

PRÉVISIONS D'INFLATION: « FAITES-NOUS CONFIANCE ! », TEL EST LE MESSAGE DES BANQUES CENTRALES

Une confiance accrue dans la qualité des prévisions économiques d'une banque centrale améliore la transmission monétaire et, par conséquent, l'efficacité de la politique monétaire. Dans l'environnement actuel de montée des tensions inflationnistes, la conviction des opérateurs du marché de la supériorité des banques centrales en matière de prévisions devrait limiter la hausse des anticipations d'inflation. La recherche permet néanmoins d'en douter. Même si les projections de la Réserve fédérale ont tendance à comporter moins d'erreurs que celles du secteur privé, l'écart s'est réduit depuis les années 1990. Dans la zone euro, les erreurs des prévisions d'inflation, fournies par les services de l'Eurosystème et de la BCE, sont comparables à celles de l'enquête de la BCE réalisée auprès des prévisionnistes professionnels.

Une confiance forte dans la qualité des prévisions économiques d'une banque centrale est gage d'amélioration de la transmission monétaire et, par conséquent, de l'efficacité de la politique monétaire. Ces prévisions permettent de piloter les anticipations des ménages et des entreprises, mais aussi d'influencer l'évaluation des perspectives économiques par les prévisionnistes du secteur privé. Cette influence peut être directe — les prévisions de la banque centrale servent de référence aux prévisions privées — ou indirecte. Ainsi, les changements observés dans la communication des banques centrales, ou les décisions de politique monétaire inattendues, peuvent être interprétées comme le signal d'une modification de leur évaluation des perspectives. Un relèvement non anticipé des taux peut ainsi entraîner une révision à la hausse des prévisions de croissance du secteur privé, ce qui, de prime abord, semble contre-intuitif¹.

Ces questions revêtent une importance particulière dans le contexte actuel, compte tenu de l'accroissement des tensions inflationnistes, comme en témoignent les enquêtes auprès des chefs d'entreprises dans un grand nombre de pays. Ces évolutions ont entraîné une hausse des anticipations d'inflation dans les marchés obligataires. Le message de la Réserve fédérale et de la BCE est, pour leur part, le suivant : la hausse de l'inflation, due à des ruptures d'approvisionnement, devrait être provisoire. La confiance des opérateurs du marché dans la supériorité des compétences des banques centrales, en matière de prévision, devrait limiter l'accroissement des anticipations d'inflation. Que nous enseignent les données historiques sur ce point? D'après une analyse effectuée par la BCE², les erreurs des projections macroéconomiques portant sur l'inflation dans la zone euro, établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE, égalent celles de l'enquête des prévisionnistes professionnels (EPP), mais sont inférieures à celles des autres institutions³. Cependant « tous les prévisionnistes ont sous-estimé la hausse de l'IPC de 2010 à 2012, ainsi qu'en 2017 et en 2018, mais l'inflation a surpris tout le monde à la baisse de 2013 à 2016 ». Aux États-Unis, avant les réunions du FOMC, les équipes du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale établissent un ensemble complet de prévisions, basées sur des modèles

économétriques, sur des évaluations subjectives et une « suggestion de trajectoire » pour la politique monétaire. Ces prévisions sont rendues publiques cinq ans plus tard⁴. Une analyse⁵ de l'inflation sous-jacente des dépenses de consommation des ménages (« Core PCE »), couvrant la période 1997-2008, montre que, pour des horizons de prévision à plus d'un an, la performance de ces projections a tendance à être inférieure à celle de méthodes alternatives simples, basées sur le comportement historique de l'inflation ou sur l'hypothèse que l'inflation suit un mouvement aléatoire⁶.

Un document de travail de la BCE⁷ conclut que, pour la période 1968-2006, les projections de la Réserve fédérale concernant l'inflation et la croissance de la production sont de meilleure qualité que celles du secteur privé. Cependant, « la performance relative des prévisions n'est pas [...] bonne en cas de chocs macroéconomiques majeurs comme la Grande modération et les chocs pétroliers ». La pandémie de Covid-19 constituant un choc massif, cette remarque pourrait se révéler très pertinente dans l'environnement actuel. D'autres auteurs considèrent que la supériorité des prévisions de la Fed concernant l'inflation a nettement diminué depuis 1994, même si elle subsiste⁸. Pour conclure, peut-être faut-il voir, derrière l'insistance mise par la Fed et la BCE sur le caractère temporaire de la hausse de l'inflation due aux déséquilibres de l'offre et de la demande, le message suivant : « Faites-nous confiance, nous savons ce que nous faisons ! ». Au vu de l'étude comparant la qualité prédictive des projections des banques centrales et celles du secteur privé, les opérateurs du marché vont probablement pêcher par excès de prudence, ce dont témoigne la remontée des rendements obligataires nominaux.

William De Vijlder

1 Ces questions sont analysées dans Pascal Paul, *Does the Fed Know More about the Economy?*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2019-11.

2 La performance des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE depuis la crise financière, Bulletin économique de la BCE, n° 8/2019.

3 Les projections des services de l'Eurosystème et de la BCE ont été comparées aux chiffres de l'EPP, de la Commission européenne, du Fonds monétaire international (FMI) et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).

4 *Economic Forecasting: Comparing the Fed with the Private Sector*, Federal Reserve of St Louis, *Regional Economist*, 3^e trimestre 2019. Les prévisions sont regroupées dans le Tealbook, préalablement désigné par « Greenbook ».

5 Chang, Andrew C. and Tyler J. Hanson (2015). *The Accuracy of Forecasts Prepared for the Federal Open Market Committee*, Finance and Economics Discussion Series 2015-062. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.062>.

6 Cette approche repose sur l'hypothèse que la meilleure estimation de l'inflation de la période suivante est le taux d'inflation de la période actuelle.

7 BCE, *Does the Federal Reserve staff still beat private forecasters?*, document de travail n°1635, février 2014.

8 Edward N. Gamber and Julie K. Smith, *Are the Fed's inflation forecasts still superior to the private sector's?*, *Journal of Macroeconomics*, juin 2009.



La confiance des opérateurs du marché dans la qualité supérieure des prévisions des banques centrales devrait limiter l'augmentation des anticipations d'inflation. La recherche jette, néanmoins, le doute sur le bien-fondé d'une telle confiance.

