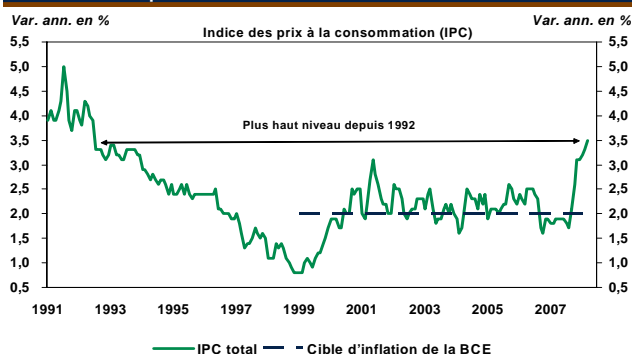


Le ton *hawkish* de la Banque Centrale Européenne est-il inflationniste?

En dépit de tensions manifestes sur le marché du crédit mondial et d'un ralentissement économique aux États-Unis, la Banque centrale européenne (BCE) montre peu d'intention d'amorcer un cycle d'assouplissement monétaire. La raison en est bien simple : l'inflation des prix à la consommation, qui a atteint 3,6 % en zone euro en mars, évolue nettement au-dessus de la cible maximale de 2,0 % de la BCE (graphique 1).

Graphique 1 – L'inflation totale a bondi à son plus haut niveau des 15 dernières années

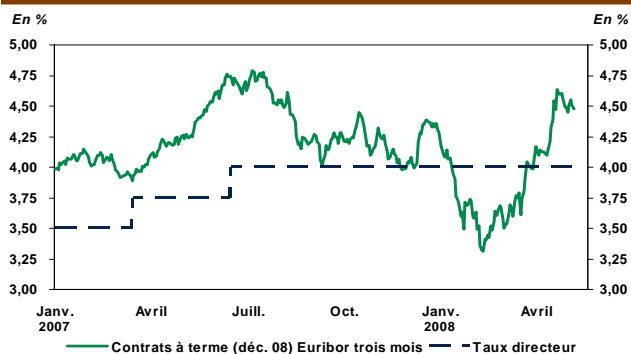


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Fortement ancrée dans son dogmatisme, la BCE a répété à plusieurs reprises que son seul mandat est la stabilité des prix, à un point où le marché a complètement divergé face à ses anticipations en matière de politique monétaire. De baisses de taux de quelque 75 points de base prévues au début de l'année, le marché s'attend maintenant à ce que le prochain changement soit plutôt à la hausse d'environ 50 points de base (graphique 2).

La BCE craint que le niveau élevé de l'inflation ne réagisse sur les négociations salariales et entraîne une spirale inflationniste. Cette rectitude monétaire, louable en soi (personne ne désire une inflation incontrôlée), pose cependant plusieurs problèmes.

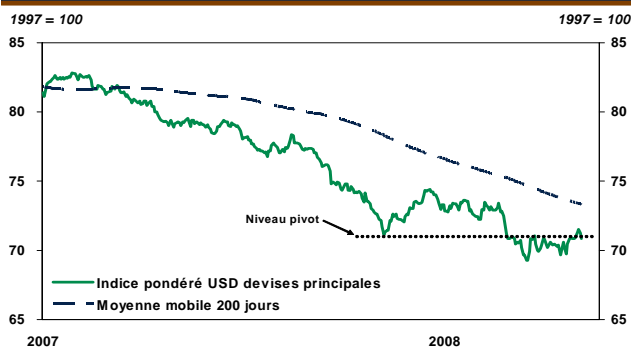
Graphique 2 – Le marché anticipe des hausses de taux d'intérêt en zone euro



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

À laisser sous-entendre que des baisses de taux n'auront pas lieu en 2008 en zone euro ou, pire, que le prochain changement s'annonce une hausse, la BCE maintient une pression clairement orientée à la baisse pour le billet vert (graphique 3).

Graphique 3 – Au mieux, le dollar américain poursuivra sa période de stabilisation



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
Martin Lefebvre
Économiste senior

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

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

Or, les prix des matières premières étant libellés en dollar américain, la spéculation des marchés risque de pousser les prix du pétrole à des niveaux nettement supérieurs à leur valeur d'équilibre (graphique 4).

