

Perspectives

Apériodique – n°20/213 – 8 septembre 2020

BCE : quand on reparle de déflation

Le taux d'inflation annuel en août a atteint -0,2% dans la zone euro. Elle est négative dans la plupart des grands pays – Allemagne (-0,1%), Italie (-0,5%) et Espagne (-0,6%) – à l'exception de la France (+0,2%) et les Pays-Bas (+0,3%) où elle est néanmoins en net ralentissement.

Des facteurs temporaires justifient cette baisse : report des soldes en fin d'été, baisse de la TVA en Allemagne, incorporation tardive des baisses de prix dans les services, notamment le tourisme. La baisse des prix de l'énergie (-7,8%) contribue largement à ce résultat, mais la croissance de l'indice sous-jacent des prix hors composantes volatiles affiche aussi un net ralentissement à 0,4% après 1,2% en juillet.

Il est désormais évident que l'excès de capacités suscité par la crise engendre des pressions désinflationnistes qui compensent largement les forces inflationnistes liées à la reprise de la demande et à des chocs d'offre dans certains secteurs. La BCE l'a acté déjà en juin *via* une révision à la baisse de ses prévisions d'inflation, non seulement pour cette année, mais aussi à l'horizon 2022 (de 1,6% à 1,3%) et *via* une inflation sous-jacente projetée à seulement 0,9% en 2022. Sur le même horizon, les prévisions des professionnels (*Survey of Professional Forecasters*) se sont ancrées sur une inflation sous-jacente à 1,1%.

Dans un contexte où l'effet du choc pandémique se couple à une tendance longue à la baisse à la fois de l'inflation (globalisation, flexibilisation du marché du travail, commerce électronique) et du taux d'intérêt naturel (démographie, excès d'épargne, baisse de la productivité), la question de l'efficacité de la politique monétaire par la poursuite de son objectif d'inflation se pose.

Le débat avait déjà été ouvert avant la pandémie par trois banques centrales : la Réserve fédérale, la Banque du Canada et la BCE. En initiant un processus de révision de leurs stratégies, elles ont posé très clairement la question du ciblage de l'inflation.

La Réserve fédérale est parvenue à une première conclusion : en l'absence d'un taux plancher (une borne inférieure du taux directeur que la politique monétaire ne peut ou ne veut pas franchir), l'objectif d'inflation annoncé par l'autorité monétaire réussit à ancrer les anticipations d'inflation des agents et l'autorité monétaire réussit à atteindre son objectif.

Quand, en revanche, la politique monétaire est contrainte par un taux plancher, notamment en cas de choc de demande, les anticipations d'inflation contiennent un biais baissier, car les agents perçoivent que les marges de manœuvre de la politique monétaire sont limitées. Les anticipations ne sont donc plus si parfaitement ancrées à l'objectif d'inflation annoncé.

Ce résultat est d'autant plus probable que l'objectif d'inflation est perçu comme un plafond infranchissable. Mais si l'objectif de la banque centrale est à atteindre en moyenne sur le moyen terme en ciblant une inflation

supérieure à l'objectif suite à des périodes où l'inflation a été inférieure à celui-ci, alors les anticipations seront plus facilement ancrées à la cible.

C'est ainsi que la Réserve fédérale accepte désormais d'affirmer plus fermement la symétrie de sa politique de ciblage de l'inflation pour contrer les asymétries propres à une politique monétaire conduite dans un environnement de taux naturel décroissant avec un taux plancher contraignant.

L'idée d'une fonction de réaction asymétrique afin d'atteindre un résultat plus symétrique en termes d'inflation ne devrait pas déplaire à la BCE. Bien que la révision de sa stratégie soit à un stade moins avancé que celui de la Réserve fédérale, la recherche de la BCE a déjà acté l'intérêt d'une politique de ciblage moyen de l'inflation (*average inflation targeting*)¹ permettant l'acceptation de périodes d'inflation supérieure à la cible pour compenser des périodes d'inflation trop faible. Dans une zone monétaire avec plusieurs taux d'inflation nationaux, un biais baissier des anticipations d'inflation et une inflation constamment inférieure à la cible ont des fortes implications re-distributives. Dans un contexte d'ajustement des prix relatifs et de compétitivité, qui requiert une croissance moins rapide des prix des pays dans la périphérie que dans les pays du centre, une préférence de ces derniers pour une inflation inférieure à la cible agrégée implique nécessairement une inflation bien inférieure à la cible dans la périphérie.

Certes, en zone euro, le taux plancher a été repoussé vers le bas par l'abaissement en territoire négatif du taux de dépôt, renforcé par l'abaissement du taux des TLTRO et par la compression de la prime de terme opérée par le PSPP. Néanmoins, les interrogations croissantes sur le niveau du *reversal rate* qui jouerait comme le taux plancher effectif ont sûrement affecté les anticipations d'inflation empêchant d'anticiper de nouvelles baisses des taux significatives.

Alors, comme l'a si bien évoqué le gouverneur de la Banque d'Angleterre Bailey, la question, au-delà du débat en cours sur le ciblage de l'inflation, reste celle des marges de manœuvre disponibles pour des politiques non conventionnelles. Le plan de relance de l'UE et la plus forte tolérance à des expansions budgétaires en zone euro fournissent un large choix d'actifs pour pallier les contraintes à l'expansion du bilan de la BCE. ■

Paola MONPERRUS-VERONI

paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

¹ F. Budianto, T. Nakata, S. Schmidt "Average inflation targeting and the interest rate lower bound", *ECB Working Paper 2394*, april 2020.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
04/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
31/08/2020	<u>Allemagne – Conjoncture : PIB au T2-2020</u>	Allemagne
19/08/2020	<u>Zone euro – Conjoncture : flash PIB au T2 2020</u>	Zone euro
04/08/2020	<u>Italie – Scénario 2020-2021 : faire face à un choc majeur</u>	Italie
03/08/2020	<u>Italie – Conjoncture : flash PIB</u>	Italie
31/07/2020	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : une contraction record du PIB au T2, mais une reprise assez nette entre mi-mai et fin juin</u>	France
27/07/2020	<u>Royaume-Uni – Scénario 2020-2021 : Covid-19 + Brexit = double peine</u>	Royaume-Uni
24/07/2020	<u>Espagne – Scénario 2020-2021 : un bilan économique très lourd</u>	Europe
22/07/2020	<u>L'exigence et le défi de la rénovation énergétique des bâtiments</u>	France, immobilier
20/07/2020	<u>Europe de l'Est – Quelques indices politiques sur le monde post-Covid</u>	PECO
20/07/2020	<u>Allemagne – Scénario 2020-2021 : une croissance sévèrement amputée par la crise sanitaire</u>	Allemagne
17/07/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/07/2020	<u>Zone euro – Scénario 2020-2021 : mobilisation pour une sortie de crise homogène et coordonnée</u>	Zone euro
16/07/2020	<u>Génération Covid, génération sacrifiée ?</u>	Géopolitique

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

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

 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 **Études ECO** disponible sur l'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.