

Perspectives

N°22/267 – 14 septembre 2022

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

BCE – Du guidage des anticipations à la gestion du risque de crédibilité : quel signal au-delà du bruit ?

La BCE a décidé d'augmenter ses trois taux d'intérêt directeurs de 75 points de base : les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont donc relevés à respectivement 1,25%, 1,50% et 0,75%. Le taux de la facilité de dépôt ayant été porté à un niveau supérieur à zéro, le système à deux paliers pour la rémunération des excédents de réserve a été suspendu.

La BCE a donc anticipé la transition du niveau très accommodant des taux directeurs vers des niveaux qui, selon son souhait, devraient assurer au plus tôt un retour de l'inflation vers l'objectif de 2% à moyen terme. Elle a affirmé continuer à augmenter les taux d'intérêt au cours de ses prochaines réunions afin de freiner la demande et d'éviter le risque d'un glissement à la hausse persistant des anticipations d'inflation. Ses futures décisions relatives aux taux directeurs resteront dépendantes des données et continueront d'être prises réunion par réunion.

Depuis cet été, en effet, la BCE a abandonné sa politique de guidage des anticipations après avoir acté un changement de régime. Sa volonté de normalisation a été intégrée par les marchés par un déplacement vers le haut de la courbe des taux intervenu depuis décembre 2021. En quittant le guidage des anticipations, la BCE veut gagner en flexibilité dans le calibrage de sa fonction de réponse dans cette phase de forte incertitude. Cette fonction de réponse dépend du taux d'intérêt terminal (qui dépend du taux d'intérêt d'équilibre en absence de choc et du positionnement dans le cycle) et du parcours pour atteindre ce taux terminal. Ce parcours sera déterminé par la distance de ce taux terminal et par la vitesse de réduction de cette distance.

La BCE est très frileuse dans la révélation de ce taux terminal ainsi que de son estimation du taux d'équilibre. Pour l'instant, elle ne fait référence qu'à l'observation de ce que les marchés interprètent comme taux terminal : la courbe *forward* de l'OIS à 5 ans (en considérant le pic à chaque date). Pour la zone euro, ce signal situe le taux terminal à 2,5%. Ce signal est loin d'une estimation empirique et varie en fonction du cycle, de la politique monétaire, mais aussi de forces structurelles qui peuvent déplacer la valeur de long terme du taux d'équilibre. Ce sont ces forces qui ont fait tomber ce taux d'équilibre de 3% à moins de 0% au cours des trois dernières décennies. C'est la très forte incertitude sur l'orientation et l'ampleur de ces forces structurelles (démographie, mondialisation, déséquilibre épargne-investissement, digitalisation, transition énergétique) qui rendent très complexe sa projection dans cette phase de mutations, de volatilité et de fréquence accrue des chocs. C'est ainsi que la BCE se réserve, réunion par réunion, de définir son évaluation du taux terminal ainsi que la vitesse de convergence vers celui-ci.

C'est sur l'accélération de cette vitesse que la BCE a surpris récemment en revisitant son arbitrage entre stabilisation de l'inflation et stabilisation de l'activité en faveur de la première. Elle a affirmé que la prudence n'est plus de mise. Les considérations, selon lesquelles la politique monétaire n'est pas le bon remède en cas de choc d'offre, ne sont plus prioritaires. La détermination est sa nouvelle devise. Elle souhaite minimiser le risque d'un résultat futur très négatif sur l'inflation, car elle estime que le coût de sous-estimer la persistance de l'inflation est désormais supérieur au coût de la surestimer. Et ceci pour trois raisons. D'abord, parce que l'incertitude sur la persistance de l'inflation est très élevée. Ensuite, parce que cette persistance menace la crédibilité de la BCE. Enfin, parce que

les coûts d'une action tardive sont potentiellement très élevés. En effet, la sensibilité de l'activité à la politique monétaire s'est réduite au cours des années et le taux de sacrifice pour stabiliser l'inflation a augmenté.

