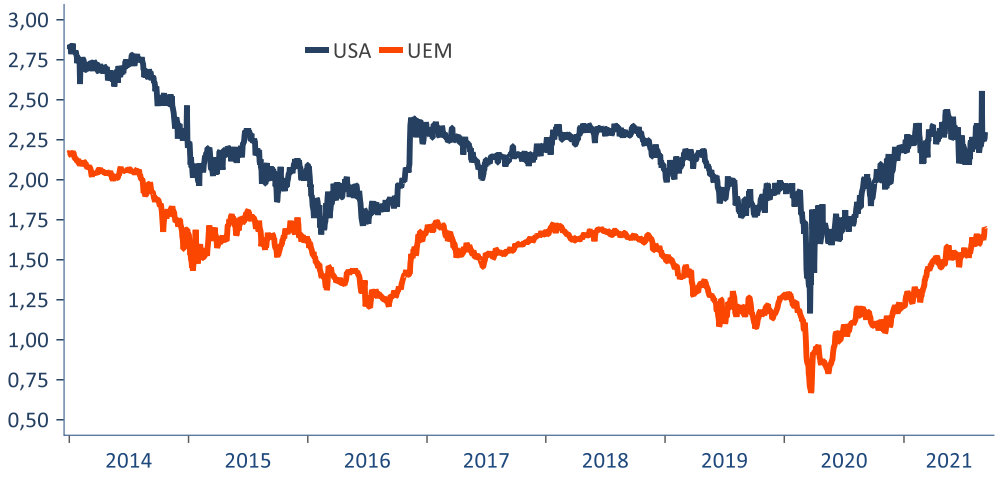


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La BCE a terminé l'année dernière avec une prévision d'inflation de 1 % pour cette année et de 1,1 % pour 2022. Après avoir revu sa copie à 1,5 % et 1,3 % respectivement en mars, puis 1,9 % et 1,5 % en juin, les changements imposés à son scénario risquent, cette fois-ci, d'être beaucoup plus embarrassants pour l'institution. **Il est, en effet, non seulement très difficile d'envisager une inflation inférieure à 2,2 %-2,3 % en zone euro pour cette année mais le chiffrage pour 2022 rend l'hypothèse d'un net repli de l'inflation l'an prochain de moins en moins probable. Au mieux, l'inflation moyenne se stabiliserait dans une fourchette de 1,9 % à 2,3 % l'an prochain**, selon nos estimations. **Elle pourrait donc dépasser pendant deux années consécutives l'objectif officiel**. Voilà de quoi chambouler les esprits de bon nombre de gouverneurs, peut-être même de plus colombes, susceptibles de donner, malgré tout, un certain crédit aux anticipations d'inflation qui ont clairement repris le chemin de la hausse…

Anticipations implicites d'inflation

Inflation 5 ans dans 5 ans sur le marché des Swaps



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

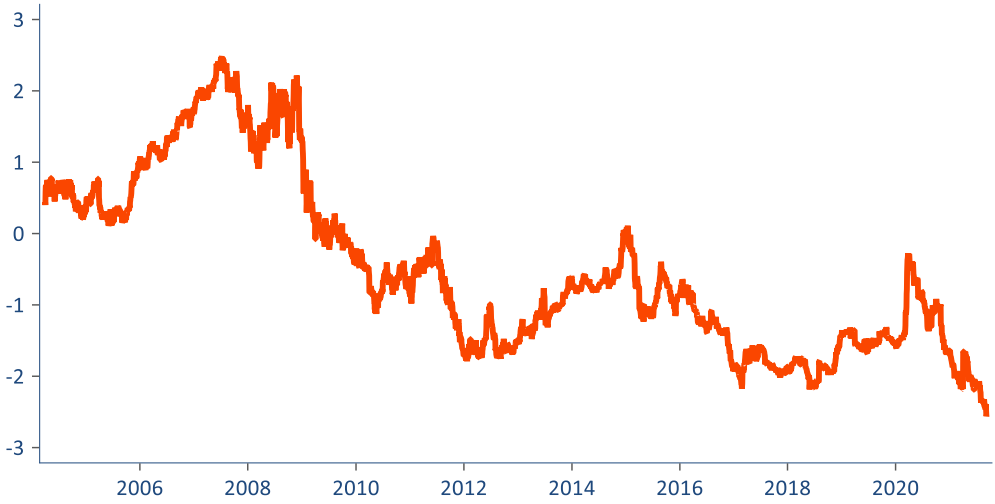
Maintenir dans de telles conditions, une communication inchangée se révèlera sans doute particulièrement difficile pour la BCE. Toute la question n'est donc pas si il y aura changement mais de quelle magnitude et avec quelles implications sur l'évolution des conditions de financement des prochains mois.

