



## Revue stratégique de la BCE

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	274,92	0,21%	16,55%
S&P 500 \$	4 369,55	0,40%	16,33%
Nasdaq Composite \$	14 701,92	0,43%	14,07%
Nikkei ¥	27 940,42	-2,93%	1,81%
MSCI EM Net \$	644,20	-2,60%	3,22%
China A Shares (CNY)	3 693,64	0,15%	1,46%
Euro / Dollar	1,1876	0,09%	-2,78%
Gold \$	1 808,32	1,18%	-4,74%
Brent Oil \$	75,55	-0,81%	47,56%
10 ans Allemand	-0,29%	-6 bps	28 bps
30 ans Allemand	0,21%	-7 bps	36 bps
Xover TR - Spread	233,08	6 bps	-9 bps

La BCE nous avait dit qu'elle présenterait au second semestre **les résultats de sa revue stratégique**, mais on n'attendait pas qu'elle le fasse si vite et avec peu de préavis. La BCE semble vouloir se donner l'image d'une institution plus réactive. D'ailleurs les conséquences de ces décisions seront visibles dès la réunion du conseil du 22 juillet et, en pratique, surtout lors de la conférence de presse qui suivra. Si la lutte contre l'inflation demeure le premier objectif, le risque de déflation apparaît également important. La stabilité financière demeure, bien sûr un prérequis essentiel sans lequel les objectifs n'ont plus de sens. Mais de nombreux autres changements vont apparaître, comme une meilleure communication et surtout un verdissement majeur de la politique monétaire dans un monde où le risque climatique devient central.

### 1<sup>er</sup> objectif l'inflation toujours, mais la déflation aussi !

**L'objectif premier demeure la lutte contre l'inflation** (dans le respect du Traité, mis clairement en avant pour couper l'herbe sous le pied d'éventuels recours à la cour constitutionnelle allemande). **L'objectif de 2% est symétrique** : c'est clair, simple, direct (davantage que «proche de 2% mais inférieur à 2%»). C'est aussi en ligne avec les objectifs des autres grandes banques centrales. L'objectif devient symétrique, c'est-à-dire qu'une inflation trop faible (c'est-à-dire une déflation) apparaît officiellement comme aussi dangereuse qu'une inflation excessive (si l'on ne peut pas faire rentrer le dentifrice dans le tube, comme disait K.O. Pöhl ancien directeur de la Bundesbank à propos de l'inflation, on pourrait dire de la déflation que sans utiliser le dentifrice, il sèche et on ne peut plus en avoir).

**L'indice HICP reste l'indicateur retenu** (indice harmonisé des prix à la consommation) et non pas le déflateur ni l'indice sous-jacent, à l'instar de ce que fait la Fed, et qui auraient été un ou des objectifs moins exigeants. Néanmoins, la BCE a demandé à Eurostat d'aménager prochainement l'indice des prix afin d'y **inclure les loyers fictifs** (c'est-à-dire la valeur du service logement que les propriétaires occupants se rendent à eux-mêmes) de façon à mieux refléter la perception qu'ont les ménages de l'inflation. L'addition des loyers fictifs ne devrait **pas changer grand-chose sur le niveau de l'inflation**. Depuis 10 ans la hausse moyenne des loyers est de 1,3%, contre 1,2% pour l'indice d'ensemble et le loyer fictif devrait se comporter comme le loyer effectif (avec juste l'impact possible des impôts immobiliers s'ils sont inclus). Aux Etats-Unis, où les loyers fictifs

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
10 ans US	1,36%	-6 bps	45 bps
30 ans US	1,99%	-5 bps	34 bps
10 ans Italie	0,76%	-1 bps	22 bps
Indices factoriels Fideas		Semaine	Depuis le 30/06 2021
EMU	-0,18%	0,51%	15,85%
EMU Facteur Low Vol	0,82%	1,54%	10,67%
EMU Facteur Value	-0,62%	0,16%	15,25%
EMU Facteur Growth	0,10%	0,73%	15,40%
US	0,44%	1,73%	16,79%
US Facteur Low Vol	0,93%	2,04%	12,33%
US Facteur Value	-0,30%	0,54%	17,83%
US Facteur Growth	0,52%	1,94%	16,46%

