

Perspectives

N°22/048 – 4 février 2022

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

BCE : entre la lettre et l'esprit, les marchés achètent l'esprit

Sans modifier sa décision de politique monétaire de décembre, la BCE change de ton vis-à-vis de l'inflation. Les marchés anticipent une accélération de la normalisation de sa politique. Cela devrait nous conduire à revoir prochainement nos prévisions de taux directeurs.

Les récentes surprises à la hausse de l'inflation de décembre (5% sur un an), et davantage encore de janvier (5,1%), ont renforcé le camp des « faucons » au sein de la BCE. Les positions de la *Federal Reserve* et de la Banque d'Angleterre, qui continuent de durcir le ton et de se montrer de plus en plus agressives envers l'inflation, ajoutent de la pression sur le Conseil des gouverneurs.

Si l'on n'attendait pas de décision concrète de la réunion du Conseil des gouverneurs du 3 février, en revanche, la BCE était très attendue sur son interprétation de ces poussées d'inflation et sur l'impact qu'elles pouvaient avoir sur son analyse du caractère persistant de l'inflation et des anticipations d'inflation, sur ses futures prévisions (attendues en mars) et finalement sur une éventuelle bascule du débat au sein du Conseil.

La conférence de presse de Christine Lagarde et son interprétation de la décision du Conseil des gouverneurs a laissé paraître une BCE plus agressive que la lecture littérale de la décision de politique monétaire elle-même.

Dans celle-ci rien ne transparait. La lettre est presque mot pour mot celle de décembre 2021 :

- ✓ Les achats nets d'actifs, dans le cadre du programme d'urgence PEPP, se poursuivront au premier trimestre 2022 à un rythme inférieur à celui du trimestre précédent et ils seront interrompus fin mars 2022 ; les

remboursements des titres arrivant à échéance seront réinvestis au moins jusqu'à la fin 2024 ;

- ✓ Les achats nets mensuels, dans le cadre de l'APP, seront de 40 milliards d'euros au deuxième trimestre 2022 et de 30 milliards au troisième trimestre ; à compter d'octobre, le rythme mensuel baissera à 20 milliards d'euros ;
- ✓ Les achats se poursuivront aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs ;
- ✓ Le Conseil mettra fin aux achats nets peu de temps avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs ;
- ✓ La totalité des réinvestissements des remboursements des titres arrivant à échéance dans le cadre de l'APP se poursuivront pendant une période prolongée après la date à laquelle les taux d'intérêt directeurs seront relevés ;
- ✓ Les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que l'inflation atteigne 2% bien avant la fin de l'horizon de projection et durablement sur le reste de l'horizon de projection, et que les progrès de l'inflation sous-jacente soient compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2% à moyen terme.

L'esprit et le sens des débats sont en revanche plus évidents dans la déclaration de politique monétaire qui explique les raisons qui sous-tendent ces décisions et surtout dans les échanges avec la presse.

Si les risques pesant sur les perspectives économiques sont considérés globalement comme équilibrés à moyen terme, les risques pesant sur les

perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, particulièrement à court terme.

La croissance de l'activité est encore contrainte par les mesures de restriction dans les services, par les goulets d'étranglement dans la production de biens intermédiaires et potentiellement par les effets négatifs de l'inflation sur la consommation et l'investissement.

Même si la BCE attend un fort rebond de la demande intérieure de la zone euro au deuxième semestre de cette année, elle caractérise le contexte actuel comme étant dominé par un choc négatif temporaire d'offre plus que par un choc positif temporaire de demande.

Dans ces conditions, une banque centrale devrait s'abstenir d'agir, sauf si le choc d'offre était jugé permanent et capable de modifier le régime inflationniste. La BCE signale en effet que le choc d'inflation est principalement exogène (50% de la hausse de l'inflation étant imputable à celle de l'énergie) et qu'il ne s'est pas transformé en dynamique endogène d'inflation pour l'instant. Certes, des transferts sur les prix des biens et services ont eu lieu, mais la dynamique des salaires, notamment des salaires négociés, est restée très modeste jusqu'à l'automne dernier (dernières données disponibles).

Pourtant, C. Lagarde affirme, lors de sa conférence de presse, que l'inflation s'approche de la cible dans le moyen terme à cause de la situation favorable du marché du travail, de la diffusion de l'inflation dans toutes ses composantes et de la remontée des anticipations d'inflation.

Elle annonce donc une discussion en profondeur sur les perspectives d'inflation en amont de la publication des nouvelles prévisions d'inflation en mars lors de la prochaine réunion des gouverneurs. Elle signale ainsi que la révision à la hausse pourrait être importante, la BCE (3,2% en 2022 et 1,8% en 2023) étant bien en deçà du consensus dans ses prévisions de décembre.

