

Perspectives

Apériodique – n°22/147 – 28 avril 2022

Le point de vue

Le grand écart des banques centrales

L'inflation atteint un peu partout des niveaux inédits depuis plusieurs décennies. Si on pouvait espérer remédier *post-Covid* à la grande désorganisation des chaînes d'approvisionnement et de logistique mondiales responsable d'une première salve de hausses des prix, la nouvelle flambée des prix des matières premières après le déclenchement de la guerre en Ukraine a douché les espoirs d'une normalisation rapide. Quelle que soit l'évolution du conflit militaire, rien ne laisse présager à ce stade une levée rapide des sanctions économiques, de quoi mettre sous pression durable les prix des matières premières.

Face à des bosses d'inflation plus élevées et plus persistantes, les banques centrales ont durci le ton et se sont engagées sur la voie de la normalisation monétaire mais à des cadences diverses. Alors que les niveaux d'inflation sont assez proches des deux côtés de l'Atlantique (8,5% aux États-Unis et 7,5% en zone euro en mars), la Fed accélère nettement le rythme de resserrement de sa politique, les marchés misant sur cinq à six hausses de taux supplémentaires d'ici fin 2022, là où la BCE fait montre de prudence avec un ou deux serrages de vis anticipés cette année. **Ces différences de tempo peuvent s'expliquer selon la nature des tensions inflationnistes, symptomatiques ou non d'excès cyclique.**

L'économie américaine donne des signaux clairs de surchauffe. Durant la phase de redémarrage *post-Covid*, la demande sur-vitaminée par un plan de relance surdimensionné est venue buter sur une offre rigide ou perturbée, de quoi mécaniquement faire grimper les prix. Le marché du travail évolue également depuis quelques mois sous haute tension avec de fortes pénuries de main-d'œuvre, un taux de démissions record et une envolée des salaires à l'embauche, de quoi entrevoir l'enclenchement d'une boucle prix-salaire. L'inflation sous-jacente, expurgée de ses composantes énergie et alimentaire, atteint les 6,5%, preuve du caractère généralisé des tensions inflationnistes. Éviter que la bosse ne se transforme en une vague incontrôlable appelle une réaction musclée de la Fed, qui, après avoir été dans le déni, se montre déterminée à reprendre le contrôle de l'inflation : les taux d'intérêt devraient donc monter plus vite et le bilan de la Fed se réduire plus précocement qu'anticipé. Cependant, casser une dynamique inflationniste en plein emballement risque d'être très coûteux en termes de croissance avec la difficulté à trouver le bon dosage pour calmer la surchauffe sans provoquer de rupture. **Une partie de l'équation va venir de la réaction des marchés qui, dopés aux taux bas et à la liquidité abondante, vont devoir s'ajuster à un environnement financier moins porteur.** Cet ajustement pourrait s'avérer douloureux en cas de retrait trop brutal de la perfusion monétaire dans un contexte de haut de cycle financier caractérisé par une inflation galopante des prix d'actifs sur fond d'endettement croissant et de prises de risque excessives. Jusqu'à présent, la Fed s'adonne à cet exercice d'équilibriste avec un certain succès en limitant les dégâts sur les marchés, mais le manque de carburant risque de fragiliser l'édifice financier.

En Europe, contrairement aux États-Unis, le choc inflationniste intervient dans un contexte de reprise *post-Covid* sans excès avec des politiques de « quoi qu'il en coûte » qui ont permis aux économies de récupérer peu ou prou les niveaux d'activité d'avant-crise sans néanmoins combler le retard accumulé de croissance. L'inflation reste très concentrée puisque la nouvelle flambée des cours des matières premières, et notamment du pétrole et du gaz, explique à elle seule plus de la moitié des tensions inflationnistes observées. L'indice sous-jacent (hors énergie et alimentation), qui oscille autour des 3%, devrait grimper à mesure que la hausse des coûts se transmet au prix de revient puis au prix de vente même si ces effets de second tour restent, pour le moment, limités. Les tensions inflationnistes risquent surtout de

peser sur les marges bénéficiaires des entreprises et de grignoter le pouvoir d'achat des ménages, de quoi freiner la reprise. **La BCE fait face à un arbitrage difficile entre une inflation élevée et persistante, sachant son impuissance à faire levier sur les cours mondiaux des matières premières, et une croissance qui s'essouffle.** Ceci justifie une certaine prudence mais en aucun cas l'inaction. L'inflation agit sur la psychologie des agents économiques avec des revendications salariales qui peuvent venir alimenter une spirale inflationniste. La BCE doit montrer son sérieux face à cette menace de dérive avec le besoin d'ancrer les anticipations autour de sa cible d'inflation de 2% à moyen terme. À l'heure où les taux réels s'enfoncent en territoire négatif, la BCE a également l'occasion d'accélérer la normalisation monétaire avec des taux nominaux plus élevés tout en conservant des conditions de financement suffisamment souples pour soutenir la croissance. Néanmoins, la remontée inévitable des taux longs pourrait conduire les marchés à réévaluer le risque de soutenabilité des trajectoires d'endettement public, de quoi creuser les écarts de taux entre les États membres. **La BCE doit revenir sur l'idée de *continuum* entre ses outils de politique monétaire et appliquer la règle simple de Tinbergen¹, selon laquelle le nombre d'instruments doit être égal au nombre d'objectifs visés, en utilisant les taux pour assurer la stabilité des prix et la politique de rachats d'actifs pour lutter contre la fragmentation financière. ■**

Isabelle Job-Bazille
isabelle.job@credit-agricole-sa.fr

¹ Jan Tinbergen, "On the Theory of Economic Policy" (1952)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
26/04/2022	<u>Espagne – Scénario 2022-2023 : début d'année sous tension</u>	Espagne
25/04/2022	<u>Royaume-Uni – Scénario 2021-2023 : stagflation et risque de récession</u>	Royaume-Uni
25/04/2022	<u>Zone euro – Le rebond des services compense la faiblesse de la production industrielle</u>	Union européenne
25/04/2022	<u>Allemagne – Scénario 2022-2023 : d'une crise à une autre...</u>	Allemagne
22/04/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
22/04/2022	<u>Zone euro – Scénario 2022-2023 : un triple choc</u>	Zone euro
21/04/2022	<u>Le microbiote ouvre la voie à de nouvelles approches thérapeutiques</u>	Santé
21/04/2022	<u>Mexique – "Que personne n'oublie que c'est le peuple qui commande"...</u>	Amérique latine
20/04/2022	<u>Parole de banques centrales – BCE : la sagesse c'est adapter ses convictions à l'évidence</u>	Union européenne
20/04/2022	<u>Royaume-Uni – L'inflation, toujours plus étendue, toujours plus forte</u>	Royaume-Uni
19/04/2022	<u>France – Scénario 2022-2023 : une reprise sous tension</u>	France
15/04/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
14/04/2022	<u>Les investissements directs étrangers dans les pays émergents</u>	Monde
13/04/2022	<u>Asie – Le Sri Lanka annonce un défaut sur sa dette extérieure</u>	Asie
12/04/2022	<u>Hongrie – Le 4x4 de Viktor Orbán</u>	PECO
11/04/2022	<u>Espagne – PIB revu à la baisse, selon les prévisions de la Banque d'Espagne</u>	Espagne
11/04/2022	<u>Zone euro – Vulnérabilité à l'approvisionnement en gaz russe : quelles stratégies ?</u>	Union européenne

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication et rédacteur en chef : Isabelle Job-Bazille

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

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

iPad : application **Etudes ECO** disponible sur l'App store

Android : application **Etudes 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.