

Perspectives

N°22/086 – 11 mars 2022

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

La BCE anticipe la fin des achats d'actifs mais repousse la hausse des taux

La BCE affirme ne pas vouloir ajouter de l'incertitude à l'incertitude. Sa priorité est avant tout de rendre sa politique de normalisation prévisible tout en restant prudente. Cela passe par une anticipation de la fin des achats d'actifs et un report de la hausse des taux. Avec une telle annonce, elle surprend les marchés qui avaient anticipé une pause dans le processus de normalisation.

Elle a donc ajusté le rythme de ses achats d'actifs dans le cadre de l'APP à 40 milliards d'euros en avril, à 30 milliards en mai et 20 milliards en juin (en baisse par rapport au rythme moyen mensuel de 40 milliards d'euros annoncé en décembre et confirmé en février). Contrairement à l'annonce de décembre d'effectuer 30 milliards d'euros d'achats mensuels en moyenne au cours du T3, le calibrage des achats tiendra compte des données. Si ces dernières confirment l'anticipation selon laquelle les perspectives d'inflation à moyen terme ne s'affaibliront pas, elle mettra un terme aux achats.

Toute modification des taux d'intérêt directeurs de la BCE se produira « quelque temps » après la fin des achats. L'expression « quelque temps » signifie, pour C. Lagarde, le temps nécessaire à l'évaluation de la situation économique à partir des données (soit une semaine ou plusieurs mois) et paraît donc moins court que celui décrit par l'expression « peu après » utilisée précédemment. Cette dernière avait conduit les marchés à anticiper une remontée rapide des taux ; cette remontée sera progressive, souligne la BCE.

L'évolution des taux directeurs restera déterminée par le guidage des anticipations lié à l'inflation : une inflation qui atteint 2% bien avant la fin de l'horizon de projection de la BCE et durablement sur le reste de son horizon de projection, et des progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2% à moyen terme.

Prévisibilité sur la fin des achats et prudence sur la hausse des taux, si l'on peut résumer ainsi.

Du point de vue macroéconomique, cela fait sens. La nouvelle normalité post-Covid paraît moins déflationniste, notamment après les dislocations en cours sur le marché européen de l'énergie, justifiant le retrait progressif des mesures non conventionnelles nécessitées par la lutte contre la déflation. Le cycle de remontée des taux suivra si les conditions effectives de demande le justifient : une reprise soutenue de la demande alimentant une inflation durablement plus élevée.

Le Conseil des gouverneurs statue donc pour une position intermédiaire entre ceux de ses membres qui souhaitent avancer dans la normalisation sans conditionnalité par rapport aux données et ceux qui prônaient l'inaction du fait de l'incertitude des options disponibles face à l'imprévisibilité maximale tout en répondant au mandat de la BCE.

Ce scénario de normalisation a du sens tant que le scénario central de la BCE se réalise. Celui-ci prévoit une croissance du PIB de 3,7% en 2022, marginalement révisée à la baisse par rapport à 4,2% précédemment, du fait d'une baisse de la consommation et de l'investissement. Ce scénario inclut une première évaluation de l'impact de la guerre, qui dessine une dislocation de l'offre d'énergie et un impact négatif sur la confiance, qui ne seraient que temporaires. Les chaînes globales de valeur ne seraient pas significativement impactées. Ainsi, la croissance est peu révisée en 2023 (de 2,9% à 2,8%) et pas du tout en 2024 (1,6%). La révision à la hausse de l'inflation est importante en 2022 (de 3,2% à 5,1%) mais temporaire car l'inflation baisse à 2,1% en 2023 (contre 1,8% précédemment) et revient à 1,9% en 2024 (contre 1,8%). Les effets de second tour sont limités et l'inflation sous-jacente est révisée modérément à la hausse en 2022 (de 1,9% à 2,6%),

mais retombe à 1,8% (contre 1,7% précédemment) en 2023 et à 1,9% en 2024 (contre 1,8%). Ce scénario paraît aujourd'hui optimiste.

Les risques sont orientés à la baisse sur le scénario de croissance. Un choc d'offre et un choc de confiance sur la demande peuvent déprimer la consommation et l'investissement. Bien que les risques sur l'inflation soient haussiers, l'affaiblissement de la demande pourrait réduire les pressions inflationnistes, notamment sur l'inflation sous-jacente.

En effet, la BCE présente deux scénarios alternatifs, baissiers tous les deux, un adverse et un plus sévère. Dans le scénario adverse, des sanctions plus sévères engendrent une dislocation des chaînes globales de valeur, des coupures dans l'offre de gaz et des arrêts forcés de certaines productions, limitant la croissance à 2,5% en 2022 et générant une plus forte pression sur les prix avec une inflation à 5,9%. La remontée de l'inflation serait temporaire (2% en 2023) et l'effet déflationniste d'une croissance durablement plus faible (2,7% en 2023 et 2,1% en 2024) ramènerait la prévision d'inflation à 1,6% en 2024, soit en deçà de la cible de la BCE.

