

Perspectives

N°22/135 – 20 avril 2022

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

BCE : la sagesse c'est adapter ses convictions à l'évidence

La boussole de la BCE pointe vers la normalisation, avec une aiguille qui bouge au gré des preuves qu'apportent les données. Le Conseil des gouverneurs a ainsi estimé que *« les informations disponibles depuis sa dernière réunion renforcent son anticipation selon laquelle les achats nets d'actifs au titre de son programme d'achats d'actifs (APP) devraient prendre fin au troisième trimestre »*.

C'est la phrase la plus importante de la déclaration de politique monétaire de C. Lagarde, car elle affirme que la fin de l'APP aura lieu au troisième trimestre 2022 plus fortement que lors de la réunion du Conseil d'il y a cinq semaines. Cela rend cette date de fin très probable ; seule demeure l'incertitude sur le mois précis d'arrêt. Les nouvelles prévisions de croissance et d'inflation de la BCE qui seront publiées lors de la prochaine réunion du Conseil du 9 juin permettront de lever cette incertitude.

La BCE se tient donc à la séquence annoncée, qui prévoit, après la fin du programme PEPP déjà conclue en mars, la fin du programme APP au cours de l'été et, « quelque temps après » celle-ci, la première hausse du taux de dépôt. La BCE a souhaité maintenir le flou sur la date de la première remontée des taux en rappelant son approche proportionnelle, graduelle et guidée par les données.

Mais une autre phrase mérite attention et différencie l'analyse de la situation économique de celle d'il y a cinq semaines : *« Les risques entourant les perspectives d'inflation à moyen terme comprennent des révisions des anticipations à un niveau supérieur à l'objectif, des hausses de salaires plus prononcées qu'attendu et une dégradation durable des conditions de l'offre »*.

Bien que la BCE affirme qu'un éventuel affaiblissement de la demande à moyen terme atténuerait les tensions sur les prix, le risque accru de révision à la hausse des anticipations d'inflation semble pouvoir résoudre l'arbitrage entre stabilisation de l'inflation et stabilisation de l'activité.

Avec un engagement fort à protéger son mandat de stabilisation de l'inflation, celui-ci peut être atteint à moindre coût. En effet, les anticipations qu'une action politique adéquate sera mise en œuvre sont en soi un facteur de stabilisation.

L'ancrage des anticipations d'inflation est un sujet de premier ordre pour la BCE. Une dérive permanente des anticipations a un rôle significatif dans la détermination de la dynamique de moyen terme de l'inflation. Le succès des politiques économiques dans l'atténuation du choc lié au Covid et la révision de la stratégie de la BCE ont fait converger les anticipations vers l'objectif de la BCE. Le risque d'un désancrage par le haut est aujourd'hui au moins aussi élevé que celui d'un désancrage par le bas.

Les anticipations d'inflation ont été fortement révisées à la hausse à court terme, mais à long terme elles restent ancrées à la cible de la BCE. La *Survey of professional forecasters* de la BCE signale une révision à la hausse de 2% à 2,1% en 2026 avec une inflation sous-jacente toujours anticipée à 1,9%. Dans la nouvelle enquête des analystes monétaires (*Survey of monetary analysts*), les anticipations sont également distribuées (50%) entre ceux qui attendent une inflation supérieure à 2% et ceux qui l'anticipent inférieure. Seule l'inflation à cinq ans dans cinq ans implicite dans le swap est remontée à 2,4%, depuis 1,7% il y a un mois.

La notion de crédibilité oriente donc la stratégie de normalisation de la BCE. Or, le nouvel environnement macro-économique produit par la guerre pose un défi supplémentaire à sa crédibilité et à son action.

Le choc adverse d'offre dans un contexte d'inflation déjà élevée rend beaucoup plus complexe l'arbitrage entre l'amortissement du déclin anticipé de la demande et le contrôle de l'inflation à moyen terme. La calibration jusqu'ici proposée par la BCE était fonction de la persistance anticipée du choc d'offre et d'inflation. L'attentisme consenti par la perception initiale d'un choc temporaire n'est plus de mise : le choc paraît désormais plus persistant et capable de modifier le cours de l'inflation à moyen terme. La politique monétaire doit s'activer davantage et surtout sortir du cadre très accommodant qui était compatible avec une inflation durablement plus faible.

C'est donc ainsi qu'il faut lire le parcours de normalisation de la politique monétaire. La direction est réaffirmée. La vitesse de normalisation, en revanche, dépendra de l'impact économique de la

guerre, de la sévérité du choc d'inflation et de sa persistance.

Un retour en arrière ne serait cependant pas exclu si l'impact de la guerre sur la croissance s'avérait extrême. *« Dans le contexte actuel de forte incertitude, le Conseil des gouverneurs n'écartera aucune option et conservera la progressivité et la flexibilité dans la conduite de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs prendra toute mesure nécessaire afin de remplir le mandat de la BCE de maintien de la stabilité des prix et de contribuer à la sauvegarde de la stabilité financière ».*

Les marchés, qui attendaient plus de précisions sur les modalités selon lesquelles la BCE mettrait en œuvre la nécessaire flexibilité, ont de nouveau été déçus. Mais la BCE a assuré que, si nécessaire, elle agirait rapidement, utilisant les marges de manœuvre de sa politique de réinvestissement des titres à son bilan ; elle se dit en outre prête à concevoir tout instrument supplémentaire à cette fin. Si l'éventuel dispositif reste vague, les intentions semblent claires.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
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
08/04/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
07/04/2022	<u>Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 : un scénario sous haute tension</u>	Monde
06/04/2022	<u>Mozambique – Retour du FMI dans le pays alors qu'un nouveau gisement gazier devrait entrer en service cette année</u>	Afrique sub-saharienne
05/04/2022	<u>Asie du Sud-Est – Le statu quo des banques centrales</u>	Asie
05/04/2022	<u>Fintech Outlook T1 2022 – La fin du plein ?</u>	Banque, fintech
04/04/2022	<u>Espagne – Inflation, la réponse du gouvernement</u>	Espagne
01/04/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
31/03/2022	<u>Inflation – Asie, Amérique latine, le poids de l'histoire et de l'isolement</u>	Asie, Amérique latine
31/03/2022	<u>Ne pas hâter les récits géopolitiques</u>	Monde
30/03/2022	<u>France – Élections 2022 – Dette publique, impôts, dépenses : enjeux et propositions</u>	France
30/03/2022	<u>Asie centrale – La seconde mort de l'URSS</u>	Asie
29/03/2022	<u>Monde – Secteur bancaire : l'exclusion de sept banques russes du système SWIFT, quels effets ?</u>	Banques
29/03/2022	<u>Italie – Le décret énergie pour contrer la hausse des prix du gaz</u>	Italie
29/03/2022	<u>Chine – Où en est l'internationalisation du yuan ?</u>	Asie
28/03/2022	<u>Royaume-Uni – Inflation : nouvelles révisions à la hausse de nos prévisions</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.