



Inflation : comment mieux tenir compte des anticipations des ménages ?

Bundesbank, Francfort

26 septembre 2019

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

en présence de Jens Weidmann

Mesdames et Messieurs,

C'est un grand plaisir pour moi d'ouvrir - avec mon collègue Jens Weidmann - cette conférence commune de la Bundesbank et de la Banque de France consacrée au thème des anticipations des ménages. Je tiens à remercier chaleureusement la Bundesbank : cette coopération franco-allemande témoigne que nos deux institutions peuvent promouvoir et contribuer à des travaux de recherche de qualité sur un sujet de politique monétaire qui se situe au cœur de l'actualité. L'année dernière, un recul important des anticipations de marché en matière d'inflation a été observé, alors que les anticipations des ménages se sont inscrites en hausse régulière. Cette divergence est un défi pour notre évaluation des anticipations d'inflation. Toutes les contributions intéressantes qui vous seront présentées au cours des deux prochains jours illustreront combien l'observation des anticipations d'inflation en dehors des marchés financiers peut être riche d'enseignements.

I. Les anticipations d'inflation : une question fondamentale pour la politique monétaire

1.1. Pertinence pour les banques centrales en matière de politique monétaire

Des anticipations d'inflation stables à un niveau proche de notre objectif sont - bien entendu - fondamentales pour notre politique monétaire : elles fournissent un ancrage nominal solide qui nous aide à stabiliser l'inflation en cas d'importants chocs de demande ou d'offre. Depuis les années 1990, la gestion des anticipations d'inflation par le biais de la communication des banques centrales est devenue un outil conventionnel de politique monétaire. De nombreux éléments suggèrent que cette politique a contribué à ancrer les anticipations d'inflation et à réduire leur volatilité, face à d'importants chocs inflationnistes ou déflationnistes. La Grande Crise

Financière constitue un bon exemple : à l'époque, les anticipations d'inflation robustes et solidement ancrées dans la zone euro ont contribué à neutraliser les puissantes forces déflationnistes qui affectaient nos économies.

Toutefois, depuis lors, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché dans la zone euro se sont inscrites en baisse, une baisse encore plus prononcée depuis début 2019. Ce recul des anticipations de marché a soulevé, parmi les analystes qui suivent les banques centrales, des interrogations sur les risques potentiels de désancrage des anticipations d'inflation et, plus généralement, sur notre capacité à remplir notre mandat de stabilité des prix.

1.2. La nécessité d'une meilleure information en matière d'anticipations des ménages

Je voudrais souligner que les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ne sont pas les seules mesures disponibles pour évaluer les risques futurs en matière d'inflation. Les prévisionnistes professionnels et les projections du consensus économique fournissent un chiffre nettement plus élevé que le taux de *swaps* indexé sur l'inflation 5a5a, à environ 1,7 %, plutôt que de 1,2 à 1,3 %, bien que tous ces indicateurs d'anticipations d'inflation se soient orientés à la baisse au fil du temps (Graphique 1). Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché présentent également des limites techniques : premièrement, en raison de la liquidité des marchés financiers et, deuxièmement, car elles sont affectées par l'évolution de la prime de risque au fil du temps. De plus, si les anticipations des marchés financiers fournissent des informations sur les conditions de financement futures, l'évolution des prix et des salaires dépend plus largement et directement de ce que prévoient les ménages et les entreprises en matière de

croissance et d'inflation futures. Par conséquent, les enquêtes réalisées auprès des entreprises et des ménages peuvent fournir des informations extrêmement utiles et précieuses sur les anticipations.

Mieux suivre les anticipations d'inflation du grand public n'est pas chose aisée, dans la mesure où les anticipations d'inflation des entreprises ou des consommateurs ne sont pas directement observables. Pour le moment, des données fiables sur les anticipations d'inflation des consommateurs ou des entreprises sont rares dans la zone euro, tandis que dans d'autres juridictions, de nombreuses enquêtes relatives aux anticipations ont été développées – parmi les exemples connus et récents, on peut citer la *New York Fed Survey*, la *Tankan survey* au Japon ou les différentes enquêtes de la Banque d'Angleterre. À cet égard, la nouvelle enquête de la Bundesbank relative aux ménages contribue à combler cette lacune et constitue également un excellent exemple des efforts récemment mis en œuvre par les banques centrales pour collecter de nouvelles informations de meilleure qualité concernant les anticipations des agents économiques.