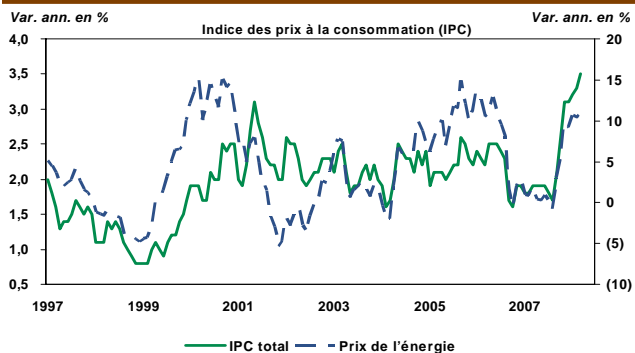
Graphique 4 – Une correction de l'euro pourrait ramener les prix du pétrole à un niveau plus près des déterminants fondamentaux



* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le problème est que l'inflation en zone euro reflète surtout une hausse des prix de l'énergie (graphique 5). C'est-à-dire que la hausse de l'euro contre le billet vert ne contrebalance pas l'appréciation des prix du pétrole. Par conséquent, la rectitude monétaire de la BCE risque d'entretenir (plus que de contenir) les sources inflationnistes.

Graphique 5 – L'inflation eurolandaise reflète surtout la hausse des prix de l'énergie



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

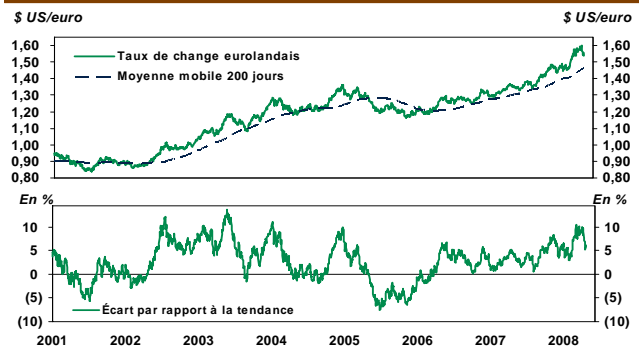
Pour le moment, les autorités monétaires eurolandaises ont essayé de manipuler l'évolution de la devise en démontrant leurs inquiétudes face à la volatilité extrême sur le marché des changes. Mais il est de plus en plus évident que le ralentissement mondial et la crise du crédit vont nécessiter un effort concerté des grandes économies industrialisées.

À notre avis, un changement de cap de la part de la BCE sera nécessaire pour ramener le calme et mettre un terme à la spéculation qui sévit sur plusieurs matières premières. Avec le gros de l'assouplissement monétaire maintenant derrière

nous aux États-Unis, il est probable que le dollar américain se stabilisera. Toutefois, un rebond significatif n'aura lieu uniquement que si l'économie américaine redémarre ou si la BCE annonce qu'elle est en mesure d'abaisser ses propres taux d'intérêt.

L'euro apparaissant encore surévalué selon plusieurs mesures (graphique 6), des baisses de taux se traduiraient immédiatement par une vive correction de la devise européenne.

