

Perspectives

N°21/252 – 12 juillet 2021

BCE – L'occasion ratée : une stratégie pour mener l'ancienne ou la nouvelle guerre ?

Les attentes en termes de changement de la fonction de réaction de la politique monétaire de la BCE étaient modestes. La plupart des observateurs avaient intégré le fait que les conclusions de la revue de la stratégie de la BCE iraient moins loin que celles de la Fed en termes de modification de ses objectifs et de ses instruments.

Et, déjà, la Fed avait déçu. Sa nouvelle stratégie de ciblage moyen de l'inflation manquait de précision. Elle ne spécifiait pas la période sur laquelle la moyenne était calculée, laissant planer une incertitude (vite captée par les marchés) sur l'intensité de sa tolérance à une inflation plus élevée. De plus, si la revue de stratégie de la Fed fournissait une explication des dynamiques passées ayant conduit à un affaiblissement de l'inflation et du taux d'intérêt d'équilibre, elle s'interrogeait peu sur l'avenir et sur l'opportunité de projeter ces tendances dans le futur.

Pour la BCE, la nécessité de développer une narration partagée des raisons pour lesquelles sa cible a été constamment manquée dans le passé était encore plus forte : elle l'était car sa crédibilité est davantage en jeu que celle de la Fed. Elle dispose en effet d'une moindre flexibilité d'action et les conséquences redistributives, mais aussi politiques, des divergences dans les trajectoires nationales d'inflation sont plus importantes dans une union monétaire. Une analyse des déterminants de ces trajectoires divergentes de prix, de revenus et de productivité et de leur impact sur la conduite de la politique monétaire aurait été souhaitable.

La BCE a clairement identifié qu'une part importante de l'explication d'une moindre sensibilité de l'inflation à la politique monétaire et à l'activité vient du décrochage des anticipations d'inflation. Pour les « raccrocher », il faut donc développer une narration très claire sur les erreurs passées, sur la trop forte dépendance de sa politique à la personnalité et aux croyances de son gouverneur, sur les causes de ce décrochage, sur la façon dont l'inflation passée influe sur l'inflation future.

Mais, s'interroger sur le passé n'est pas suffisant. Une revue de stratégie se doit d'être, par définition, tournée vers l'avenir puisqu'elle forge l'action des prochaines décennies. Il faut engager une politique monétaire non pas sur ce qui s'est passé, mais sur ce qui adviendra. Il s'agit d'un engagement à la fois préventif et doté d'une cohérence temporelle.

On sait que, durant la période qui a suivi la grande crise économique et financière, les capacités excédentaires ont été sous-estimées, que le taux d'intérêt d'équilibre a baissé, que les anticipations d'inflation sont devenues plus inertes, ou du moins visqueuses, que la courbe de Phillips s'est aplatie. Dans ce contexte, mener une politique attentiste, en se donnant le temps de la compréhension des tendances de fond, avait un sens.

Aujourd'hui, des préoccupations d'une autre nature commencent à faire surface : le déclin du taux d'activité des cohortes plus âgées, comportant une baisse des capacités excédentaires sur le marché du travail, une accélération de la productivité liée à la numérisation et à la crise du Covid pouvant augmenter la croissance potentielle et le taux d'intérêt d'équilibre, une remontée des anticipations d'inflation suite à des hausses, même temporaires, des prix, une courbe de Phillips non linéaire, qui peut se pentifier à de faibles niveaux de chômage.

Il aurait donc été nécessaire de s’interroger en profondeur : ces tendances sont-elles avérées et permanentes ? Peuvent-elles précisément être celles qui domineront les prochaines décennies ? Si tel était le cas, le coût d’une politique monétaire trop attentiste pourrait augmenter.

Ces questionnements sont certes plus pertinents pour les États-Unis que pour la zone euro. On était tout de même en droit d’attendre une réponse de la part de la BCE à une question cruciale : les grandes tendances qui ont réduit les marges de manœuvre des banques centrales au cours des dernières décennies ont-elles vocation à persister au cours des prochaines décennies (ou même, modestement, années) ?

Un questionnement plus précis sur les instruments était aussi nécessaire. Au-delà d’une compréhension complète sur la dynamique sous-jacente de l’inflation, il faut aussi développer une compréhension fine du lien entre les actions de la BCE et ses objectifs, de l’efficacité des instruments de politique monétaire, des résultats produits par les différentes cibles potentielles ou leurs diverses interprétations.

Ces questionnements sont au cœur de notre réflexion quotidienne que l’on essaie de nourrir avec les débats académiques en cours. Nous étions dans l’attente de réponses émanant des analyses de la Fed et, davantage encore, de celles de la BCE. Nous avons été déçus et, avec nous, tous les acteurs qui cherchaient un point d’ancrage pour construire leurs anticipations à moyen terme.

Sans cette clarification, sans guidage des anticipations et avec le peu de marges d’action supplémentaires que la BCE s’est donné, c’est sur la politique budgétaire que reposera le défi du soutien de la croissance potentielle et de l’inflation. Et, à ce propos, il est légitime de se poser la question des marges de manœuvre dont elle disposera pour atteindre ces objectifs afin de reconstituer les marges d’action de la politique monétaire.

Article publié le 9 juillet 2021 dans notre hebdomadaire [Monde – L’actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
08/07/2021	<u>France – Scénario 2021-2022 : une reprise bien engagée</u>	France
08/07/2021	<u>Le Myanmar – Apocalypse Now</u>	Asie
07/07/2021	<u>Éthiopie – La guerre n'était donc pas finie</u>	Afrique sub-saharienne
06/07/2021	<u>Plans de relance nationaux - Pologne, le plan des transitions</u>	Pologne
06/07/2021	<u>Bélarus – Panne d'essence à Minsk</u>	PECO et Asie centrale
05/07/2021	<u>La Chine célèbre les cent ans de la création du Parti communiste</u>	Asie
02/07/2021	<u>Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : des trajectoires tristement divergentes</u>	Monde
02/07/2021	<u>Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : prévisions économiques et financières</u>	Monde
02/07/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
01/07/2021	<u>Plans de relance nationaux - Espagne, une stratégie proactive</u>	Espagne
01/07/2021	<u>Covid-19 en Afrique sub-saharienne : les dangers de la troisième vague</u>	Afrique sub-saharienne

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** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Christine Chabenet

Contact: 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.