II. La communication des banques centrales doit également cibler les ménages

Pour le moment, les informations les plus fiables dont nous disposons en matière d'anticipations d'inflation du grand public dans la zone euro proviennent de l'enquête menée auprès des consommateurs par la Commission Européenne. Si l'on compare les différentes sources d'anticipations d'inflation avec les anticipations tirées de l'enquête menée auprès des consommateurs, nous observons qu'elles délivrent un message très différent de celui des marchés financiers sur le niveau des

anticipations d'inflation. Les ménages européens perçoivent un taux d'inflation proche de 10 %, tandis que leurs anticipations d'inflation sont plus proches de 5 %.

Un tel résultat implique que nous devons nettement améliorer notre communication destinée à un public plus large. Nous pouvons également en conclure que, si les ménages ne sont pas pleinement conscients du niveau de l'inflation, ils perçoivent cependant assez correctement l'évolution globale de l'inflation au fil du temps (Graphique 2). Comme l'a déjà souligné Benoît Coeuré ¹, si les ménages ne sont pas des prévisionnistes professionnels, leurs anticipations d'inflation et les projections des prévisionnistes professionnels sont toutefois généralement bien corrélées sur un même horizon de prévision (un an) (Graphique 3). Cependant, nous observons au cours de la période récente une divergence entre les anticipations des consommateurs et les indicateurs des marchés financiers. Dans la mesure où cela pourrait fortement affecter la trajectoire future de l'inflation, cette tendance récente soulève d'importantes questions : cette divergence persistera-t-elle ou est-elle temporaire ? Quelles sont les origines de la divergence entre les anticipations d'inflation des marchés financiers et celles des ménages ?

III. Les anticipations d'inflation des entreprises présentent également un intérêt primordial pour les banques centrales.

Même si cette conférence porte essentiellement sur les anticipations des ménages, j'aimerais souligner que suivre les anticipations d'inflation des entreprises présente également un intérêt primordial du point de vue de la politique monétaire.

L'information sur les anticipations d'inflation des entreprises est encore plus rare que pour les ménages. Cette rareté de l'information tranche fortement avec sa pertinence

¹ B. Coeuré (2019). « *Inflation expectations and the conduct of monetary policy* », discours prononcé lors d'un événement organisé par le *SAFE Policy center* le 11 juillet 2019

pour la conduite de la politique monétaire : *in fine*, les entreprises fixent les prix dans l'économie et prennent également part au processus de fixation des salaires. De plus, des résultats empiriques indiquent que leurs anticipations affectent leurs décisions économiques, telles que l'emploi ou l'investissement. Les données recueillies auprès des entreprises néo-zélandaises sont parmi les plus exhaustives et montrent que les anticipations d'inflation des chefs d'entreprise ne sont pas si différentes de celles des ménages. En Europe, la Banca d'Italia a également développé une enquête très riche et instructive concernant les anticipations des entreprises depuis 1999. La Bundesbank a elle aussi réalisé une enquête très intéressante, qui demandait aux syndicats et aux employeurs quel était le niveau d'inflation visé dans le dernier accord salarial collectif. Il serait très utile de disposer de données comparatives sur ces questions pour les différents pays de la zone euro. Je suis convaincu qu'analyser davantage les anticipations des entreprises produirait des informations très précieuses et pertinentes pour notre politique monétaire.

