



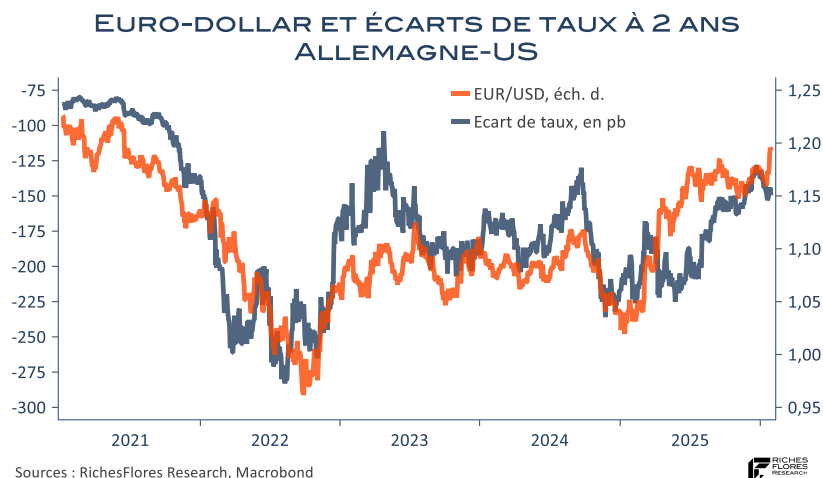
V. Riches-Flores
contact.vrf@richesflores.com

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

30 janvier 2026

N'attendons rien de la BCE !

« *We are in a good place* » ! Les mots de décembre de Madame Lagarde ont eu le mérite d'être clairs et efficaces pour stopper la spéculation autour des possibles décisions à venir de la BCE. Les taux directeurs resteraient donc à 2 %, un niveau pleinement intégré par les marchés comme celui qu'ils conserveront jusqu'à la fin de l'année. De fait, rien ne laisse envisager de changement à l'occasion du prochain comité de politique monétaire de la BCE de jeudi prochain et, si allusion, il y a à une possible évolution de l'appréciation de ses membres, elle sera, selon toute vraisemblance, des plus subtiles, n'engageant aucunement l'institution pour le mois de mars. Les occasions ne manquent, pourtant, pas de s'interroger sur cette perspective. 2 % est-il aussi approprié que ne le laisse entendre la BCE au vu de la situation et des risques en présence, en particulier celui d'une appréciation de l'euro que laissent planer les développements de l'autre côté de l'Atlantique ?



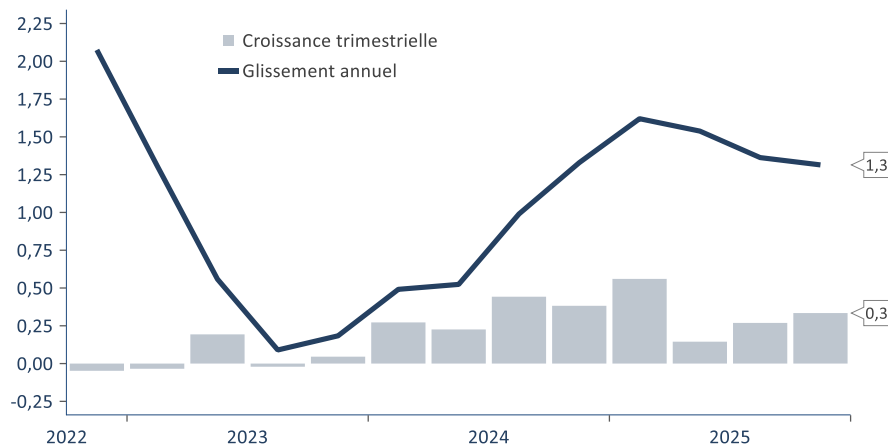
La réponse varie grandement selon l'approche privilégiée, mais renvoie invariablement au statut de la BCE et aux limites d'une politique monétaire unique qui ne peut, par définition, être considérée comme optimale que pour l'ensemble des pays qu'elle gouverne et non pour chacune des économies prise individuellement. Ce compromis implique, par nature, des perdants et des gagnants et ne peut être tenable dans le temps qu'à deux conditions : 1- que les premiers et les seconds ne soient pas systématiquement les mêmes 2- que les avantages apportés par les mécanismes de l'union monétaire excèdent leurs coûts. C'est aujourd'hui le cas...