sont inclus dans les indices de prix à la consommation depuis fort longtemps, on observe que les loyers fictifs ont progressé moins vite sur les 10 dernières années que les loyers effectifs (2,7% contre 3,2%), cependant cet écart apparu depuis 2003 n'est pas structurel, il était inverse durant la fin des années 80 et l'ensemble des années 90. Pour la zone euro, il y a deux risques possibles qui pèsent spécifiquement sur les loyers fictifs : primo, la hausse des prix de l'immobilier qui tirerait les loyers, mais jusqu'à maintenant elle est compensée par la baisse tendancielle du rendement locatif ; deusio, la remontée des rendements obligataire qui pourrait interrompre la baisse des rendements locatifs, mais les seconds sont encore bien supérieurs aux premiers. En réalité, le principal changement sera le poids du poste loyer qui sera plus élevé (actuellement 7,6%, y compris garages et résidences secondaires). Il se compare au poids dans l'IPC américain, 7,7% (résidence principale seulement), auquel s'ajoutent 22,6% de loyers fictifs (pour un total logement y compris les résidences secondaires, parkings etc. de 32,5%). En Europe la part des propriétaires occupants est de 64% similaire à celle observée aux Etats-Unis, on devrait donc avoir des loyers fictifs trois fois plus lourds que les loyers effectifs (certes les propriétaires occupent souvent des logements plus chers que les locataires de la même région, mais la part des locataires est généralement plus élevée dans les grandes villes). Evidemment, tous les postes vont alors diminuer en proportion. **La principale conséquence sera donc une inflation plus stable** puisque les loyers, le plus souvent modifiés en fin de période de bail seulement, sont beaucoup moins volatiles que l'inflation totale : sur les 10 dernières années la hausse annuelle observée varie d'un plus bas à +1,1% en 2015 et 2016 jusqu'à un plus haut à +1,5% en 2012 pour les loyers, alors que l'amplitude est bien plus grande pour l'IHPC total, de +0,3% en 2020 à +2,7% en 2011.

### Les autres objectifs

La BCE a fait le constat que **le taux d'intérêt naturel a baissé** et qu'elle va se heurter durablement à la limite inférieure des taux. A mon avis **les taux négatifs posent aujourd'hui un plus grand problème à la BCE** que le *Quantitative Easing* ou les TLTRO. Cela ne veut pas dire que l'on va sortir rapidement des taux négatifs, mais à long terme il sera probablement plus difficile d'y revenir. **Les taux restent l'instrument privilégié de la politique monétaire**, mais la *forward guidance*, le *Quantitative Easing* etc. se voient reconnus comme des instruments

ordinaires de politique monétaire. **L'analyse économique et financière sera structurée différemment**, avec par ex. moins de poids pour les évolutions purement monétaires (qui étaient un héritage direct de la vision monétariste de la Bundesbank) et, peut-être, davantage de place accordée à la valorisation des marchés (effets richesse, même s'il est moins fort qu'aux US, par ex.). **La communication davantage orientée grand public**, avec peut-être moins de commentaires techniques ou d'analyses des tout derniers chiffres, les conférences de presse seront sans doute davantage dans le genre « pitch » et sans doute illustrées : **on le verra dès le 22 juillet**.

Il y a aussi **un grand chantier de verdissement de la politique monétaire** qui est en cours et que nous ne détaillons pas ici. Il comprendra l'intégration du prix du carbone et des risques climatiques dans les prévisions économiques (dès septembre), mais surtout un meilleur contrôle des banques, des stress tests climatiques systématisés, une surveillance des financements bancaires, un choix différencié des titres achetés, ou même pris en pension, etc. Tout cela s'inscrira dans la ligne des décisions européennes mais les critères de la BCE devraient être plus stricts et **la mise en œuvre est prévue pour un horizon rapproché** dès cette année pour certains aspects et au plus tard en 2024.

S'il a fallu attendre 18 ans depuis la précédente revue stratégique, en 2003 elle suivait de peu la création de la BCE, **la prochaine revue stratégique est prévue pour 2025**. Quand on dit que la BCE se veut plus réactive !

### A surveiller cette semaine

**L'inflation retient particulièrement l'attention** des observateurs en ce moment et, singulièrement celle des Etats-Unis. Ce sont donc vers les indices de prix à la consommation et à la production que les marchés prêtent attention cette semaine. La hausse des prix à la consommation publiée mardi est supérieure d'un demi-point à ce qui était attendu (pour le total comme pour le sous-jacent) et à nouveau en nette accélération par rapport au mois précédent, sans que l'effet de base puisse cette fois être incriminé. Pour l'IPC total **l'inflation américaine atteint +5,4% sur un an ou +6,0% sur deux ans** et pour le sous-jacent +4,5% (au plus haut depuis 1991) et +5,7% respectivement. Les tensions actuelles sur les prix de gros et sur les salaires devraient continuer à peser sur les prix au détail dans les prochains mois.

On regardera aussi en fin de semaine **l'évolution des ventes au détail américaines** de juin, ainsi que la croissance du PIB chinois pour le T2, laquelle s'annonce solide, toujours tirée par le commerce extérieur.

La semaine suivante verra, outre **la réunion de la BCE et sa conférence de presse** évoquées plus haut, la publication des **indices PMI flash** pour le mois de juillet.

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi  
et Dominique Barbet le 13/07/21 à 17h00*