

Perspectives

N°22/391 – 20 décembre 2022

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

La BCE s'inscrit dans un long chemin de hausse des taux : « *Il ne suffit pas de frapper et de se retirer* »

La Banque centrale européenne a décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de 50 points de base chacun et donc de porter le taux de refinancement à 2,50% et le taux de dépôt à 2%.

Cette hausse était en ligne avec l'attente de la majorité des observateurs, notamment après la publication des chiffres d'inflation de novembre, en baisse à 10% par rapport à octobre (10,6%) et les plus récentes déclarations de plusieurs membres du conseil des directeurs plaidant pour une approche plus graduelle après 200 pb de hausse cumulée en un semestre.

Malgré les indices signalant une inflation globale en voie de modération, la BCE n'a cependant pas choisi une posture attentiste. En s'écartant de sa récente stratégie de décision basée sur les dernières données, elle a dépoussiéré son guidage des anticipations et fixé une trajectoire de taux à moyen terme. Selon C. Lagarde, les taux d'intérêt doivent encore être augmentés sensiblement à un rythme régulier, « un rythme de 50 pb de hausse pour un certain temps », pour atteindre des niveaux restrictifs permettant de réduire l'inflation en freinant la demande.

Nous anticipons donc deux nouvelles hausses de 50 pb en février et mars 2023 conduisant le taux de dépôt à 3% et le taux de refinancement à 3,5%.

Un débat sur la nature de l'inflation trop vite tranché

La BCE ne croit pas aux premiers signes de ralentissement de l'inflation. Elle pense que les tensions sous-jacentes sur les prix dans l'économie se sont accentuées et se maintiendront durant quelques temps. Selon la BCE, à court terme, les pressions existantes pourraient entraîner des hausses plus fortes que prévu des prix de détail de l'énergie et de l'alimentation. À moyen terme, les risques proviennent principalement de facteurs

intérieurs tels qu'une hausse persistante des anticipations d'inflation au-dessus de son objectif ou des augmentations de salaires plus élevées que prévu.

La BCE a donc révisé à la hausse ses prévisions d'inflation de 5,5% à 6,3% pour 2023 et de 2,3% à 3,4% pour 2024. En 2025, l'inflation serait toujours supérieure à la cible à 2,3%. L'inflation sous-jacente a été également révisée à la hausse à 4,2% en 2023, à 2,8% en 2024 et resterait supérieure à la cible en 2025 (2,4%).

Avec, simultanément, un risque haussier sur l'inflation, des prévisions d'inflation supérieure à l'objectif pendant une (trop) longue période et des projections de récession courte et peu marquée (croissance du PIB prévue à 0,5% en 2023 et 1,9% en 2024), le choix est vite fait. Selon la BCE, une récession modérée ne semble donc pas suffisante pour ramener l'inflation à la cible à court terme.

Mais la question de la vraie nature de l'inflation n'est pas complètement tranchée au sein de la BCE. Le débat entre membres de son comité exécutif est même rendu public entre ceux qui penchent pour une hausse des prix engendrée plus par un choc d'offre et ceux qui surpondèrent le rôle joué par la demande. Ce débat ouvert nuit à la crédibilité de la BCE lorsque celle-ci souhaite par son action ancrer les anticipations d'inflation.

La capacité des restrictions monétaires et de l'affaiblissement conséquent de la demande à modérer l'inflation dépend de deux facteurs : la vraie nature de l'inflation, tirée par un choc sur l'offre ou par un choc sur la demande et la destruction de l'offre qui peut résulter du choc inflationniste et des politiques économiques mises en œuvre.

Sur le deuxième point, il est trop tôt pour se prononcer. Beaucoup de chaînes de valeur ne fonctionnent pas encore à leur plein potentiel et l'éventuelle destruction des capacités de production

liée à la hausse des coûts et au ralentissement de la demande n’est pas visible. Cependant, les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE les plus opposés à l’inflation semblent avoir déjà acté cette destruction.