Dans le scénario plus sévère, les coupures dans l'offre sont plus importantes et génèrent plus d'inflation, avec des effets de second tour qui rendent la hausse des prix plus persistante. La révision à la baisse de la croissance est plus marquée et durable (2,3% en 2022 et 2023, 1,9% en 2024) et la révision de l'inflation à la hausse est plus forte encore (7,1% en 2022, 2,7% en 2023 et 1,9% en 2024).

Dans de tels scénarios, la logique de normalisation ne serait pas justifiée ; le risque de fragmentation augmenterait tout autant que le besoin de flexibilité dans l'utilisation des instruments de la BCE.

La BCE a en effet souligné qu'elle combattra avec la même vigueur le risque sur la stabilité financière et le risque sur la stabilité des prix. Elle a confirmé que la flexibilité demeurera un élément de la

politique monétaire chaque fois que des menaces sur sa transmission compromettront la réalisation de la stabilité des prix. Elle a donc évoqué des ajustements des réinvestissements au titre du PEPP. Elle s'est aussi clairement engagée à se tenir prête à injecter autant de liquidités que nécessaire. Mais les observateurs, qui attendaient des précisions sur des mesures d'urgence spécifiques, notamment de nouveaux instruments de liquidité ou des programmes d'achat d'actifs visant à limiter le risque de fragmentation sur le marché souverain, sont restés sur leur faim.

Les banques centrales manqueront de visibilité sur les effets de ces phénomènes économiques pendant encore un certain temps. Le risque d'un impact durable sur l'offre avec des conséquences négatives persistantes sur la croissance économique peut difficilement être écarté. Essayer de maîtriser l'inflation à court terme serait inutile et contre-productif.

Suspendre les décisions de politique monétaire jusqu'à ce que la situation se soit quelque peu éclaircie serait raisonnable. Abandonner toute orientation prospective pour éviter de nuire à la crédibilité de la BCE dans un environnement politique aussi incertain pourrait même avoir du sens, mais le risque en est le désancrage des anticipations. L'alternative serait de se concentrer sur les perspectives à moyen terme. Ce n'est pas le choix fait par la BCE.

Accroître la flexibilité et l'optionnalité de leur boîte à outils pour toute réponse politique future est tout aussi justifié. Un engagement clair à se tenir prêt à injecter autant de liquidités que nécessaire est essentiel. Dans l'incertitude, seule l'existence certaine d'un coupe-circuit ramène les anticipations sur un seul équilibre positif. La BCE aurait pu mieux communiquer en ce sens, mais elle semble être dans l'attente d'une réponse budgétaire commune pouvant précisément également faire office de coupe-circuit.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
10/03/2022	<u>Qualifier l'impact du choc et les réponses de politique économique</u>	Europe
10/03/2022	<u>Amérique latine – Il est parfois heureux que l'Europe soit éloignée</u>	Amérique latine
09/03/2022	<u>Asie – Le choc passera surtout par les prix</u>	Asie
08/03/2022	<u>Europe centrale et orientale, Turquie : une très forte dépendance aux hydrocarbures de Russie</u>	Turquie
08/03/2022	<u>Moyen-Orient et Afrique du Nord – Premiers impacts économiques de la guerre en Ukraine</u>	MOAN
04/03/2022	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/03/2022	<u>France – Les relations commerciales avec la Russie et l'Ukraine, état des lieux et risques potentiels</u>	France
02/03/2022	<u>L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires</u>	Agri-agro
02/03/2022	<u>Thaïlande – Un peu d'espoir</u>	Asie
01/03/2022	<u>Maroc – La pire sécheresse depuis trente ans et ses conséquences économiques</u>	Afrique du Nord
28/02/2022	<u>Italie – Guerre en Ukraine et inflation</u>	Italie
25/02/2022	<u>Allemagne – Conjoncture : PIB au T4-2021</u>	Allemagne
25/02/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/02/2022	<u>L'ADN au secours de la donnée</u>	Deeptech
23/02/2022	<u>Iran – Où en est l'économie à la veille des résultats des pourparlers de Vienne ?</u>	Moyen-Orient
23/02/2022	<u>Europe – L'Allemagne à la table des faux-semblants ?</u>	Allemagne
22/02/2022	<u>Pérou – À un pitoyable spectacle politique s'oppose une économie "résiliente"</u>	Amérique latine
22/02/2022	<u>Avenir de l'Europe - Les politiques macro-prudentielles</u>	Europe
22/02/2022	<u>Asie – Singapour peut-elle s'imposer comme une alternative crédible à Hong Kong ?</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** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Sophie Gaubert

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.