

Perspectives

N°22/191 – 13 juin 2022

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

BCE : normaliser en des temps anormaux et gérer une inflation ingérable, une tâche ardue

La BCE a décidé de mettre un terme aux achats nets de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à compter du 1^{er} juillet 2022 et entend augmenter ses taux d'intérêt directeurs de 25 points de base lors de sa réunion de juillet.

Elle prévoit un nouveau relèvement de ses taux directeurs en septembre, dont le calibrage dépendra des perspectives actualisées d'inflation à moyen terme. Ensuite, elle s'engage dans une séquence progressive, mais durable, de hausses supplémentaires des taux.

La BCE a voulu envoyer un message clair : sa hausse de taux n'est pas seulement une étape, c'est un parcours. Elle veut montrer qu'elle s'engage dans un processus de normalisation de la politique monétaire se justifiant par la diminution du risque déflationniste qui l'avait auparavant embarquée dans une politique non conventionnelle. Elle signale donc que ce parcours est celui qui doit la sortir du cadre non conventionnel et de revenir à une orientation appropriée, mais pas nécessairement à un cycle complet de remontée des taux.

En effet, la BCE en est consciente, ce parcours se déroule dans une situation anormale, une situation d'incertitude radicale, qui nécessite une certaine gradation, de la flexibilité et un contrôle par la réalité des faits que décriront les données d'activité et d'inflation.

La BCE s'est engagée sur un chemin dont elle semble connaître la direction, mais pas vraiment le point d'arrivée. Le Conseil des gouverneurs n'a visiblement pas discuté du niveau du taux d'intérêt d'équilibre (ou taux naturel), soit le taux d'intérêt réel à court terme qui, à long terme, est compatible avec une production à son niveau « potentiel » et une

inflation stable. Il permet de mesurer le caractère « neutre » de l'orientation de la politique monétaire. Toute remontée du taux directeur au-dessus du taux d'équilibre s'apparente à une orientation restrictive et vient freiner l'activité et l'inflation. Bien que la quantification du taux d'équilibre soit confrontée à des défis économétriques considérables, la plupart des estimations pointent vers une baisse de ce taux au cours des dernières décennies. Plusieurs facteurs l'expliquent : le vieillissement des populations, qui alimente un déséquilibre épargne-investissement, un ralentissement du rythme du progrès technique et de la croissance potentielle, la concentration des profits qui nourrit l'excès d'épargne et une aversion au risque croissante. La politique économique n'est pas étrangère à cette baisse, car son « âge d'or », caractérisé par des banques centrales indépendantes, avec un mandat clair de stabilité des prix, un cadre réglementaire plus strict et une politique budgétaire contrainte ont contribué à maintenir les taux bas.

Or, ces facteurs n'ont pas disparu et suggèrent que le parcours de normalisation pourrait ne pas être trop long, au risque d'une orientation qui ne serait plus appropriée.

Faute de guidage par le taux d'équilibre, le parcours de la BCE vers une orientation de politique économique plus appropriée sera guidé par son évaluation de la trajectoire d'inflation à moyen terme. Sauf que les chocs d'offre répétés (rebond *post-Covid* et guerre en Ukraine) apportent leur lot de confusion et rendent très soudaine la transition d'un environnement déflationniste à un environnement inflationniste, avec un questionnement non résolu sur la nature structurelle du basculement de l'équilibre entre les deux risques.

Ce signal confus provenant de l'inflation est d'autant plus complexe à gérer pour la banque centrale qu'il trouve son origine dans un pur choc d'offre contre lequel l'action monétaire a une efficacité limitée. La politique monétaire ne peut pas juguler l'inflation des matières premières et des biens intermédiaires importés. Elle peut agir pour limiter l'enclenchement d'une boucle prix-salaires qui rendrait l'inflation plus durable, en modérant l'activité et la demande de travail. Le départ d'une spirale d'inflation salariale n'est pas encore visible dans la zone euro, mais pourrait être alimenté par un décrochage des anticipations d'inflation. La banque centrale peut, en revanche, agir pour maintenir les anticipations d'inflation ancrées à sa cible. Et la BCE va tout faire pour cela, ou du moins va faire croire qu'elle va tout faire.

C'est ainsi qu'il faut interpréter la tonalité plus agressive des deux dernières déclarations du Conseil des gouverneurs. Ce « *whatever it takes* » contre l'inflation, devra néanmoins être tempéré. La BCE sait que la politique monétaire ne peut pas

grand-chose pour abattre les tensions inflationnistes provoquées par une offre prise en otage par un fournisseur monopolistique. D'autres politiques doivent prendre la relève, notamment les politiques de régulation des prix, faute de quoi la banque centrale risque de se retrouver, une fois de plus, avec une charge excessive et face à un dilemme. En effet, toute réponse excessive, conduisant à un durcissement disproportionné et à une dispersion des conditions financières devra se confronter au risque de fragmentation contre lequel la BCE s'est aussi engagée à agir.

La BCE compte sur la baisse des coûts de l'énergie et l'assouplissement des contraintes d'offre pour ramener l'inflation en ligne avec sa cible dès 2024. Entre temps, elle doit convaincre qu'elle pourra remonter les taux pour atteindre son objectif d'inflation de moyen terme sans mettre en danger la stabilité financière. Les marchés paieront-ils pour voir ?

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
10/06/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
09/06/2022	<u>Union européenne : après le pétrole, le gaz ? Comment faire face ?</u>	Union européenne
08/06/2022	<u>Zone euro – L'activité résiste bien en dépit de l'inflation !</u>	Zone euro
07/06/2022	<u>Colombie – Surprise politique, croissance et inflation résistantes</u>	Amérique latine
03/06/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/06/2022	<u>Et du côté de la bataille des idées ? Qui gagnera la guerre mondiale ?</u>	Monde
30/05/2022	<u>Allemagne – Conjoncture : PIB au T1-2022</u>	Europe
25/05/2022	<u>Centrafrique – L'adoption du Bitcoin, une décision qui interroge</u>	Afrique sub-saharienne
24/05/2022	<u>Asie – Chine, Hong Kong : le coût du zéro Covid</u>	Asie
20/05/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/05/2022	<u>Italie – Scénario 2022-2023 : face au conflit en Ukraine</u>	Italie
19/05/2022	<u>Algérie – Des améliorations économiques certaines, mais plus d'inflation</u>	Afrique du Nord
19/05/2022	<u>Europe – Le 9 mai de l'Europe, un moment géopolitique ?</u>	Europe
19/05/2022	<u>Géo-économie et investissements directs : la puissance auto-réalisatrice des anticipations</u>	Géopolitique
18/05/2022	<u>Philippines – Un peuple qui oublie son passé se condamne à le revivre</u>	Asie du Sud-Est
16/05/2022	<u>Espagne – L'industrie résiste, sous pression</u>	Espagne
13/05/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/05/2022	<u>Afrique du Sud – Les indices PMI témoignent des difficultés du mois d'avril</u>	Afrique du Sud
10/05/2022	<u>Zone euro – Production industrielle et ventes au détail en repli en mars</u>	Zone euro
09/05/2022	<u>Parole de banques centrales – La BoE poursuit son resserrement afin de freiner les effets de second tour</u>	Royaume-Uni

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.