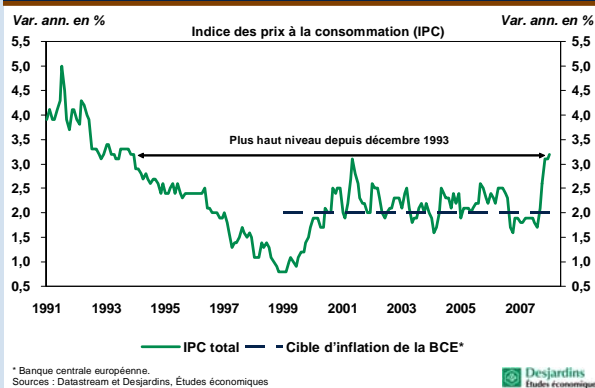


La BCE abaissera son taux directeur au printemps

La Banque centrale européenne (BCE) a les mains liées. L'économie eurolandaise est clairement sur une tendance baissière : les indicateurs précurseurs pointent depuis quelques mois vers un ralentissement économique, et la correction boursière du début de janvier a montré que la zone euro n'est pas immunisée autant qu'on pourrait le croire contre la crise de crédit et des liquidités et face aux risques de dérapage de l'économie américaine. Le problème est qu'en parallèle l'inflation a bondi à 3,2 % en janvier, son plus haut niveau des 14 dernières années (voir graphique 1).

Dans ce Point de vue économique, nous montrons qu'au bout du compte les taux d'intérêt directeurs devront baisser. À court terme, la BCE se montrera prudente en raison de son mandat de stabilité des prix. Toutefois, le retrait graduel de l'inflation et la prépondérance des risques sur la croissance amèneront la BCE à amorcer un cycle d'assouplissement. Par souci de transparence, la BCE continuera d'adoucir le ton au cours des prochaines réunions, ce qui portera vraisemblablement les premières diminutions uniquement à partir du printemps. Mais la BCE décrit déjà l'incertitude entourant la croissance comme étant « inhabituellement élevée », ce qui pourrait se traduire par des baisses plus rapides que prévu. Par conséquent, il faut s'attendre à une accentuation de la pente de la courbe de rendement eurolandaise.

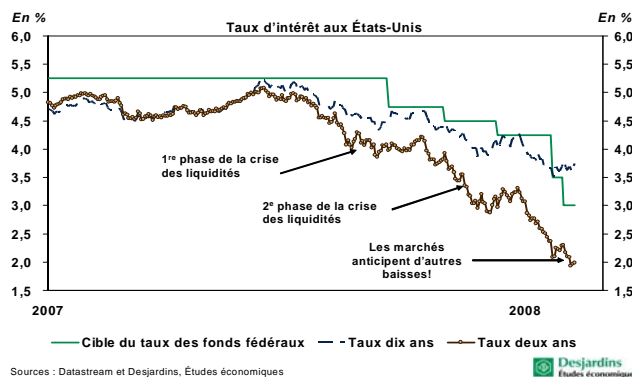
Graphique 1 – L'inflation totale a bondi à son plus haut niveau des 14 dernières années



PAS D'EFFETS DE DÉCOUPLAGE

À notre avis, le scénario de récession profonde reste peu probable pour l'économie américaine, mais un ralentissement marqué semble maintenant inévitable. La croissance du PIB réel est passée de 4,9 % au troisième trimestre à seulement 0,6 % au quatrième trimestre, et le prolongement de la correction immobilière pourrait se traduire par une détérioration plus significative des dépenses de consommation en 2008. La chute abrupte de l'indice ISM non manufacturier en janvier, une approximation de l'activité dans le secteur des services, en est un bon exemple. La situation est critique au point où la Réserve fédérale américaine, dans un geste sans précédent, a abaissé son taux directeur de 125 points de base en l'espace de seulement huit jours en janvier afin de permettre à l'économie d'éviter le pire (voir graphique 2).

Graphique 2 – Les taux d'intérêt directeurs et obligataires ont fortement diminué aux États-Unis



François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

Mathieu D'Anjou
Économiste

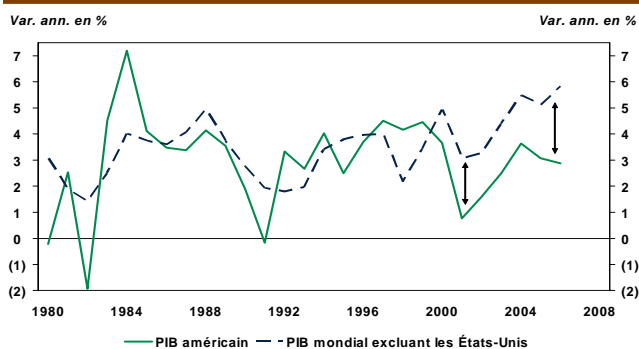
Martin Lefebvre
Économiste senior

Hendrix Vachon
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Dans ces conditions, il est fort attendu que plusieurs autres économies industrielles emboîteront le pas à la Fed et poursuivront ou amorceront leur cycle d'assouplissement monétaire. C'est que si les pays industrialisés et les économies émergentes ont peu souffert de la correction du secteur immobilier américain (peu intense en importations), les effets de deuxième vague sur les dépenses de consommation (très intenses en importations) liés à la perte de richesse et à l'accroissement anticipé de l'épargne pourraient vraisemblablement avoir un impact sur le reste du monde (voir graphique 3).

