

# Inflation : Mario Draghi tire ses dernières cartouches

La réunion du 10 mars prochain de la BCE revêt une importance cruciale du fait du désancrage manifeste des anticipations d'inflation. Les forwards d'inflation à 5 ans, qui constituent un indicateur fiable d'évolution future de l'inflation, évoluent actuellement à 1,36%. Cela indique que les investisseurs ne croient pas à la capacité de la banque centrale à atteindre son objectif d'inflation officiel à 2% à moyen terme.

La crédibilité de la BCE est particulièrement mise en question alors, qu'au même moment, la Réserve Fédérale américaine semble en passe de rater son pari et d'avoir une inflation dans les clouds ici les prochaines années. En effet, l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix volatils de l'alimentation et de l'énergie, a atteint 1,7% sur un an en janvier outre-Atlantique, soit un point haut depuis juillet 2014, tandis qu'elle n'attendait que de 1% en zone euro sur la même période. Résultat, le spread entre l'inflation sous-jacente aux Etats-Unis et en zone euro n'a jamais été aussi élevé depuis 2001 !

La hausse de l'inflation américaine s'explique par la conjonction de trois facteurs favorables : Obamacare, la hausse des loyers et les augmentations des salaires les plus bas. En zone euro, c'est tout l'inverse qui semble se produire. Au regard du ralentissement récent de l'inflation, les craintes d'effets de second tour apparaissent. Concrètement, cela signifie que les entreprises, influencées par la baisse des cours du pétrole, gèreraient leurs prix de vente et les salaires. Pour l'instant, rien ne semble empiriquement prouver qu'un tel processus soit en train de se mettre en place en zone euro. Néanmoins, le risque est bien présent et c'est, justement, ce que redoute le Conseil des gouverneurs de la BCE.

La pression est donc maximale sur les épaules de Mario Draghi. Selon une récente enquête de Bloomberg, plus de 98% des économistes interrogés s'attendent à une action de la part de la BCE cette semaine, 100% considèrent qu'il y aura une nouvelle baisse du taux de dépôt et près de 73% anticipent un renforcement du QE. Au regard de ces attentes, Mario Draghi ne peut pas se permettre de décevoir. Le défi sera double pour lui ce jeudi : il devra surprendre le marché sur le court terme par la vigueur des nouvelles mesures annoncées et aussi convaincre de la capacité de la BCE à agir de nouveau, si nécessaire, sur le long terme.

Pour réussir à rassurer les investisseurs sur l'aptitude de la banque centrale à remplir son mandat, il faudra compter sur l'effet de surprise. Seul problème, Mario Draghi n'est pas en mesure de sortir un lapin de son chapeau, comme il avait aussi le faire lors des mois précédents. La BCE dispose de leviers d'action de plus en plus limités et, surtout, qui sont déjà connus par le marché. Nous considérons que quatre mesures principales, qui recourent les principaux outils de politique monétaire disponibles, pourraient être annoncées :

- baisse du taux de dépôt à deux niveaux sur le modèle suisse. Un taux de dépôt plus bas, à « punitif », s'appliquerait aux dépôts dépassant les réserves obligatoires des banques à partir d'un seuil prédéterminé. En Suisse, le taux de -0,75% concerne seulement les dépôts qui sont 20 fois supérieurs au montant minimum des réserves des banques ;
- renforcement du QE de 60 milliards EUR à 75 milliards EUR par mois jusqu'en décembre

2017, contre mars 2017 jusqu'au printemps ;

- levée pour les titres notés triple A (Allemagne et Banque Européenne d'Investissement) de l'interdiction faite à la BCE de racheter plus de 25% de chaque émission ;

- Elargissement de la liste des agences éligibles au QE (Unedic, SNCF Réseau etc.).

En accentuant les montants mensuels rachetés et en prolongeant le QE dans le temps, se pose la question de la profondeur de marché. Concrètement, comment trouver suffisamment d'actifs éligibles à racheter ? Les deux dernières mesures proposées permettent de contourner, au moins temporairement, cette barrière.

Pour autant, un renforcement du dispositif actuel de la BCE a assez peu de chances d'atténuer suffisamment l'inflation et de permettre à la croissance de s'amplifier. Des interrogations conséquentes subsistent à propos de l'impact réel sur l'économie des mesures expansionnistes, comme le taux de dépense négatif. En outre, les implications négatives du QE vont croissantes, notamment en termes de mauvaise allocation des ressources. Sans recours à une politique d'investissement public forte, il est probable que la zone euro soit condamnée à une faible inflation sur la durée peu créatrice de richesse.

Cette situation est aussi la preuve incontestable de l'échec de la science économique. Les économistes doivent être humbles et reconnaître que la politique monétaire est particulièrement complexifiée et que, dans ce contexte, les implications exactes des outils habituellement utilisés, qu'il s'agisse de la gestion par les taux d'intérêt ou par le bilan, sont méconnus. Inévitablement, l'incapacité manifeste des banques centrales à sortir l'économie de son atonie aboutira à une refonte de la discipline économique et des dogmes qui ont prévalu depuis plus de trente ans.

Yves Mersch, membre du directoire de la BCE, a été suffisamment lucide pour le reconnaître à demi-mot fin février. « Nous pourrions bien être entrés dans un monde où les relations macroéconomiques établies ne fonctionnent plus avec la même régularité qu'avant », a-t-il avoué. Il s'agit certainement de la phrase la plus censée prononcée par un banquier central depuis des années.