Dans sa position, la BCE n'a pas lieu de changer son fusil d'épaule

On peut le déplorer, notamment, dans un monde où le respect de l'indépendance des autorités monétaires par rapport au pouvoir politique vacille et où la concurrence, à bien des égards, déloyale, que subissent les entreprises européennes, menace comme jamais, le socle productif européen. Il n'en reste pas moins que, sauf à envisager que la BCE se lance dans une politique visant à influencer le taux de change de l'euro, ce qui n'est pas en son pouvoir, les arguments en faveur d'un statu sont de taille.

En 2025, la croissance économique est finalement ressortie à 1,5 %, un petit dixième de plus que la projection du mois de décembre. Hors Irlande, dont l'évolution du PIB a été particulièrement erratique en début d'année, la croissance ressort à 1 %, supérieure de deux dixièmes à celle de 2024. Les progrès sont, incontestablement, maigres mais en ligne avec les attentes de l'institution et plutôt en légère amélioration en fin d'année, avec une croissance du PIB de 0,3 % pour l'ensemble de la région.

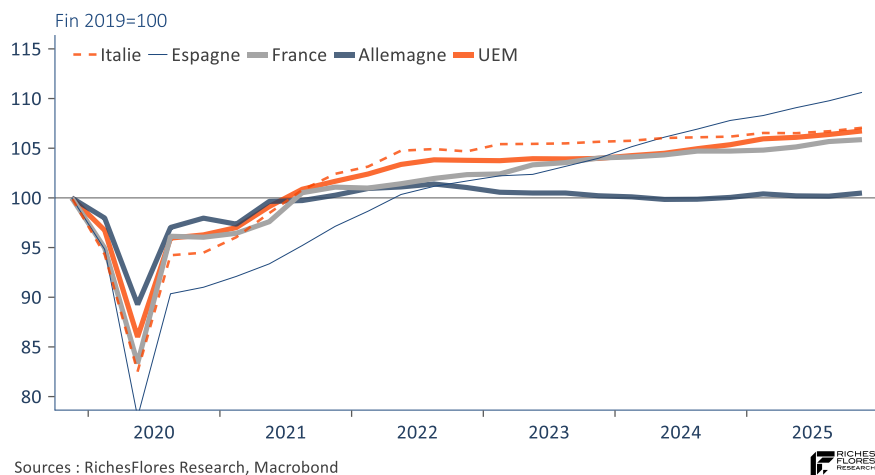
PIB RÉEL DE L'UEM



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Si l'économie française a déçu, avec une croissance de seulement 0,2 % au dernier trimestre, surtout liée à la disparition de la contribution des exportations nettes qui avaient dopé la croissance du 3^{ème} trimestre à 0,5 %, l'Allemagne a agréablement surpris avec une hausse de 0,3 %, identique à celle de l'Italie, et l'Espagne a de nouveau excellé avec un chiffre de 0,8 %. Quoi qu'il en soit de ces constats, l'image d'ensemble est désespérément atone.

PIB DES PRINCIPAUX PAYS DE L'UEM



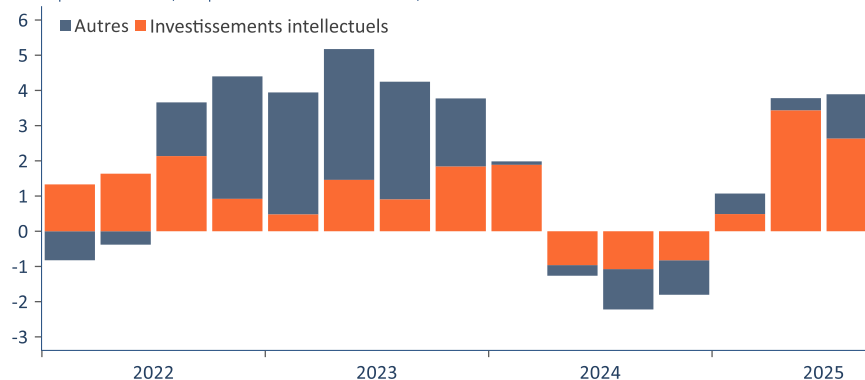
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La BCE ne se considère, néanmoins, pas responsable de cette situation de fait, qu'elle attribue, à raison, principalement aux politiques nationales et à la situation internationale.