Si la détérioration, devenue plus évidente, des perspectives économiques globales ces dernières semaines incite à privilégier un scénario de modification à la marge de la sa communication, sans annonce définitive à ce stade (un peu l'instar de J. Powell à l'occasion de Jackson Hole), les propos de Luis de Guindos sur une révision à la hausse du scénario de croissance, incitent à la prudence. L'acquis de croissance à la fin juin est plus solide, en effet, qu'envisagé dans les projections de juin d'une croissance de 4,6 % et pourrait justifier une modeste révision à la hausse pour cette année.

La boucle pourrait donc sembler bouclée du point de vue de la BCE, qui pourrait considérer avoir les mains libres pour envisager d'avaliser la réduction de la voilure de son programme de soutien.

Ira-t-elle plus loin, par exemple en annonçant un arrêt précoce du PEPP dès le mois de décembre ? On compte ici sur la **sagesse et la perspicacité que Mme Lagarde souhaite incarner pour ne pas privilégier une telle option mais le jeu est assurément serré alors que les taux réels allemands ont enregistré de nouveaux plus bas ces derniers jours.**

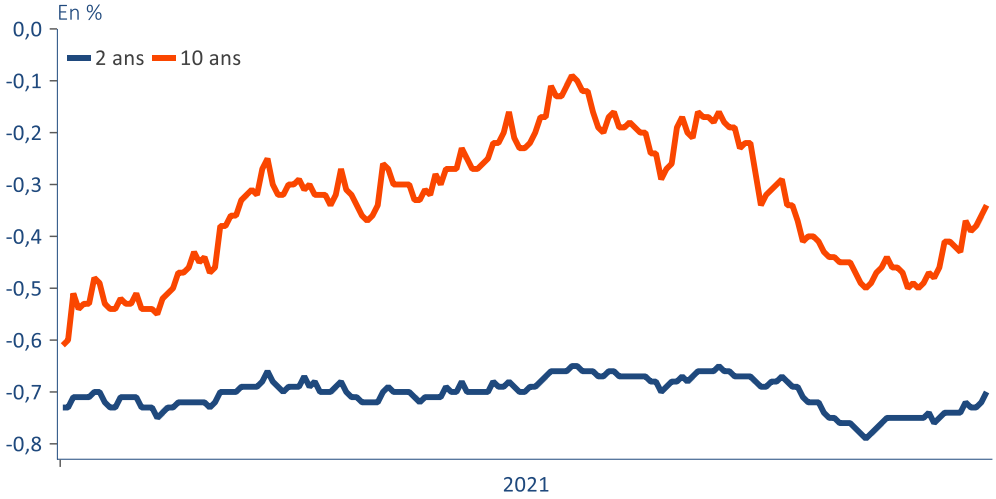
Taux implicites réels à deux ans en Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au total, les risques que les annonces de la BCE accélèrent le mouvement de remontée des taux futurs semblent assurément plus élevés que l'inverse.

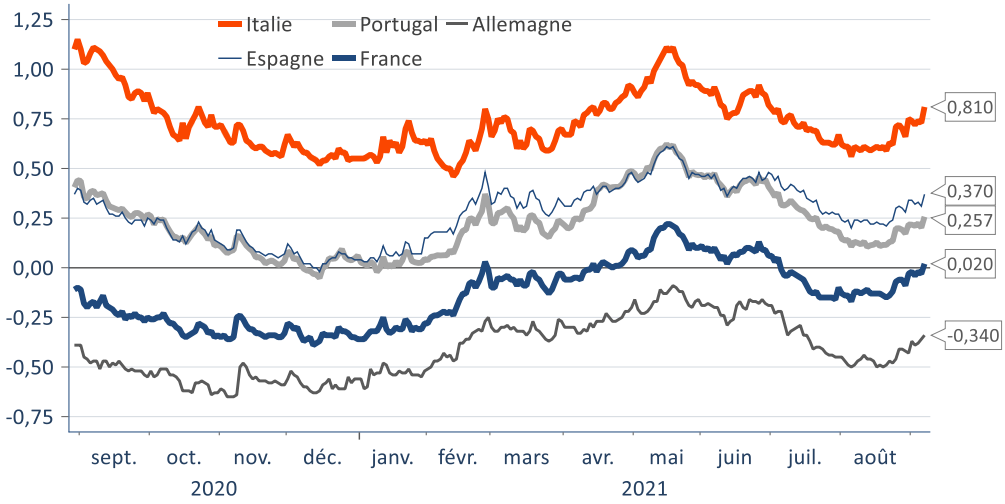
Taux d'intérêt allemands



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

De quoi faire redouter des tensions sur les spreads intra-zone euro ? Tel n'est pas le sentiment qui ressort à ce stade, dans un contexte de relative confiance à l'égard de la reprise économique des pays les plus exposés dont la conjoncture semble, notamment, plus porteuse que celle de l'Allemagne. Ce climat relativement protecteur pourrait néanmoins ne pas durer, si comme bon nombre d'indicateurs mondiaux le suggèrent, le contexte conjoncturel redevient plus tendu dans les mois à venir et que l'euro en profite pour prendre un nouvel envol face à une BCE potentiellement en avance sur la FED dans les prochains mois.

Taux à 10 ans des emprunts d'Etat en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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*