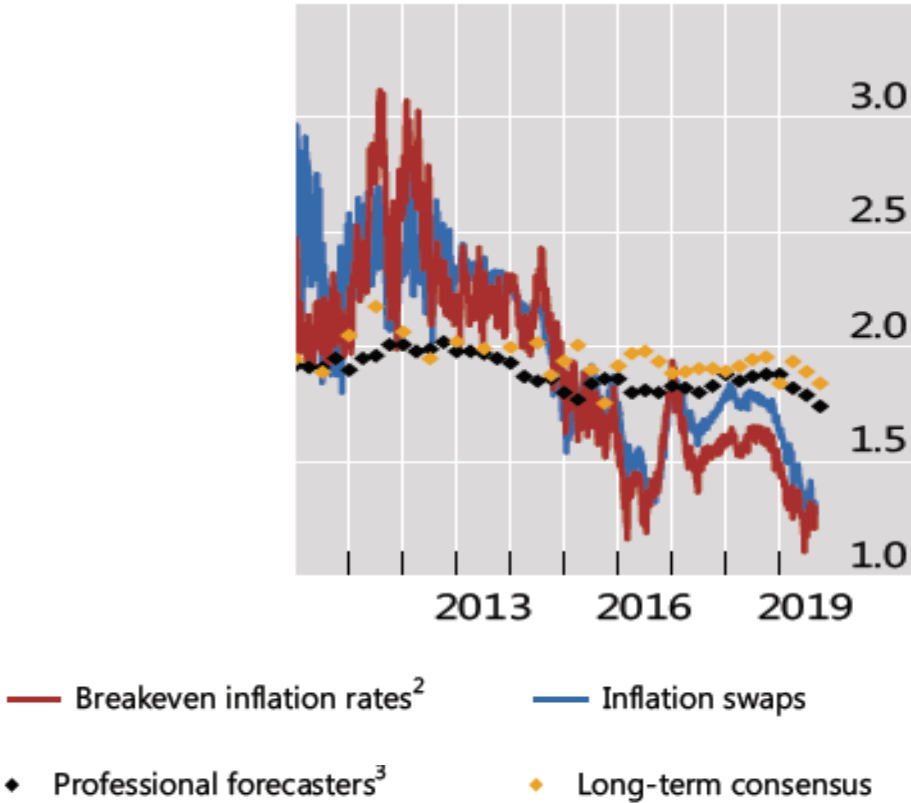
Conclusion

Permettez-moi de conclure en rappelant que nous devons mieux mesurer les anticipations d'inflation des consommateurs et des entreprises. Ce manque d'information empêche nos politiques de communication d'être pleinement efficaces. Le type d'outils pouvant être mobilisé pour améliorer la communication avec le grand public et influencer ses anticipations d'inflation constitue un sujet important pour la politique monétaire.

Cette conférence constitue une occasion unique de bénéficier des analyses des experts les plus distingués sur toutes les questions passionnantes qui sont liées aux

anticipations des ménages. Je vous souhaite des discussions très fructueuses. Je vous remercie de votre attention.

Graphique 1 Anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro

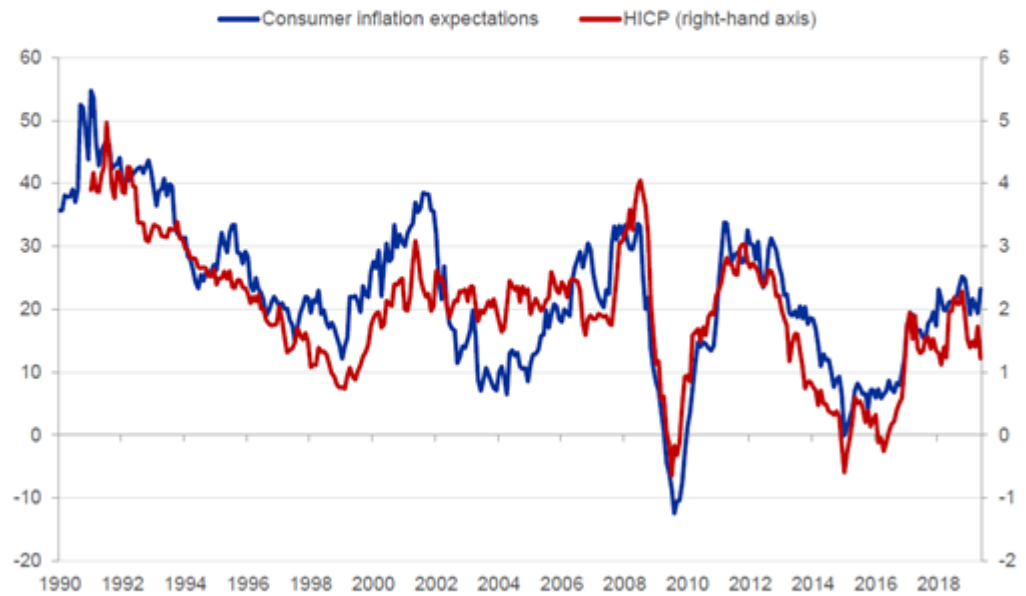


Source : Rapport de la BRI « *Recent developments in the global economy* » (août 2019)