Par ailleurs, sa lecture des tendances en cours des effets de l'IA sur les perspectives d'investissement, l'encourage à envisager une amélioration de la conjoncture, comme souligné par Mme Lagarde lors de sa dernière conférence. Sur ce front difficile de critiquer la BCE. L'essor de l'IA et ceux de la défense portent effectivement leurs fruits, quand bien même au rythme européen, c'est-à-dire à très petits pas.

CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DE L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF EN ZONE EURO

A prix constants, en pt de croissance annuelle, MM2

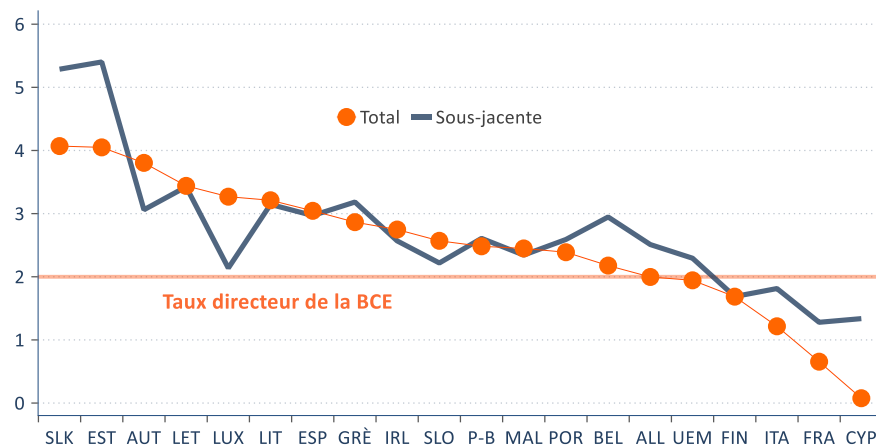


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les résultats sur le front de l'inflation ne la mettent pas, non plus, forcément en porte-à-faux. Malgré les distorsions importantes entre les différents pays de la région, dont bon nombre enregistrent une inflation inférieure à son objectif, l'inflation totale est à peine tombée à 1,9 % en décembre, ce que la BCE considère, sans doute, comme un résultat encourageant mais à confirmer. Les données allemandes du mois de janvier sont, à ce titre, moins favorables que celles de la fin d'année dernière, avec un retour à 2,1 % après le net repli, à 1,8 % le mois précédent.

Le verdict de la BCE serait sans doute différent si elle n'avait sous sa responsabilité que les pays du noyau dur mais ce n'est pas le cas.

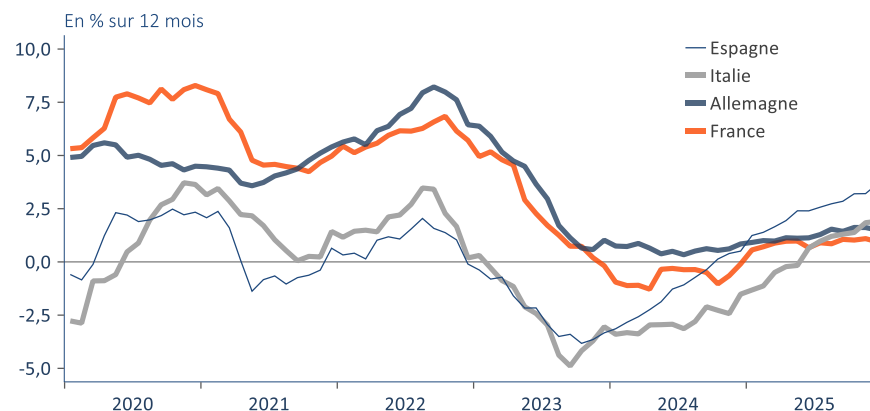
INFLATION TOTALE ET SOUS-JACENTE EN ZONE EURO



Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Hors énergie, alimentation, tabac et alcool

Restent pour l'aider à décider de la meilleure marche à suivre, les évolutions du crédit. C'est, à l'évidence, là que le bât blesse et que la situation de ces derniers mois souligne un contexte toujours très déprimé, malgré la repointification des courbes de taux de rendement. **Sauf lorsqu'elle s'était donnée pour mission de contrer les forces déflationnistes en place par une politique quantitative, la BCE a, néanmoins, rarement appuyé ses décisions de politique monétaire sur la seule base des évolutions du crédit**, qu'elle peut, là encore, à juste titre attribuer aux conditions économiques d'ensemble et à la langueur du marché immobilier. Les dernières données du mois de décembre ne vont pas dans le sens escompté et pourraient conduire la BCE à moins de confort sur ce front. On voit mal, à ce stade néanmoins, qu'elles puissent suffire à un changement d'approche, même à la marge.

