

# Perspectives

N°23/083 – 20 mars 2023

## BCE : le débat se déplace du taux d'intérêt d'équilibre vers le concept de taux d'intérêt de stabilité financière

Comme anticipé dans nos prévisions et par la plupart des observateurs, la BCE a remonté ses taux d'intérêt directeurs de 50 points de base, ramenant le taux de refinancement à 3,5% et le taux de dépôt à 3%.

L'incertitude plus élevée, liée à la récente volatilité des marchés et aux événements de liquidité de certaines institutions bancaires, ont ramené les considérations de stabilité financière sur le devant de la scène et posent la question d'un éventuel arbitrage entre l'objectif de stabilité des prix et de stabilité financière.

### L'explicitation de la fonction de réaction de la BCE cadre le message et limite les prises de position plus agressives sur les taux

La BCE reconnaît que les risques pesant sur la croissance sont orientés à la baisse. Elle a néanmoins révisé à la hausse ses projections de croissance du PIB en 2023 (de 0,5% à 1%), tout en abaissant celles pour 2024 (de 1,9% à 1,6%) et 2025 (de 1,8% à 1,6%).

Les risques pesant sur la prévision d'inflation sont multiples, à la fois à la hausse et à la baisse. La BCE a acté la forte diminution des prix de l'énergie et a abaissé ses projections d'inflation pour 2023 (de 6,3% à 5,3%), 2024 (de 3,4% à 2,9%) et 2025 (de 2,3% à 2,1%). Elle fait néanmoins état d'une inflation plus persistante dans ses autres composantes et relève ses prévisions d'inflation sous-jacente de 4,2% à 4,6% pour 2023. Au-delà de cette date, l'inflation sous-jacente se réduirait plus rapidement qu'initialement prévu, passant de 2,8% à 2,5% en 2024 et de 2,4% à 2,2% en 2025.

Avec la hausse de 50 pdb, la BCE s'en est donc tenue à son guidage des anticipations de février dans le court terme, mais pour l'avenir elle a renforcé son approche conditionnée par les données en dévoilant plus explicitement sa fonction de réaction. Son action future dépendra de trois facteurs :

- ✓ son évaluation des perspectives d'inflation en fonction des données macro-économiques et financières disponibles ;
- ✓ l'évolution de l'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) ;
- ✓ la force de la transmission de la politique monétaire.

La prise en compte explicite des données financières dans l'évaluation de la dynamique de l'inflation permet de capter toute instabilité financière qui pourrait se manifester par un durcissement des conditions de financement. Elle vient implicitement plafonner la hausse des taux en conditionnant l'objectif de stabilité des prix à l'objectif de stabilité financière. Par ailleurs, le dévoilement de la fonction de réaction réduit la possibilité de prise de parole des membres plus agressifs du Conseil des gouverneurs, qui souhaiteraient pré-engager la BCE sur une trajectoire de hausse des taux.

C. Lagarde a été ferme, en affirmant que si le scénario central d'inflation de la BCE se réalisait dans un contexte d'incertitude réduite, d'autres remontées des taux seraient inévitables. Elle a néanmoins souligné que les prévisions ont été réalisées en amont des récentes tensions sur les marchés financiers, qui justifient une approche plus dépendante des données et une fonction de réaction prenant en compte ces évolutions financières.

## Le débat entre $r^*$ et $r^{**}$ n'est pas tranché, mais influence déjà les choix

Après le rebond *post-Covid*, les banques centrales des économies avancées étaient engagées dans une politique de normalisation fondée sur l'éloignement du risque déflationniste de la décennie passée. Elles recherchaient un nouvel ancrage de leur taux d'intérêt d'équilibre ( $r^*$ ) après plusieurs décennies qui avaient vu ce dernier baisser constamment jusqu'à atteindre le taux plancher zéro dans plusieurs juridictions. Le débat autour du nouveau niveau de ce taux était loin d'être tranché, lorsque le choc inflationniste a rendu plus compliquée leur action car, en l'absence de ce référentiel, il est difficile d'apprécier l'orientation de la politique monétaire (restrictive ou accommodante). Or, les perceptions erronées des décideurs quant au niveau du taux d'équilibre peuvent entraîner des coûts économiques substantiels en termes de chômage et d'inflation. Les coûts de la surestimation du taux d'équilibre sont supérieurs aux coûts de sa sous-estimation, notamment lorsque la marge de manœuvre des banques centrales est limitée par la limite inférieure effective du taux nominal. La BCE, sans avoir fourni d'estimations précises du taux d'équilibre pour la zone euro, a communiqué sur un niveau de 2%.