Graphique 6 – L'euro apparaît encore surévalué

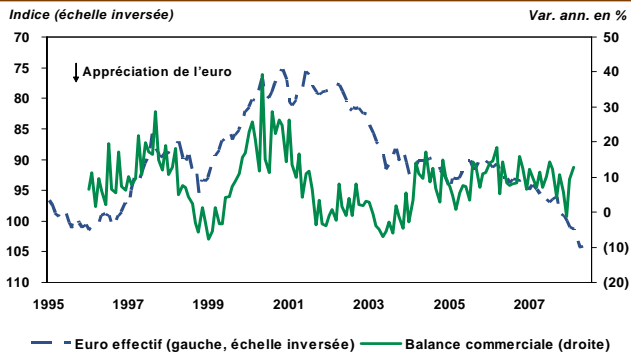


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

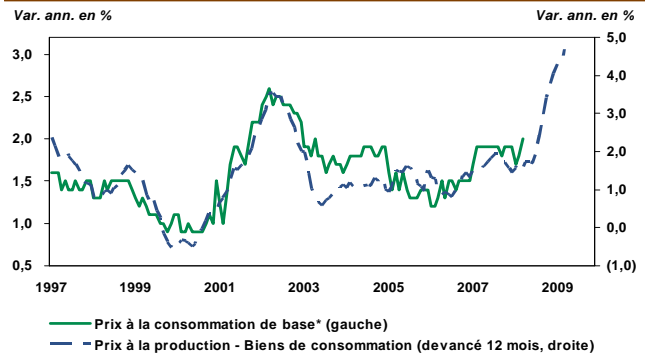
Cela aurait le bénéfice de faire d'une pierre deux coups. D'un côté, les méfaits de la vitalité de la devise sur le secteur extérieur eurolandais s'apaiseraient (graphique 7). D'un autre côté, les sources d'inflation en zone euro (les prix de l'énergie) se dissiperaient. Bien qu'en temps normal la politique monétaire d'un pays ait peu d'influence sur l'évolution des cours pétroliers (puisque ceux-ci sont déterminés sur les marchés mondiaux), un rebond du billet vert conduirait inmanquablement à une réduction de la spéculation sur les prix des matières premières, et plus spécifiquement sur les prix du pétrole. Avec une prime d'au moins 20 \$, cela pourrait se traduire par un retour des prix du pétrole sous les 100 \$ US le baril (graphique 8)¹.

Nous n'anticipons pas de changement avant l'automne. Cependant, nous continuons de penser, contrairement au discours hawkish des membres de la BCE (Axel Weber et Yves Mersch ont indiqué que les taux ne seront pas abaissés en 2008 parce que l'inflation demeurera supérieure à la cible de 2,0 % cette année et l'an prochain), que les taux d'intérêt seront abaissés au quatrième trimestre de l'année.

¹ Voir le *Point de vue économique* « Les prix du pétrole sont-ils justifiés? », Desjardins, Études économiques, 30 avril 2008.

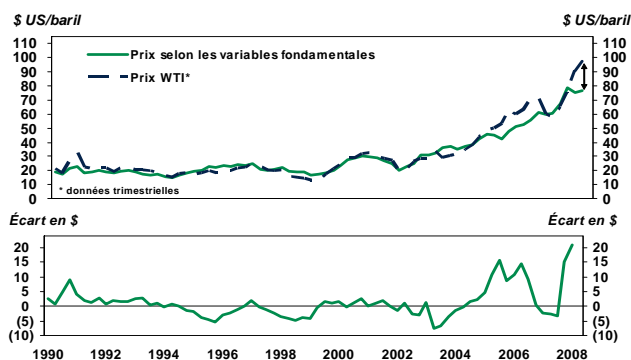
Graphique 7 – Le niveau élevé de l'euro n'est pas favorable à une forte contribution des exportations


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La hausse des coûts de production n'a rien de rassurant


* Exclut l'énergie, les aliments, l'alcool et le tabac.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – Le prix actuel du pétrole renferme une prime d'environ 20 \$ liée essentiellement à la spéculation


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, la patience reste de mise. Des possibilités plus claires de pentification des courbes eurolandaises ou de rétrécissement des écarts de taux entre la zone euro et les États-Unis devraient se créer au cours des prochains mois.

Martin Lefebvre
 Économiste senior

Il est encore trop tôt pour espérer des baisses de taux, mais les signes de ralentissement économique devraient s'accumuler peu à peu, laissant à la BCE plus de marge de manœuvre dans l'élaboration de sa politique monétaire. La baisse de l'indice IFO allemand, un important baromètre de l'activité économique en zone euro, est un pas dans cette direction. Les mauvais résultats des ventes au détail eurolandaises de mars en sont un autre. Cependant, les baisses de taux ne verront sans doute pas le jour avant une décélération concrète de l'inflation. À cet effet, la baisse mensuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation allemands, qui a permis un repli de l'inflation annuelle de 3,2 % en mars à 2,5 % en avril, est encourageante.

Toutefois, bien que les prix élevés de l'énergie n'ont eu que peu d'effet sur l'inflation sous-jacente, la BCE demeurera prudente au cours des prochains mois. Nous demeurons confiants que les producteurs continueront d'absorber la hausse des coûts énergétiques sur leur marge, mais l'augmentation des prix des biens de consommation, qui suggère qu'une hausse marquée de l'inflation de base pourrait surgir, n'a rien pour rassurer la BCE (graphique 9).