CROISSANCE DU CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ DANS LES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Dont acte, la BCE n'aidera pas à la reprise

C'est, effectivement, la conclusion qui s'impose aujourd'hui. La BCE pourrait-elle évoluer ? Les chances sont faibles, à ce stade, tant du moins que les tendances de la conjoncture ne sont pas grandement menacées, notamment par les développements exogènes.

Par ailleurs, le sujet de la succession de Mme Lagarde à la tête de la présidence de l'institution anime déjà bien des débats et ne plaide pas en faveur d'une politique audacieuse. Les Allemands auront selon toute vraisemblance la présidence de l'institution, pour la première fois, et Mme Schnabel est bien positionnée pour le poste. Or, son discours est, on ne peut plus clair, menaçant d'une possible hausse des taux directeurs à terme plutôt que l'inverse.

Quels facteurs pourraient, dès lors, ouvrir la porte à des baisses de taux ?

- **Une envolée de l'euro, souvent citée ces derniers temps comme un potentiel argument de taille ?** Il faudrait que la devise européenne monte bien au-delà de ses niveaux présents et dans des conditions exceptionnelles de stress monétaire pour que le sujet précipite un changement d'orientation de la BCE. La nomination de **Kevin Warsh** comme successeur de J. Powell accroît sans aucun doute une telle

probabilité, quand bien même, il est trop tôt pour conclure que tel sera forcément le cas. **Ex-gouverneur de la Fed entre 2006 et 2011, K. Warsh connaît bien l'institution qu'il est amené à diriger et sa proximité de D. Trump n'est pas, d'emblée, synonyme de perte d'indépendance, malgré un risque certain.** Le coût en termes de prime de risque d'une orientation délibérément laxiste de la politique monétaire, en particulier pour le budget, pourrait rapidement être un frein aux velléités qu'on attribue généralement à un tel cas de figure, d'autant que la présidence de la Fed ne compte que pour une voie dans un conseil de gouverneurs à même d'en réduire l'influence sur l'orientation effective de la politique monétaire. En l'occurrence, l'indice ICE du taux de change du dollar s'est adjugé un rebond de 0,5 % aujourd'hui dans la perspective de cette nomination qui a propulsé l'euro sous les 1,19USD au moment de sa confirmation... Quoi qu'il en soit, il faudra, au moins, attendre sa prise de fonction avant de se forger une idée, ce qui, sauf interférences de taille de D. Trump ou de S. Bessent d'ici là, repousse le sujet au début de l'été.

- **Un stress financier d'ampleur ?** Si l'ambiance du moment ne pousse pas forcément à mettre cette hypothèse en avant, il s'agit, pourtant, du cas de figure assorti de la probabilité la plus importante, en cas de crise, non pas régionale d'un pays particulier de l'union monétaire, mais globale, susceptible de naître d'une correction éventuelle de grande ampleur des marchés financiers. La BCE, suivrait, sans doute, dans un tel cas de figure une action plus généralisée, probablement

impulsée par la Fed, sans pour autant être, d'ailleurs, synonyme d'envolée de l'euro.

On l'aura compris, sauf conditions exceptionnelles, la BCE a peu de chances de faire évoluer sa position, laquelle a peut-être, in fine, plus de probabilités d'évoluer dans le sens prédit par I. Schnabel si la croissance mondiale, particulièrement gourmande en matières premières, finit par faire remonter l'inflation d'ici la fin de l'année.

Frustrante, la situation l'est indiscutablement, au moment où la plupart des autres grandes banques centrales accordent à la réussite économique une part de plus en plus importante dans leur fonction de réaction. La contrepartie de cette situation se trouve, en partie, du côté des finances publiques, partout, outre mesure sollicitées, y compris dorénavant au niveau pan-européen via la multiplication des financements de la Commission, et dans les garanties qu'offre l'union monétaire aux États surendettés. L'architecture est loin d'être optimale mais probablement l'une des moins mauvaises face aux enjeux en présence.

Véronique Riches-Flores

contact.vrf@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.vrf@richesflores.com