Sur le premier point, les avis des institutions européennes divergent. Selon la communication officielle de la BCE, l’inflation actuelle est due à parts égales à la demande et à l’offre, tandis qu’une étude de la Commission européenne estime à 80% le rôle joué par les chocs d’offre sur les prix de production. Les préconisations de politique économique sont différentes dans les deux cas, car si le choc est dû à des goulets d’étranglement temporaires, la meilleure politique monétaire serait l’inaction ou plutôt une normalisation prudente.

Selon cette vision, le rebond post-Covid a d’abord eu lieu surtout sur les biens durables, générant de multiples ajustements de prix qui ne requièrent pas qu’on les laisse agir. Les données d’enquête les plus récentes nous indiquent que le dénouement des tensions sur les chaînes d’approvisionnement est évident et a un impact sur l’inflation. Selon les enquêtes PMI, la forte réduction des délais de livraison des fournisseurs s’accompagne d’un faible niveau des arriérés de production désormais à leur niveau pré-pandémique. La hausse des prix des intrants est la plus faible depuis un an dans l’industrie et s’accompagne d’un affaiblissement plus modeste de la remontée des prix de vente. Les premières baisses des prix d’importation des biens intermédiaires et des biens de consommation non alimentaires communiquent la modération de l’inflation mondiale, en dépit d’un taux de change fortement dévalué.

La corrélation entre les prix de production et le prix de l’énergie a atteint un pic au début de l’été. Maintenant, le problème est celui de la diffusion et les prix de production sont en train d’augmenter dans les secteurs les plus en aval. C’est cette dynamique que la BCE regarde avec la plus grande crainte et matérialise dans des prévisions d’inflation sous-jacente plus élevée pour longtemps. Et ce d’autant plus que, récemment, le rebond des prix a eu lieu aussi dans le secteur des services, plus consommateur en main-d’œuvre, même si ce dernier est en train de perdre de sa vigueur.

Crédibilité et anticipations : la vraie raison de l’action

La crainte d’une boucle-prix salaire, soit d’une concrétisation d’une révision à la hausse des anticipations d’inflation pousse la BCE à agir davantage que la nature de l’inflation le demanderait.

La position attentiste des négociations collectives a en revanche pris en compte l’incertitude sur la nature de l’inflation et vise à se laisser des marges de flexibilité recourant plus à des primes qu’à des

hausse de salaire. C’est ainsi qu’au T3 2022, bien qu’en accélération, la croissance du salaire négocié est attestée à 2,9% sur un an et projette une croissance équivalente sur l’année 2023. Certes, les indicateurs plus avancés des salaires négociés par les nouveaux entrants sur le marché de l’emploi (enquête *Indeed* sur les offres d’emplois vacants, un indicateur qui demeure peu représentatif compte tenu du faible taux de turnover du marché du travail européen) indiquent une hausse des salaires de 5%, mais ils signalent aussi un plafonnement au T3 2022 et une baisse des offres d’emplois qui devrait peser sur la dynamique des salaires associés. Le ralentissement récent de l’activité est en effet déjà communiqué au marché du travail. L’emploi a encore progressé au troisième trimestre (+0,3% t/t) mais la perte de dynamisme est évidente en rythme annuel (1,7% après 2,6% au T2). Les heures travaillées, après avoir dépassé leur niveau d’avant la pandémie, ont montré un premier repli (-0,1% t/t), sous l’effet du ralentissement de l’activité qui devrait progressivement se propager à l’emploi lui-même. La modération de la dynamique du marché du travail est particulièrement évidente dans les services marchands où la croissance de l’emploi s’est affaiblie par rapport au trimestre précédent (de 3,7% à 2% en rythme annuel) et davantage celle des heures travaillées (de 7% à 3,4%). Le salaire par travailleur ne bénéficie plus de la dynamique de l’augmentation du temps de travail et marque aussi un ralentissement (de 4,9% au T2 à 4%). Donc, si le risque d’effets de second tour doit continuer à être surveillé, il n’apparaît pas réel pour l’instant.

