



Et si la BCE assouplissait sa position ?

Avril 2008

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers, il ne constitue pas un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues a priori. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

Attention : Si le présent document mentionne des performances passées d'un instrument financier ou d'un indice financier ou d'un service d'investissement, fait référence à des simulations de telles performances passées ou comporte des données relatives à des performances futures, le client est conscient que ces performances et/ou prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

De plus, Dexia AM précise que :

- dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges.
- dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

Si le présent document fait référence à un traitement fiscal particulier, l'investisseur est conscient qu'une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et qu'elle est susceptible d'être modifiée ultérieurement.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil.

Si la présente information est une communication publicitaire, Dexia AM tient à préciser qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Money does not perform. People do.



L'accélération récente de l'inflation dans la zone euro place la BCE en position difficile. Sa mission, elle le rappelle à juste titre, est de préserver le pouvoir d'achat des ménages européens. Or, jamais depuis l'introduction de la monnaie unique, la hausse des prix n'a érodé ce pouvoir d'achat aussi rapidement qu'au cours des derniers mois. Que, pour l'essentiel, cette érosion accélérée s'explique par une explosion des prix mondiaux de l'énergie et des produits alimentaires, et non par des pressions inflationnistes domestiques, ne change rien à l'affaire. La mission de la BCE est de maintenir le pouvoir d'achat de l'euro... au prix éventuellement d'une restriction monétaire qui, en freinant la demande et l'activité intérieures, engendre une pression déflationniste suffisante pour compenser les effets de l'inflation importée. En répétant, haut et fort, que rien aujourd'hui ne justifie une baisse des taux directeurs européens, nos banquiers centraux s'inscrivent clairement dans cette logique. On peut se demander pourtant si la conjoncture très particulière que nous traversons n'exigerait pas une attitude plus souple.

Lier le caractère plus ou moins restrictif de la politique monétaire au seul niveau des taux directeurs est dangereux. D'abord parce que l'inflation elle-même, dans la mesure où elle est largement importée, freine notre activité : les mécanismes d'indexation des revenus sur les prix ayant presque partout disparus, la hausse du prélèvement pétrolier réduit la dépense intérieure adressée à nos entreprises au bénéfice de pays dont la dépense ne peut guère augmenter plus vite. Là n'est toutefois pas la seule particularité de la conjoncture actuelle. Elle est marquée par une crise qui touche désormais tous les compartiments du système de crédit et, malgré les actions vigoureuses de la BCE, les tensions sur le marché monétaire européen sont, à nouveau, presque aussi intenses qu'en août dernier. Mi-avril, les taux à trois mois étaient ainsi plus de soixante-dix points de base au-dessus de leur niveau normal : pour ceux des emprunteurs privés européens dont le coût du crédit est indexé sur les taux à court terme, tout se passe, depuis plusieurs mois, comme si le taux directeur de la BCE était non pas à 4% mais à 4,5% ! D'où un facteur de freinage supplémentaire de notre demande intérieure.

A ces deux forces s'en ajoute une troisième liée à l'appréciation de l'euro. Cette appréciation détourne, au profit du reste du monde, une partie de la demande adressée à nos entreprises et freine, elle aussi, notre activité. Elle ne tient en rien, comme on le pense parfois, à un effondrement du dollar. L'appréciation, ces derniers mois, du change effectif de l'euro s'explique autant par la baisse du dollar que par celle de la livre sterling. Et la baisse de ces monnaies face à l'euro est due d'abord à la manière radicalement différente dont, dans chacune des économies, la politique monétaire a réagi à face à la crise financière. Depuis l'été 2007, les marchés ont ainsi révisé en baisse de plusieurs centaines de points de base leurs anticipations sur le niveau des taux directeurs de la Fed pour la fin de cette année ; leurs anticipations sur les taux de la BCE sont aujourd'hui revenues vers un niveau proche de celui où elles étaient au début de l'été dernier. Le cours de l'euro face au dollar a suivi, presque au jour le jour, ces révisions. La détermination avec laquelle la BCE a réaffirmé début mars que « sa boussole n'a qu'une aiguille » a convaincu les marchés qu'elle ne baisserait pas prochainement ses taux, contrairement à ce qu'ils pensaient il y a seulement deux mois. D'où la récente hausse de dix cents de l'euro face au dollar.

Un niveau inchangé des taux directeurs peut ainsi masquer un durcissement des conditions monétaires. Ce qui compte, en effet, pour lutter contre l'inflation en pesant sur l'activité, c'est autant le niveau des taux directeurs que le mouvement du change ou l'évolution des conditions de crédit pratiquées par les banques. Le durcissement des conditions monétaires qui a déjà eu lieu – et dont les effets seront ressentis au fil des prochains mois – va freiner l'activité aussi sûrement que ne l'aurait fait une hausse des taux directeurs. En ne le soulignant pas, la BCE se rend prisonnière de son propre discours. Si dans les prochains mois la crise financière devait s'aggraver – ou la baisse du dollar s'accélérer – notre Banque centrale se trouverait face à un choix désastreux : baisser rapidement ses taux, alors même que l'inflation reste élevée, et compromettre sa crédibilité ou ne pas le faire assez tôt et laisser l'économie européenne s'asphyxier... Il est des circonstances où assouplir son discours garantit de pouvoir tenir fermement son cap.