Interview de Klaas Knot pour Les Echos

**La guerre en Ukraine entre dans sa quatrième semaine. Quelles sont les conséquences pour l’Europe?**

La guerre en Ukraine est avant tout une tragédie humanitaire d'une amplitude incompréhensible. Personne n'aurait imaginé un tel conflit entre deux états souverains sur le continent européen. Les Ukrainiens défendent des valeurs auxquelles l'Union européenne est extrêmement attachée. En tant que banquier central, je me concentre sur les conséquences économiques de ce conflit, notamment sur la stabilité des prix qui est notre mandat principal. La crise ukrainienne a amplifié une situation pré existante. Elle crée un nouveau choc d’offre qui aura pour effet une inflation plus élevée pendant plus longtemps. Elle aura aussi un impact négatif sur la croissance en zone euro.

**Comment estimer l’impact de cette guerre ? Peut-elle conduire à une récession ?**

Nous sommes dans une époque dominée par ce que je qualifierais d’incertitudes fondamentales . Nous pouvons élaborer plusieurs scénarios sur l'évolution de l'économie, mais il est extrêmement difficile de déterminer le plus probable. Néanmoins, nous sommes sortis de la crise de la pandémie en bien meilleure forme que ce que la plupart des gens imaginaient. Avant que n’éclate la guerre, la croissance de la zone euro était attendue à plus de 4% en 2022. Je ne pense donc pas que nous faisons déjà face à une stagnation de l'économie, ni à une récession, comme certains le redoutent. D’autant que la réaction budgétaire à la crise ukrainienne n’est pas encore prise en compte dans nos projections. Les dépenses fiscales pour accroitre le budget de la défense, développer les énergies renouvelables, financer la mise à l’abri des réfugiés ou compenser la perte de pouvoir d’achat des ménages, atténueront de façon significative l'impact négatif de la crise sur la croissance.

**La Banque centrale européenne ne devrait-elle pas maintenir un filet de sécurité via le programme d'achats d’actifs ?**

En ce qui concerne notre politique monétaire, il est clair pour moi que nous avons atteint notre objectif premier. L’inflation converge vers notre cible de 2% à moyen terme, et les conditions pour commencer une normalisation sont réunies. Il n'y a plus de raison aujourd'hui de maintenir un tel niveau de relance monétaire via le programme d’achat d’actifs et les taux directeurs négatifs. C’est pour cela qu’il était légitime d’annoncer , le 10 mars, la fin probable de notre programme d’achats d’actifs (APP) au troisième trimestre. Mais si les conditions de financement des pays de la zone euro venaient de nouveau à se fragmenter – ce qui nuirait à la transmission homogène de notre politique monétaire dans tous les pays -, nous n’hésiterions pas à réagir.

Si les spreads (les différences de taux d’emprunts entre les Etats de la zone euro, NDLR) s’écartaient exagérément, notre première ligne de défense serait de réorienter les réinvestissements du PEPP (le programme d’achats « urgence pandémie » qui prend fin ce mois-ci, NDLR). Si ce n’était pas suffisant, alors le Conseil des gouverneurs de la BCE prendrait d’autres mesures, comme il l’a déjà fait par le passé. Pour l’instant toutefois, malgré de récents ajustements, les spreads restent à des niveaux historiquement bas.

**Que peut faire une banque centrale face à une inflation qui est tirée par les prix de l’énergie ?**

Contre la hausse des prix de l’énergie, la banque centrale ne peut pas grand-chose. C’est un choc qui émane de l’extérieur de la zone euro, hors de notre contrôle. En revanche, il est de notre responsabilité d’éviter que cette inflation temporaire s’ancre dans les anticipations d’inflation et conduise à une inflation structurellement plus élevée. Le mieux que nous puissions faire est d’exécuter notre mandat. Etant donné que l’inflation semble converger vers notre cible de 2% à moyen terme, il n’est pas nécessaire de maintenir un soutien monétaire sans précédent.

**La forte inflation que nous enregistrons actuellement ne semble pourtant pas avoir d’impact sur les salaires...**

Même si nous avons déjà revu notre projection à la hausse, je pense que le risque est plutôt que l'inflation à moyen terme augmente encore. Pour janvier et février, cinq des six différents indicateurs que nous utilisons à la BCE pour évaluer l’inflation sous-jacente étaient à leur plus haut niveau depuis 22 ans. Et le sixième en est proche. Il y a donc eu un renforcement des pressions inflationnistes, au-delà des prix de l’énergie. Il est vrai que de nous ne voyons pas d'effets de second tour sur les salaires pour l'instant. Mais la tâche d’une banque centrale n’est pas d’attendre que ces effets se manifestent, car il est alors trop tard pour agir. Plus longue sera la période de forte inflation et plus importante sera la probabilité que les salaires commenceront à augmenter plus tard dans l’année . Nous devons prendre en compte ce risque pour décider de l’évolution de notre politique monétaire.

**Pensez-vous que les entreprises soient prêtes à augmenter les salaires alors que la crise en Ukraine et l’inflation pèse sur leurs perspectives d'activité et de résultats ?**

On peut également se poser la question inverse. Pourquoi est-ce que les salariés accepteraient de perdre 5,1% de leur pouvoir d'achat alors qu’en en zone euro le taux de chômages est au plus bas depuis que l'Union économique et monétaire a été mise en place. La meilleure surprise que nous ayons eu après la pandémie de COVID est que le marché du travail s’est beaucoup plus renforcé que ce que nous avions anticipé. Cela donne plus de poids aux employés dans les négociations salariales.