Et en effet les anticipations de marché font preuve d’une certaine inertie et n’anticipent pas de décrochage de l’inflation à long terme (enquête SPF et SMA). C’est sûrement pour cela que le taux terminal de la BCE a peu remonté après sa décision passant de 2,8% le 14 décembre à 3,1% après la décision de la BCE. Finalement, le signal envoyé par la BCE avec ses projections est celui d’une inflation encore élevée en 2023 mais revenant à sa cible dès 2024. En effet, une inflation à 2,3% en 2025 est certes signe que l’environnement déflationniste de la dernière décennie n’est plus, mais n’est pas annonciateur d’un régime fortement inflationniste. Une inflation légèrement supérieure à la cible après une décennie d’inflation constamment inférieure à la cible était ce que le ciblage moyen de l’inflation visait. Le taux terminal anticipé par les marchés est cohérent avec ce taux d’inflation et une croissance inférieure au potentiel.

Choisir le moindre mal ?

Le risque d’une erreur de politique monétaire est élevé des deux côtés. Arbitrer entre le coût de trop faire et celui de ne pas faire assez n’est pas simple. D’un côté, moins on fait maintenant et plus on risque de devoir faire à l’avenir. De l’autre, il faut envisager les conséquences politiques d’une récession plus

sévère et les risques d’instabilité financière. Selon la BCE, le resserrement des conditions de financement atténuerait l’accumulation des vulnérabilités financières et réduirait les risques d’inflation à moyen terme, au prix d’un risque plus élevé de tensions systémiques et de risques plus importants pour la croissance à court terme. Il nous semble que l’action de la BCE soit asymétrique sans nécessairement avoir pondéré ces deux risques, ni définitivement tranché le débat sur la nature de l’inflation. Après une phase initiale d’action rapide sur les taux en réaction à la hausse inattendue de l’inflation et la

phase actuelle qui aurait dû être inspirée par la prudence opportuniste face à une désinflation liée à la modération de la croissance normale, une troisième phase aurait dû voir le jour, présidée par le recalibrage des taux face à une inflation plus élevée que par le passé. Mais cette séquence n’a pas été suivie par la BCE. Nous pensons que le choix de cette action asymétrique est plutôt guidé par des questions de réputation et de crédibilité, deux objectifs qui risquent d’être entravés par une communication peu lisible. ■

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
20/12/2022	Parole de banques centrales – La Banque d'Angleterre : moins vite, toujours en alerte	Royaume-Uni
19/12/2022	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un retournement d'une nature inédite	Monde
16/12/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
15/12/2022	Moyen-Orient – Afrique du Nord : les politiques économiques illustrées dans les indices d'activité	Moyen-Orient, Afrique du Nord
15/12/2022	L'immobilier « vert » : enjeux, développements futurs et solutions d'investissement	Sectoriel, transition énergétique
14/12/2022	Espagne – PERTE Chip, le grand pari du plan de relance espagnol	Espagne
13/12/2022	Chine – Vers la fin du zéro-Covid ?	Chine
09/12/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
09/12/2022	La mondialisation au secours du climat	Monde, climat
08/12/2022	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agro-alimentaire
08/12/2022	France – Investissement et santé financière des entreprises	France
07/12/2022	Espagne : situation des entreprises au T3 2022	Espagne
07/12/2022	France – Immobilier résidentiel : les nuages s'accumulent, tassement en 2022 et 2023	France
06/12/2022	France – Des ménages plus fourmis que cigales	France
05/12/2022	Union européenne – L'Inflation Reduction Act – seuls les amis peuvent vraiment décevoir	Union européenne
02/12/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
01/12/2022	Allemagne – Un peu de répit avant une très probable entrée en récession	Allemagne
01/12/2022	COP27 : un premier pas vers la justice climatique	Afrique et Moyen-Orient
30/11/2022	Géo-économie – Le nouveau rôle des puissances secondaires	Monde
30/11/2022	Espagne – Vers un ralentissement du marché immobilier ?	Espagne
29/11/2022	Italie – Meloni funambule	Italie
28/11/2022	Qatar : quel est ce pays qui accueille la coupe du monde de football ?	Afrique et Moyen-Orient

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 : 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 **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.