Notre prévision d'inflation vient d'être révisée à la hausse sous l'effet de prix de l'énergie plus élevés, d'un changement des pondérations des composantes de l'indice des prix attribuant plus de poids à l'énergie, des tensions sur les biens alimentaires et des effets de second tour visibles sur les biens et les services. Nous prévoyons donc une inflation à 4,7% en 2022 (contre 3,2% auparavant) et 1,8% en 2023 (contre 1,8% auparavant).

En répétant aussi que son guidage des anticipations est conditionné notamment par les données, elle envoie le message d'un durcissement de l'orientation des positions au sein du Conseil. Le

problème est que d'ici le mois de mars les données disponibles ne permettront pas de trancher et continueront de fournir des informations contradictoires. D'un côté, les données disponibles sur les salaires négociés (le quatrième trimestre 2021) ne montreront pas de hausse significative, de l'autre, l'inflation restera élevée et les salaires effectifs seront poussés à la hausse par des facteurs ponctuels, des effets de base, des primes temporaires, l'ajustement des heures travaillées.

Ce sera donc la subjectivité qui prévaudra dans l'interprétation des données. La conditionnalité explicitée par le guidage des anticipations demande que :

- ✓ L'inflation ait atteint 2% bien avant la fin de l'horizon de projection et durablement sur le reste de l'horizon de projection. Cet objectif paraît plus facilement atteignable du fait de la plus forte persistance de l'inflation.
- ✓ Les progrès de l'inflation sous-jacente soient compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2% à moyen terme. Cet objectif requiert une fermeture rapide de l'écart de production négatif (prévue en 2022) et le maintien d'une trajectoire de croissance soutenue, supérieure au rythme potentiel sur tout l'horizon de prévision.

Si l'incertitude sur la capacité de l'économie de la zone euro à atteindre ce dernier objectif est encore élevée, le Conseil des gouverneurs semble aujourd'hui moins sensible aux arguments qui avaient caractérisé le débat en faveur d'une politique très accommodante au cours de la décennie passée (capacités fortement excédentaires, désancrage des anticipations d'inflation). L'incertitude sur les données fournit une fenêtre d'opportunité pour les gouverneurs qui sont les plus mal à l'aise avec les considérations de stabilité financière et de dominance budgétaire pour sortir d'une politique très accommodante.

Ce biais a bien été perçu par les marchés. Si C. Lagarde a été plutôt rassurante sur le maintien de la séquence qui voit une fin des achats avant la hausse des taux, sa phrase concernant le délai entre les deux, qui pourrait être plus court qu'initialement prévu, a fait son effet.

Le rendement du souverain allemand est remonté de 10 points de base et la prime de risque du souverain italien a augmenté de 10 points de base à la clôture du marché jeudi soir.

Concernant les TLTRO III, les conditions très favorables prennent fin en juin 2022. Le Conseil ne semble pas avoir avancé dans sa décision sur un éventuel report du dispositif et renvoie à mars ou juin prochain pour éclairer sa stratégie.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
03/02/2022	L'indispensable recyclage des métaux	Sectoriel
03/02/2022	Inde – Acheter du temps pour soutenir la reprise	Inde
02/02/2022	Zone euro – Conjoncture, flash : une première estimation du PIB à 0,3% au T4 2021	Zone euro
02/02/2022	Mexique – Le risque de résistance de l'inflation	Amérique latine
01/02/2022	Turquie – La crise, derrière l'apesanteur	Turquie
31/01/2022	États-Unis – La Fed confirme le démarrage très proche de son resserrement monétaire	États-Unis
28/01/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
28/01/2022	France – Conjoncture, Flash PIB : le PIB poursuit sa marche en avant	France
27/01/2022	Draghi ou pas Draghi ? Une élection à enjeux en Italie	Italie
27/01/2022	Zone euro – Grande démission ? Non merci	Zone euro
26/01/2022	Ghana – Fortes incertitudes sur la soutenabilité de la dette souveraine	Afrique
25/01/2022	Russie, États-Unis, Ukraine – Le moment Cuba	Ukraine
25/01/2022	Royaume-Uni – Scénario 2021-2023 : une nouvelle année de défis	Royaume-Uni
25/01/2022	Europe – Et si, finalement, 2022 était une bonne année ?	Europe
24/01/2021	Chine – 2022, ou la lutte annoncée de la structure et de la conjoncture	Chine
21/01/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
21/01/2022	Podcast – Le recyclage des métaux indispensable à la transformation de l'économie	Mines & métaux
20/01/2022	Afrique sub-saharienne – Une année 2022 riche en défis	Afrique
20/01/2022	Les champions français de l'ordinateur quantique	Deeptech
20/01/2022	Italie – scénario 2021-2023 : garder le cap	Italie
20/01/2022	Fintech Outlook T4 et Bilan 2021 – La célébration !	Fintech, banque

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 : Fabienne Pesty

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.