Graphique 3 – La relation entre la croissance mondiale et celle des États-Unis est moins forte qu'auparavant



Sources : Banque mondiale, Datastream et Desjardins, Études économiques

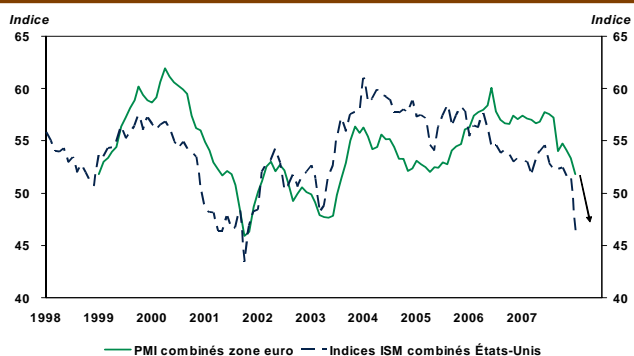


Axel Weber, un des membres du conseil des gouverneurs de la BCE, a récemment émis l'opinion que les effets d'un ralentissement américain sur la croissance eurolandaise pourraient être modestes :

« If we face a slowdown [in the U.S] then this will certainly affect the world economy. But I also think that the effects in the euro area could emerge with a time lag and that these effects will be less strong than in former times ».

Toutefois, il semble plutôt y avoir absence totale de découplage avec les États-Unis et la situation nous paraît

Graphique 4 – Découplage? Quel découplage?



Sources : Reuters, Datastream et Desjardins, Études économiques

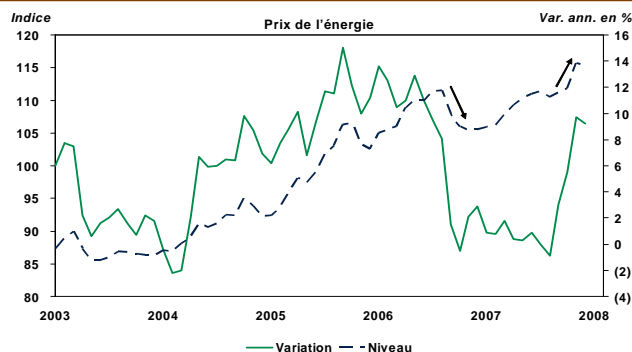


critique pour la zone euro (voir graphique 4). Les indicateurs de production signalent déjà un ralentissement de l'activité et il faut s'attendre à une détérioration additionnelle du contexte économique au cours des prochains mois.

L'INFLATION EST PRÉOCCUPANTE...

Pour le moment, avec l'inflation à plus d'un point de pourcentage au-dessus de sa cible maximale, la Banque centrale européenne (BCE) est réticente à abaisser ses taux d'intérêt. Toutefois, l'augmentation de l'inflation annuelle reflète essentiellement un effet de base causé à la fois par la baisse des prix du pétrole à la fin de 2006 et par la hausse marquée des prix de l'énergie à la fin de 2007 (voir graphique 5). Or, avec le ralentissement économique américain en cours, tout porte à croire que la diminution de la demande mondiale de pétrole exercera des pressions à la baisse sur les prix de l'énergie à court terme.

Graphique 5 – Le gain annuel des prix de l'énergie reflète d'importants effets de base

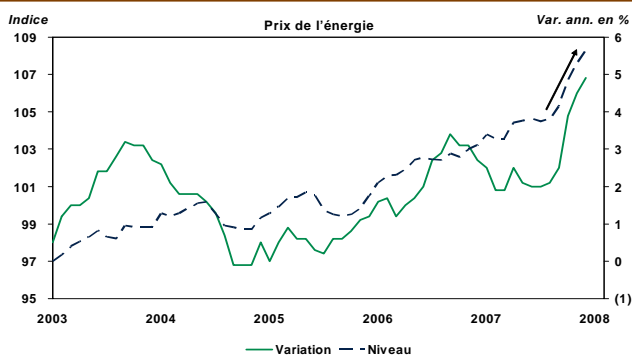


Sources : Eurostat et Desjardins, Études économiques



La hausse mensuelle des prix des aliments est aussi préoccupante (voir graphique 6). Cependant, elle se limite surtout aux composantes « lait, fromage et œufs » et « céréales » en raison des pressions mondiales observées sur les prix de l'agriculture. Cela dit, les augmentations des prix des aliments sont rarement durables et les contrats à terme

