

Perspectives

N°23/045 – 9 février 2023

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

BCE : après un guidage de court terme, retour à une action conditionnée par les données

Lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs du 2 février la BCE a augmenté les trois taux d'intérêt directeurs de 50 points de base (pb) portant les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt à respectivement 3,00%, 3,25% et 2,50%.

La BCE a réitéré son guidage des anticipations à court terme dépoissié lors de la réunion de décembre 2022. Elle affirme vouloir relever, de nouveau, les taux d'intérêt de 50 pb lors de la prochaine réunion de politique monétaire, en mars.

En revanche, l'horizon du guidage s'arrête à cette échéance et, à partir de cette date, la politique redeviendra plus dépendante des données.

La tonalité est moins agressive et laisse désormais planer le doute sur la volonté affichée en décembre d'augmenter sensiblement les taux à un rythme régulier, « un rythme de 50 pb de hausse pour un certain temps ». C'est bien cette tonalité qui nous avait conduit à réviser nos prévisions de taux et à anticiper trois nouvelles hausses de 50 pb (dont une en janvier) et une de 25 pb, conduisant le taux de dépôt à 3,75% et le taux de refinancement à 4,25%. Un risque baissier pèse désormais sur cette prévision. La communication de décembre visait à éviter que les marchés anticipent un arrêt immédiat de la remontée des taux aux premiers signes d'affaiblissement de l'inflation et à signaler que le taux terminal devait augmenter, ce qui s'est produit après la réunion.

À l'origine de ce revirement d'attitude, il y a le rééquilibrage des risques. Les risques baissiers pesant sur la croissance sont encore dominés par l'affaiblissement de la demande mondiale et la forte incertitude géopolitique ; mais la normalisation des conditions des chaînes de production et l'offre

sécurisée de gaz pour l'Europe à court terme réduisent le risque de croissance pour la zone euro.

Sur le front de l'inflation, les risques sont aussi plus équilibrés. La chute des prix de l'énergie allège le principal risque à court terme ; ce dernier demeure cependant très sensible à la réouverture de l'économie chinoise et à la libération de sa demande. L'ampleur de la diffusion des hausses passées sur l'ensemble des prix reste inconnue, ainsi que leur répercussion sur les salaires. Ces deux effets constituent encore aux yeux de la BCE les principaux facteurs de risque sur l'inflation.

La BCE est aussi confortée par le fait que son action sur les taux directeurs commence à se transmettre tout au long de la courbe des taux et à toucher l'activité. La dernière enquête BLS montre, qu'au cours du T4 2022, les prêts bancaires aux entreprises ont fortement ralenti. Cela s'explique en partie par la baisse des besoins de financement des stocks, liée à la normalisation des chaînes de valeur. Mais cela reflète surtout l'affaiblissement de la demande de prêts pour financer les investissements des entreprises. Les conditions d'octroi pratiquées par les banques aux entreprises ont connu le plus fort durcissement depuis la crise des souverains en 2011-2012. Les emprunts des ménages ont également continué de faiblir, reflétant la hausse des taux débiteurs, le resserrement des critères d'octroi de crédit et une forte baisse de la demande de prêts hypothécaires, la plus forte depuis 2003.

Avec une politique monétaire qui commence à « mordre », le temps est peut-être venu pour une attitude plus prudente dans l'attente d'analyser le plein déploiement de ses effets sur l'économie réelle et l'inflation. Car si le taux de change réagit rapidement à la variation des taux (récente appréciation de l'euro) et les anticipations d'inflation peuvent aussi répondre très rapidement, la

transmission par le canal du crédit requiert des délais beaucoup plus longs (entre un et deux ans).

En dépit de ce signal un peu plus attentiste, la BCE a affirmé qu'elle « continuera d'augmenter sensiblement les taux d'intérêt à un rythme régulier et de les maintenir à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers son objectif de 2% à moyen terme ».

La première phase, celle de la « normalisation » de la politique monétaire visant l'éloignement du taux plancher effectif a pu demander des mouvements agressifs et rapides de hausse des taux pour les ramener à leur niveau « neutre », estimé à environ 2% par la BCE.

Maintenant en présence d'une inflation encore bien supérieure à la cible, la politique maintiendra probablement une orientation restrictive du moins tant que le taux réel demeure négatif et que les

risques sur l'inflation ne sont pas parfaitement équilibrés. Mais dans une telle situation d'incertitude sur l'évolution des fondamentaux de la croissance, de l'inflation et du taux d'intérêt d'équilibre, la BCE devrait se laisser de la flexibilité d'action dans les deux directions et retrouver une fonction de réponse guidée par les données sans pré-engagement sur une trajectoire de long terme du taux directeur.

Sa préoccupation principale reste d'éviter le risque persistant d'un glissement à la hausse des anticipations d'inflation. Or, la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels (SPF) indique que les anticipations d'inflation à long terme (2027) à la fois pour l'inflation totale et pour l'inflation sous-jacente restent ancrées à la cible d'inflation de la BCE et ont été révisées à la baisse, en dépit d'une révision à la hausse de l'inflation attendue en 2023 et 2024. ■

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
08/02/2023	Asie du Sud – Le grand espoir d'un redémarrage chinois	Asie
07/02/2023	Brésil – La détermination sans faille de la banque centrale	Amérique latine
07/02/2023	Parole de banques centrales – BoE : "il est trop tôt pour crier victoire"	Royaume-Uni
06/02/2023	France – Réforme des retraites (2/2) : gagnants, perdants et alternatives à la réforme	France
06/02/2023	France – Réforme des retraites (1/2) : réformer les retraites, est-ce vraiment une urgence ?	France
03/02/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
03/02/2023	Inde : une année 2023 au centre de la scène internationale	Asie
02/02/2023	Sénégal – Un État engagé dans la transformation de son pays	Afrique et Moyen-Orient
01/02/2023	Immobilier – Quelle est la situation du marché résidentiel et quelles sont les évolutions pour 2023 ? – Vidéo	France, immobilier

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, Jorge Mariano Mamani Soria

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 **Etudes ECO** disponible sur 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.