C'est à la lumière de ces considérations que nous avons révisé nos prévisions de taux directeur en projetant une remontée de 75pb en octobre, suivie d'une hausse de 50pb en décembre et que nous avons anticipé au mois de février la hausse suivante de 25pb. Ces actions conduisent à un taux de refinancement légèrement supérieur au taux terminal révélé par les marchés aujourd'hui.

Ainsi, la stratégie d'une normalisation prudente à un rythme constant permettant une correction moins coûteuse en cas d'erreur immédiate n'est plus la stratégie préférée. La volonté de courber la demande pour éteindre certains des moteurs qui alimentent l'inflation prend un risque délibéré sur la croissance.

Le maintien de la flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance, détenus dans le portefeuille du programme d'achats d'urgence (PEPP), reste comme une assurance que tout affaiblissement asymétrique de la croissance ne se traduise pas par de la fragmentation dans la transmission de la politique monétaire alimentant l'instabilité financière.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
13/09/2022	<u>Europe – Les 27 testent leur unité au travers du plafonnement du prix du gaz et de l'électricité</u>	Europe
09/09/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
29/07/2022	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : rebond du PIB, la France évite la récession au T2</u>	France
28/07/2022	<u>Le nouveau visage de la mondialisation</u>	Monde
28/07/2022	<u>Royaume-Uni – Scénario 2022-2023 : choc sur les revenus réels, ralentissement de la croissance</u>	Royaume-Uni
27/07/2022	<u>Italie – Scénario 2022-2023 : la crise énergétique chapitre 2</u>	Italie
26/07/2022	<u>Italie – Politique : la fin d'un miracle ou comment la politique a eu raison de Mario Draghi</u>	Italie
22/07/2022	<u>La décarbonation du ciment : l'indispensable début d'une grande aventure</u>	Sectoriel
21/07/2022	<u>La deeptech à la rencontre de son destin</u>	Sectoriel
19/07/2022	<u>Zone euro – Scénario 2022-2023 : La bataille entre résilience et adversité pointe vers une victoire de la dernière</u>	Zone euro
18/07/2022	<u>Espagne – Scénario 2022-2023 : les ménages cèdent face à l'inflation</u>	Espagne
18/07/2022	<u>Allemagne – Se préparer à un arrêt des flux gaziers russes ?</u>	Allemagne
18/07/2022	<u>Avenir de l'Europe – L'autonomie stratégique ouverte - Webconférence</u>	Europe
18/07/2022	<u>L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires</u>	Métier du grain
13/07/2022	<u>Gaz naturel – Malgré de gros efforts d'adaptation de son réseau gazier, l'Europe reste otage de la Russie</u>	Energies renouvelables
13/07/2022	<u>Allemagne – Scénario 2022-2023 : de la pénurie au rationnement...</u>	Allemagne
12/07/2022	<u>Ce que les Ukrainiens nous apprennent de nous-mêmes</u>	Ukraine/Monde
12/07/2022	<u>Espagne – Le marché du travail espagnol : changement de cap</u>	Espagne
12/07/2022	<u>France – Scénario 2022-2023 : de puissants freins à la croissance</u>	France
11/07/2022	<u>Fintech Outlook S1 2022 – L'heure des soldes</u>	Banque, fintech
08/07/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
07/07/2022	<u>Hong Kong – Sous les yeux de Xi Jinping</u>	Asie
06/07/2022	<u>Moyen-Orient et Afrique du Nord – Forte hausse de l'inflation, très menaçante dans certains pays</u>	MENA
05/07/2022	<u>Espagne – 9 milliards d'euros supplémentaires pour lutter contre l'inflation</u>	Espagne
05/07/2022	<u>France – Immobilier résidentiel : un marché dynamique en 2021, tassement en 2022</u>	France
04/07/2022	<u>Zone euro – Face au rapprochement de la menace, l'UE accélère REpowerEU</u>	Union européenne
01/07/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
01/07/2022	<u>Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 : entre le marteau et l'enclume</u>	Monde

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** : Alexis Mayer

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

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.