

Perspectives

Apériodique – n°22/278 – 22 septembre 2022

Le point de vue

L'erreur des banques centrales face à l'inflation : des critiques faciles, à nuancer

Lors de la première salve de hausse des prix au printemps 2021, les banques centrales ont d'abord invoqué un choc temporaire lié au fort décalage entre la reprise rapide de la demande post-Covid et une offre encore sous contraintes sanitaires ou incapable d'accommoder, à court terme, l'explosion des carnets de commandes. Il semblait à l'époque raisonnable d'imaginer pouvoir remédier à la grande désorganisation des chaînes d'approvisionnement et de logistique mondiales grâce à la normalisation des conditions d'offre, avec l'arrivée des vaccins, et de demande, une fois les effets de rattrapage passés, de quoi finalement assagir les prix.

Mais, loin de s'apaiser, ces tensions inflationnistes ont persisté et se sont même aggravées suite au déclenchement de la guerre en Ukraine du fait de la nouvelle flambée des cours des matières premières et des prix de l'énergie en particulier, **propulsant l'inflation à des niveaux inédits depuis plusieurs décennies. Face à un transitoire qui dure, les banques centrales, garantes de la stabilité des prix à moyen terme, n'ont eu d'autres choix que de muscler leur discours et de faire volte-face en érigeant la lutte contre l'inflation au rang des priorités.** Jérôme Powell, le patron de la Réserve fédérale américaine (Fed), a ainsi dû, au tournant de l'année, faire son *mea-culpa* et reconnaître cette erreur collective de diagnostic tout en signalant une trajectoire de resserrement agressif pour éviter que la bosse d'inflation ne se transforme en une vague incontrôlable quitte à sacrifier la croissance. Les marchés ont salué la sortie de ce déni de réalité, non sans mauvaise foi, car **rare étaient ceux à l'époque qui avaient anticipé une poussée inflationniste aussi forte et rapide.** Il y avait bien l'alerte donnée par Lawrence Summers, l'ancien secrétaire au Trésor de l'Administration Clinton et économiste réputé, qui jugeait le plan de relance de Joe Biden, adopté en mars 2021, surdimensionné, avec des transferts fédéraux vers les ménages bien supérieurs aux pertes de revenus endurées pendant la crise Covid, de quoi risquer la surchauffe une fois les contraintes sanitaires levées. Mais, d'autres économistes de renom, comme Paul Krugman, forts de l'expérience de la crise de 2008, estimaient qu'il valait mieux en faire trop que pas assez pour sortir par le haut de la crise, sachant que la Fed était outillée et en terrain connu pour faire ralentir la machine en cas d'emballement. **C'est finalement le scénario de Lawrence Summers qui s'est matérialisé avec une réponse de la Fed conforme aux préconisations de Paul Krugman, sans doute lui-même surpris de la vitesse à laquelle le génie de l'inflation est sorti de sa lampe.**

Face à une Fed désormais déterminée à faire disparaître l'empreinte inflationniste, **la Banque centrale européenne (BCE) est critiquée pour son manque de sérieux dans sa lutte contre la flambée des prix avec un démarrage trop tardif de son processus de normalisation monétaire. Pourtant, la prudence de la BCE ne semble pas déraisonnable eu égard à la nature de l'inflation qu'elle est censée combattre.** Très schématiquement, les États-Unis font surtout face à un choc de demande positif, là où l'Europe subit un choc d'offre négatif, conséquence directe de la guerre en Ukraine, lequel touche les secteurs de l'énergie et du gaz en particulier mais aussi les industries alimentaires. **Si la Fed a la capacité de faire levier sur l'inflation en resserrant les conditions de financement pour assagir la demande, la BCE est impuissante à alléger les pressions sur l'offre et à agir sur les cours mondiaux des matières premières** sachant que l'énergie et l'alimentaire contribuent à hauteur de 70% à la hausse du niveau général des prix. Néanmoins, la BCE, en mode temporisation, a fini par se faire rattraper par l'emprise de la politique

monétaire américaine avec un différentiel de taux trop pénalisant pour la monnaie unique. **Face à l'affaiblissement de l'euro qui ajoute de l'inflation à l'inflation, la BCE s'est résolue à emboîter le pas à la Fed en accélérant la cadence de remontée des taux d'intérêt.**

Une augmentation de *tempo* n'est pas un problème en soi tant que le point d'arrivée n'est pas revu à la hausse avec une normalisation qui devrait ramener les taux d'intérêt en zone neutre, un concept certes théorique mais **une boussole qui a pour vertu d'indiquer l'orientation désirée de la politique monétaire, dans le cas présent ni accommodante, ni restrictive.** Ce signal est sans doute suffisant pour permettre d'ancrer les anticipations d'inflation et prévenir toute dérive salariale. On devrait également revenir vers des référentiels de taux plus conformes à la réalité inflationniste après avoir mis un terme à l'aberration des taux d'intérêt nominaux négatifs. **Aller au-delà, en territoire restrictif, n'apparaît pas justifié dans une économie européenne qui, à peine remise du choc de la pandémie, voit déjà poindre la menace d'une nouvelle récession en cas de rupture totale des livraisons de gaz russe, sauf à vouloir lui infliger des souffrances inutiles et évitables au nom de l'orthodoxie monétaire.** ■

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

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
22/09/2022	<u>Inde – Résister face aux vents contraires</u>	Inde
21/09/2022	<u>Espagne – Les effet du plafonnement des prix du gaz</u>	Espagne
20/09/2022	<u>Royaume-Uni - Regard sur la conjoncture de la semaine écoulée</u>	Royaume-Uni
19/09/2022	<u>Europe – Les 27 un peu plus unis sur l'énergie</u>	Europe
16/09/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
16/09/2022	<u>Pologne – L'inflation met à mal la résilience économique</u>	PECO
15/09/2022	<u>Royaume-Uni – Un plan colossal de soutien à la demande face à la crise énergétique</u>	Royaume-Uni
14/09/2022	<u>Parole de banques centrales – BCE : du guidage des anticipations à la gestion du risque de crédibilité, quel signal au-delà du bruit ?</u>	Europe
14/09/2022	<u>Chine – Le 20e Congrès pour seul cap</u>	Chine
13/09/2022	<u>Europe – Les 27 testent leur unité au travers du plafonnement du prix du gaz et de l'électricité</u>	Europe
13/09/2022	<u>Italie – Rebond du PIB au T2</u>	Italie
09/09/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

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.