Graphique 6 – Les prix des aliments ont aussi fortement augmenté



Sources : Eurostat et Desjardins, Études économiques

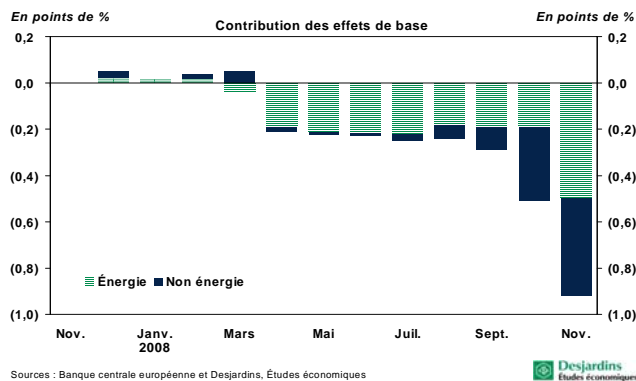


sur les prix agricoles indiquent qu'ils devraient décélérer au cours de 2008.

... MAIS ELLE DEVRAIT RETRAITER DANS LES MOIS À VENIR

À court terme, les changements à la baisse sur l'indice des prix à la consommation (IPC) s'annoncent modestes, mais la BCE estime que les effets de base négatifs sur les prix énergétiques et non énergétiques pourraient retrancher près d'un point de pourcentage à l'inflation annuelle d'ici novembre 2008 (voir graphique 7). En parallèle, les effets de base défavorables observés tout au long de 2007 découlant de la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée en Allemagne vont disparaître à partir de janvier 2008.

Graphique 7 – Le renversement des effets de base devrait retrancher près d'un pour cent à l'inflation annuelle en 2008



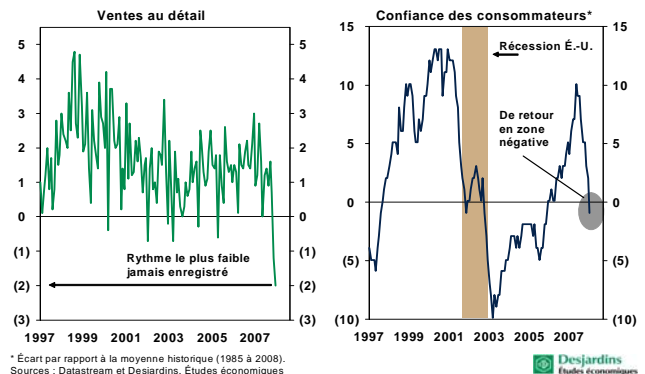
Par ailleurs, l'inflation est un indicateur retardé du cycle économique : avec plusieurs signes précurseurs de ralentissement en zone euro, l'inflation devrait ralentir au cours des prochains mois.

On s'attendait à ce que les ventes au détail de janvier soient négatives en raison des effets de base liés à l'augmentation de 3,0 % de la taxe sur la valeur ajoutée en Allemagne il y a un an mais, à -2,0 %, le glissement annuel s'est avéré plus négatif que prévu (-0,8 %). Or, avec la baisse de confiance des consommateurs et le resserrement des conditions de crédit, rien n'indique qu'un rebond significatif des dépenses de consommation soit dans les cartes (voir graphique 8).

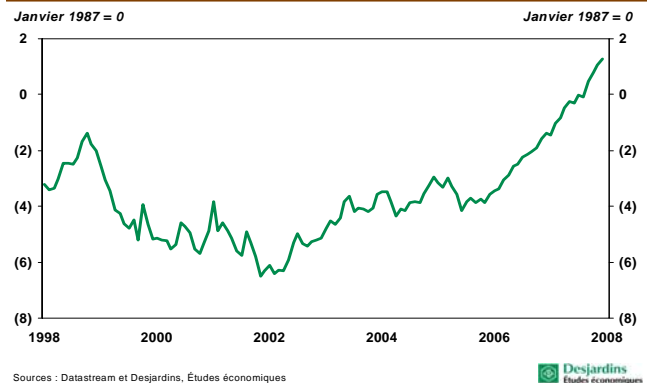
CONDITIONS MONÉTAIRES RESTRICTIVES

Dans ces conditions, et avec l'inflation de base contrôlée à 1,5 % en décembre, nous restons d'avis que la probabilité de baisse de taux demeure nettement supérieure aux risques de hausse. Cela, d'autant plus que les augmentations de taux directeurs passées et la forte appréciation de l'euro ont conduit les conditions monétaires à un niveau très restrictif (voir graphique 9).