**Diriez-vous que le message livré par Christine Lagarde lors de la conférence de presse a été bien compris par les marchés ?**

Les marchés ne s'attendaient pas à ce que nous annoncions la fin de l’APP, ce que j’ai trouvé un peu étonnant. Les surprises relatives à l’inflation de janvier et février étaient bien connues, et nous avions déjà annoncé que nous réagirions en mars. En période de brouillard, une banque centrale doit faire de sa prévisibilité un phare. Notre prévisibilité vient du fait que nous avons un mandat très clair : la stabilité des prix. Ce n’est que lorsque cet objectif est assuré que nous pouvons nous pencher sur des objectifs secondaires comme la croissance économique et le chômage. Déjà au premier trimestre nous avons commencé à réduire le rythme des achats d’actifs sans créer de turbulences sur le marché . Après une brève réaction initiale à notre décision de mars Les marchés se sont stabilisés autour de niveaux de rendement et de spreads un peu plus élevés En réalité, la décision a été très bien assimilée par les marchés, même si au premier abord, elle les a quelque peu surpris.

**Certains à la BCE estiment que l’arrêt des achats en juin doit être conditionné à l’évolution des données économiques. Quel est pour vous le scénario le plus probable ?**

Nous avons annoncé que les achats d’actifs nets dans le cadre de l’APP devraient s’arrêter au troisième trimestre. Sous condition bien sûr que, dans l’intervalle, il n’y ait pas de fléchissement des perspectives d’inflation nous conduisant à revoir notre engagement. Mais, encore une fois une hausse de l’inflation est plus probable qu’une baisse. Si les perspectives sont les mêmes en juin qu’aujourd’hui, nous déciderons de mettre fin à nos achats. Quant à la date exacte de cet arrêt – juillet, août ou septembre -, on peut rappeler que, depuis le dernier trimestre 2021, nous réduisons les volumes d’achats de 10 millions d’euros par mois sans déclencher de turbulences sur le marché. Et qu’en juin, il ne nous restera plus qu’une enveloppe de 20 millions d’euros…

**Dans un contexte où les états vont devoir augmenter significativement leurs dépenses pour faire face aux conséquences de la guerre, ne serait-il pas plus opportun de poursuivre le soutien monétaire ?**

Cela signifierait que nous devrions poursuivre un autre mandat que celui fixé par le traité. Le programme d’achat d’actifs est un instrument destiné à combattre le risque de déflation. Juridiquement, son rôle est de renforcer les effets accommodants des faibles taux d’intérêts. Cette situation appartient au passé. Nous sommes dans une période de forte inflation. Les raisons de l’existence de l’APP ont disparu. Il est souhaitable de réduire nos achats sans créer de turbulences sur le marché. Si nous devions maintenir les achats d’obligations uniquement pour créer des conditions de financement favorables pour les Etats, cela créerait une situation de domination budgétaire inacceptable.

Bien sûr, si les pouvoir politiques veulent changer le traité de Maastricht, qui définit notre mandat, ils le peuvent. Nous vivons dans une société démocratique. Toutefois, je considère que cela n’est ni probable ni souhaitable, car la stabilité des prix est la meilleure protection que nous puissions offrir au pouvoir d’achat de nos concitoyens.

**Si les achats nets s’arrêtent au troisième trimestre, cela veut bien dire qu’une première hausse des taux interviendra avant décembre ?**

Rien n’est complètement sûr ou inévitable dans un environnement incertain. Selon les informations dont nous disposerons à la fin de l’été sur l’impact du conflit ukrainien, sur les perspectives d’inflation à moyen terme, nous déciderons du moment opportun pour relever le taux directeur . Aujourd’hui, j’estime que l’hypothèse envisagée par les marchés d’une première hausse de taux plus tard cette année est tout à fait réaliste.

**Est-ce que la cible d’inflation de 2% est vraiment symétrique ? Il semblerait qu’il y ait une plus grande tolérance à une faible inflation …**

Au cours de la dernière décennie, nous avons continuellement multiplié les efforts pour combattre la faible inflation. J’ai coutume de dire pour plaisanter que nous avons procédé à une immense « danse de la pluie » pour la faire repartir. Nous avons passé les taux en territoire négatif, nous avons lancé des vagues de LTROs et de TLTROs (des prêts de long terme à bas coût destinés aux banques, NDLR), nous avons mis en place des programmes d’achats d’actif. Nous n’hésiterons pas à agir si l’inflation devait se stabiliser de nouveau au-dessous de 2%.

**La guerre en Ukraine semble avoir reporté la révision du pacte de stabilité européen. Que faudrait-il changer selon vous ?**

La guerre en Ukraine montre à quel point la discipline et la consolidation budgétaires sont importantes. Il est indispensable de créer des marges de sécurité financière, notamment parce qu’en tant de crise comme celle-ci, les dépenses publiques devront être augmentées. Nous avons besoins de règles budgétaires, mais elles peuvent être améliorées, par exemple en remplaçant les ambiguïtés relatives aux déficits structurels par une règle de dépenses plus robuste. Au sortir de la crise, le niveau d’endettement va devoir également diminuer en zone euro. . Je continue à penser qu’une dette de 60% du PIB est une cible adaptée. Mais le chemin d’ajustement vers cette cible doit être individualisé. Il n’est pas réaliste de penser que les pays qui ont une dette supérieure à 100% puissent revenir à 60% en 20 ans.