

ECOWEEK

N°18-10, 9 mars 2018

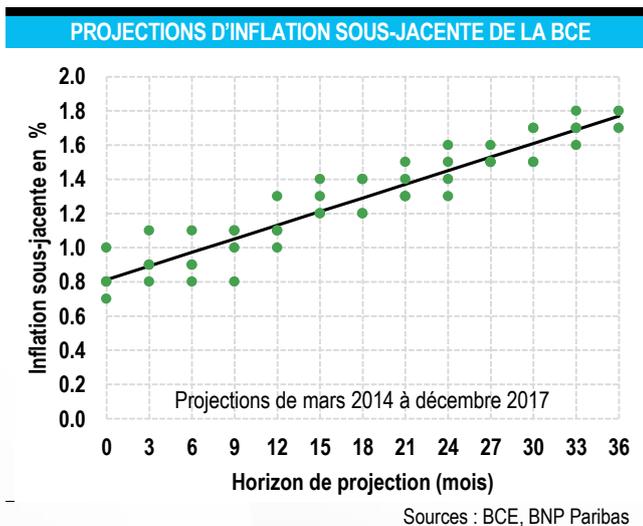
BCE: des projections prévisibles génèrent une orientation «dovish»

■ La trajectoire des projections d'inflation sous-jacente de la BCE est étonnamment prévisible ■ Initialement à un niveau proche de mais inférieur à 2% sur des horizons longs, elles se replient à mesure que l'horizon restant diminue ■ Les écarts notables observés sur des horizons longs par rapport au résultat final montrent que ces projections fournissent peu d'informations. Elles peuvent également introduire un biais accommodant

Les projections macroéconomiques des services de la BCE et de l'Eurosystème n'ont pas encore atteint le statut des « dots » du FOMC, mais elles permettent néanmoins d'apprécier l'opinion de la BCE sur son aptitude à piloter l'inflation vers son objectif. Depuis mars 2014, ses tableaux de projections couvrent également l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, ainsi que l'effet des modifications de la fiscalité indirecte, autrement dit, l'inflation sous-jacente.

L'examen de ces projections depuis 2014 est intéressant. On le voit sur le graphique : en général, avec un horizon de trois ans, la projection d'inflation sous-jacente a tendance à être élevée (1,7-1,8 %) et stable, quel que soit l'environnement économique au moment de la projection. Cela laisse penser que la BCE estime qu'à long terme sa politique permettra d'amener l'inflation à un niveau proche de sa cible : les projections d'inflation sont donc ancrées.

Lors de l'actualisation des projections initiales et, à mesure que la fenêtre de projection se réduit (de droite à gauche sur le graphique), les projections baissent : l'objectif de la BCE joue moins son rôle de point d'ancrage des projections d'inflation alors que l'inflation sous-jacente actuelle, restée obstinément faible, agit de plus en plus comme un aimant. Plus l'horizon diminue, plus on observe ce phénomène. Ce schéma est resté remarquablement stable depuis 2014 : l'inflation s'est maintenue à un niveau bas, malgré une politique monétaire agressive et, pendant plusieurs trimestres, une croissance du PIB supérieure au potentiel. Les projections initiales ont donc considérablement surestimé le résultat final. Cela n'a rien de surprenant si l'on considère que les projections initiales couvrent un horizon long (trois ans). Aussi est-il plus raisonnable de parler de projections plutôt que de prévisions. Cela signifie aussi que les projections sur un horizon long fournissent peu d'informations au marché, en dehors de confirmer l'objectif de la BCE et sa confiance dans l'efficacité de sa politique. La nature systématique des écarts de projection, même sur des horizons plus courts, donne matière à réflexion : cela pourrait signifier que nous sommes enfermés dans un régime de basse inflation (« la courbe de Phillips est morte ») ou que l'efficacité de la politique monétaire est surestimée. Cela pourrait introduire un biais accommodant dans la fonction de réaction de la BCE.



William De Vijlder

p. 2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre & calendrier

p. 4

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

Eco
WEEK



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change