Avec l'héritage d'années d'excès de liquidité et de forte valorisation de certains actifs (les plus risqués), la remontée des taux d'intérêt obligeait les banques centrales à prendre en compte le concept de taux d'intérêt de stabilité financière ( $r^{**}$ ). Ce dernier serait le taux d'intérêt seuil qui déclenche la contrainte de financement pouvant conduire à la matérialisation du risque d'instabilité financière. Or, des taux d'intérêt réels constamment faibles induisent une augmentation des vulnérabilités financières et une baisse conséquente du niveau de  $r^{**}$ . La question de l'arbitrage entre l'objectif de stabilité des prix (régulé par  $r^*$ ) et l'objectif de stabilité financière (régulé par  $r^{**}$ ) implique que tout écart entre  $r^*$  et  $r^{**}$  est potentiellement générateur d'équilibres multiples.

Il n'est donc pas étonnant que la communication de la BCE ait pris très clairement en considération ce risque d'instabilité financière, tout en affirmant que la question de l'arbitrage entre la stabilité financière et l'objectif de stabilité des prix ne se posait pas. En effet, la BCE affirme vouloir poursuivre les deux objectifs avec deux instruments différents : la politique conventionnelle des taux pour l'objectif d'inflation ; la politique non conventionnelle de la taille de son bilan et d'instruments spécifiques tels que le TIP et du collatéral exigé pour l'objectif financier. Néanmoins, l'inclusion des variables financières au rang de celles qui peuvent modifier son évaluation de l'inflation acte *de facto* un arbitrage.

### « Name and shame »

Parmi ses habituelles recommandations de politique économique adressées aux autres acteurs de l'économie, la BCE a voulu renforcer les orientations déjà exprimées par la Commission européenne aux États sur la nécessité de réduire le soutien budgétaire généralisé pour endiguer les effets de l'inflation et se tourner vers des mesures plus ciblées.

Pour la première fois, la BCE a aussi indiqué que l'un des principaux risques haussiers sur l'inflation trouve son origine dans la forte remontée des marges dans les secteurs où l'offre se retrouve contrainte et la demande soutenue. Un signal donc, adressé cette fois aux entreprises, les incitant à ne pas tirer un profit excessif de situations non concurrentielles et un rappel à partager le fardeau de la hausse de l'inflation.

Article publié le 17 mars 2023 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

| Date       | Titre   | Thème                   |
|------------|---|-------------------------|
| 17/03/2023 | Monde – L'actualité de la semaine   | Monde                   |
| 16/03/2023 | <u>L'industrie de défense face aux nouveaux défis sécuritaires</u>  | Sectoriel               |
| 16/03/2023 | <u>Amérique latine – Relativiser (même un peu) les effets des resserrements monétaires</u>                                    | Amérique latine         |
| 14/03/2023 | <u>Royaume-Uni – Après les grèves de décembre, léger rebond du PIB en janvier</u>   | Royaume-Uni             |
| 14/03/2023 | <u>UE – Application des règles budgétaires : un exercice d'équilibriste de la Commission avec des conséquences immédiates</u> | Europe                  |
| 13/03/2023 | <u>Italie – 2022 : la croissance résiste</u>  | Italie                  |
| 13/03/2023 | <u>Monnaies Numériques de Banque Centrale, une révolution monétaire en marche</u>   | Fintech                 |
| 10/03/2023 | Monde – L'actualité de la semaine   | Monde                   |
| 09/03/2023 | <u>CHIPS Act ou la quête de souveraineté technologique</u>  | Semi-conducteurs        |
| 07/03/2023 | <u>Nigeria – Le nouveau président saura-t-il sortir son pays du tunnel ?</u>  | Afrique sub-saharienne  |
| 06/03/2023 | <u>Brésil – Spéculations manifestes et satisfecit discret</u>   | Amérique latine         |
| 03/03/2023 | Monde – L'actualité de la semaine   | Monde                   |
| 02/03/2023 | <u>La stratégie industrielle de l'Europe face à l'Inflation Reduction Act</u>   | Europe, Industrie       |
| 01/03/2023 | <u>Amérique latine – Panorama des dettes publiques</u>  | Amérique latine         |
| 28/02/2023 | <u>Royaume-Uni : forte amélioration des indices PMI en février</u>  | Royaume-Uni             |
| 28/02/2023 | <u>Israël – Une économie en bonne santé en dépit du politique</u>   | Afrique et Moyen-Orient |
| 27/02/2023 | <u>La Corée du Sud rattrapée par le déclin démographique</u>  | Asie                    |

### Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication** : Isabelle Job-Bazille

**Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

**Documentation** : Dominique Petit – **Statistiques** : Alexis Mayer, Jorge Mariano Mamani Soria

**Secrétariat de rédaction** : Véronique Champion

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

**Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :**

**Internet** : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**iPad** : application **Études ECO** disponible sur App store

**Android** : application **Études ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*