Graphique 8 – La confiance des ménages eurolandais ne pointe pas vers un rebond significatif des dépenses de consommation



Graphique 9 – L'indice des conditions monétaires s'est fortement resserré



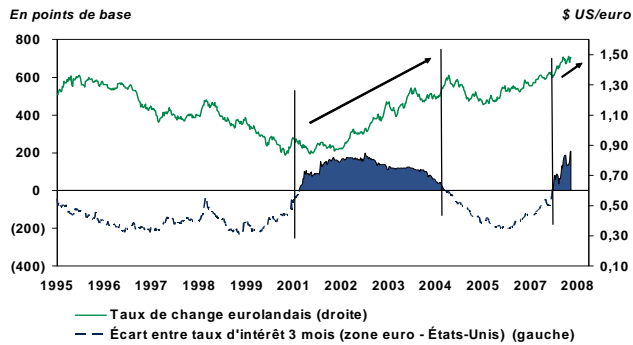
La BCE ne l'exprime plus directement dans son communiqué, mais au dire d'Axel Weber, la politique monétaire demeure accommodante :

« We have a positive economic outlook and as long as that doesn't change I would say that rates are still in the accommodative side and in no way restrictive ».

Pourtant, avec une économie ayant un rythme potentiel de croissance d'environ 2,0 % et une cible inflationniste de moins de 2,0 %, le niveau actuel des taux se trouve dans la partie supérieure de la fourchette du taux neutre, estimée entre 3,25 % et 4,0 %.

Par ailleurs, la Fed a pris le taureau par les cornes en abaissant son taux directeur de 225 points de base depuis septembre 2007 et la porte est ouverte à d'autres baisses de taux à venir. Ainsi, avec les taux eurolandais maintenant 100 points de base au-dessus des fonds fédéraux, la pression reste à la hausse sur l'euro (voir graphique 10). Une situation qui pourrait s'avérer néfaste pour les exportations nettes de la zone euro dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale.

Graphique 10 – L'euro a tendance à évoluer à la hausse quand l'écart des taux d'intérêt lui est favorable



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques



du printemps. Toutefois, l'utilisation des termes *unusually high* dans le communiqué de février pour décrire l'incertitude entourant la croissance économique signale que la situation pourrait changer bien rapidement pour la BCE. Dans ces conditions, le niveau élevé de l'inflation ne sera pas incontournable, une situation qui n'est pas sans rappeler celle de mai 2001, où la BCE, en dépit d'une inflation à 2,7 %, n'a pas hésité à baisser son taux directeur de 25 points de base afin de limiter les risques de contagion du ralentissement américain à l'économie eurolandaise (voir graphique 11).

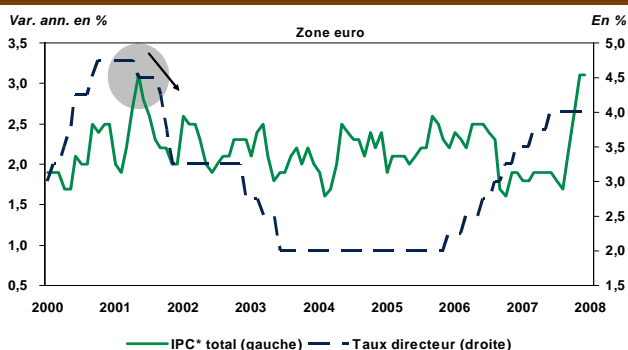
Martin Lefebvre
Économiste senior

LE BIAIS MONÉTAIRE À LA BAISSÉ PROCHAINEMENT

À court terme, la BCE demeurera prudente, mais tout porte à croire qu'elle pourrait être amenée à modifier son discours advenant des signes concrets de ralentissement économique. Déjà, le ton a été adouci par rapport à janvier. À ce moment, la BCE se disait prête à agir de façon préventive afin d'assurer que le niveau élevé de l'inflation ne découle pas en une spirale inflationniste, ce qui indiquait que le biais de la politique monétaire était à la hausse. Maintenant, elle se montre plus ouverte face aux risques entourant les perspectives économiques. Dans ces conditions, il semble maintenant clair que le biais monétaire est plus neutre. À cet effet, le président de la BCE, Jean-Claude Trichet, a annoncé que dans la prise de décision du 7 février il n'avait nullement été question de hausse ni de baisse de taux.

En raison de son mandat de stabilité des prix, il est possible que la BCE maintienne un discours *hawkish* pendant encore un certain temps, mais il est fort à parier que les baisses de taux feront partie des discussions du conseil à partir de la réunion de mars. Nous demeurons confiants que cette dernière montrera davantage d'ouverture au cours des prochains mois, mais les baisses de taux pourraient n'être décrétées qu'à partir

Graphique 11 – L'inflation élevée ne sera pas un obstacle une fois que les signes de ralentissement seront manifestes



* Indice des prix à la consommation.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