Graphique 2 Les ménages perçoivent assez correctement l'évolution globale de l'inflation

Household inflation expectations and HICP inflation

(left-hand scale: balance statistic; right-hand scale: percent per annum)



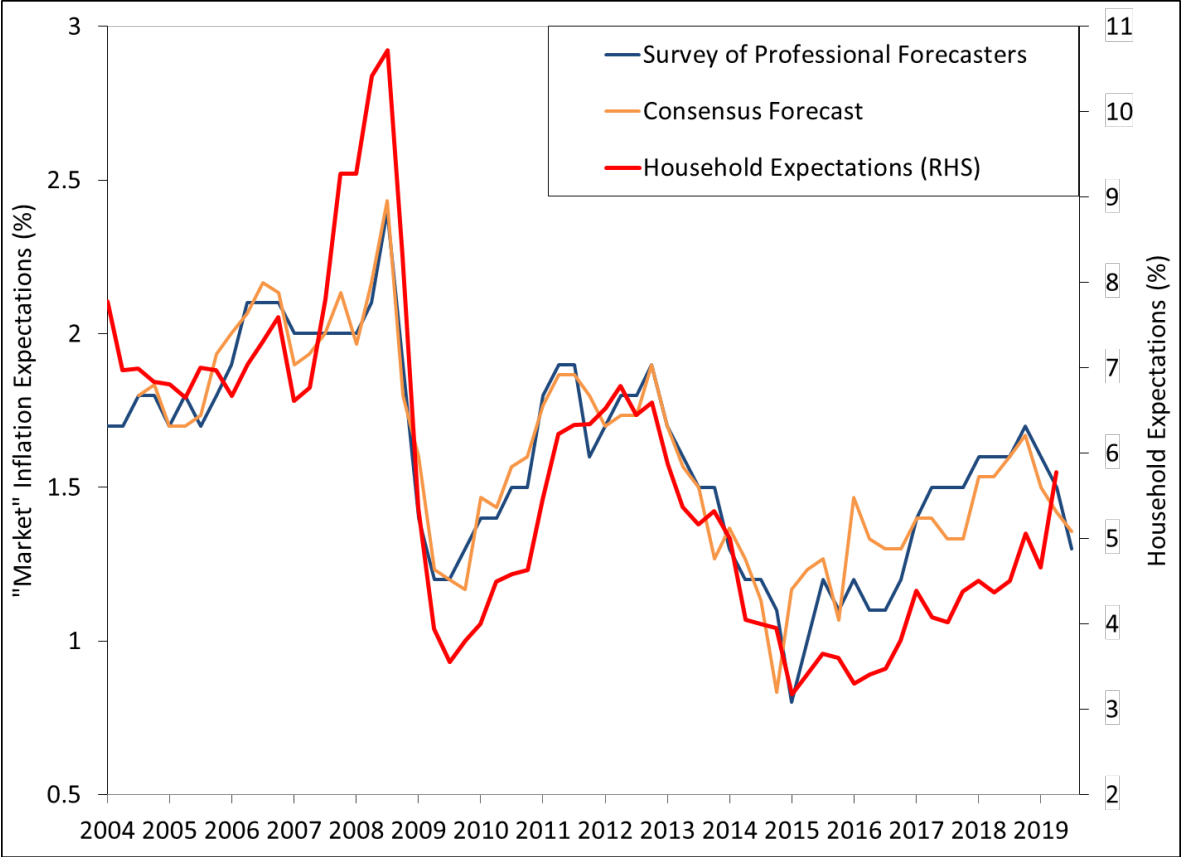
Sources: European Commission and ECB.

Notes: Inflation expectations refer to expectations for the next 12 months.

Latest observation: June 2019.

Source : B. Coeuré (2019). « *Inflation expectations and the conduct of monetary policy* », discours prononcé lors d'un événement organisé par le *SAFE Policy center* le 11 juillet 2019

Graphique 3 La divergence récente entre l'évolution des anticipations d'inflation des ménages et les mesures extraites des instruments de marché



Sources : BCE, Commission Européenne