



V. Riches-Flores

## « Our currency, Your problem »

**Les choses sont un peu plus claires depuis la conférence de presse de Mario Draghi : la BCE considère le niveau de l'euro comme un facteur de risque déflationniste. Elle devrait donc agir en conséquence, de manière vraisemblablement très mesurée dès le mois de juin, davantage par la suite, si nécessaire, ce qui sera probablement le cas. Dans un contexte où la plupart des autres grandes banques centrales pratiquent des politiques de dépréciation de leur monnaie, l'immobilisme de la BCE n'était plus tenable. Il s'agit donc d'une bonne nouvelle. Mais ne nous y trompons pas, en agissant de la sorte M. Draghi tente de se battre à armes égales avec les autres banques centrales, il met donc des bâtons dans les roues de la Fed, la BoJ et la BoC, non l'inverse.**

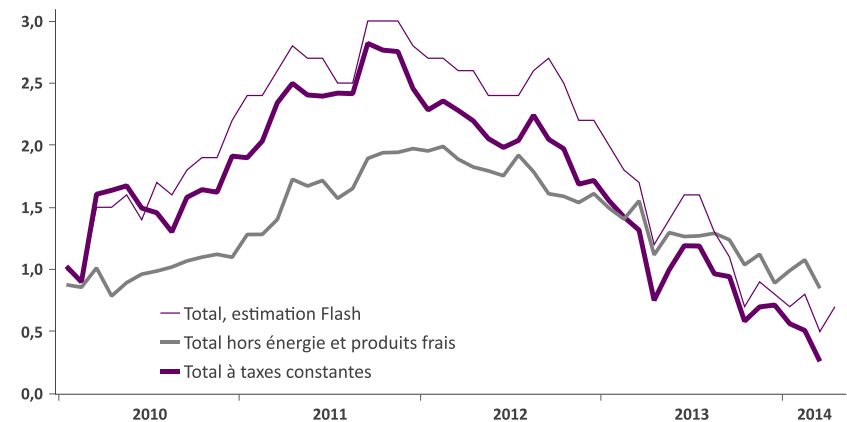
### Le risque de déflation s'accroît en zone euro, la BCE en prend acte

A défaut de pouvoir admettre que la politique budgétaire à l'œuvre depuis 2010 est la première cause de déflation latente, la BCE reconnaît que l'appréciation de l'euro est un facteur de fragilisation des perspectives d'activité et de prix. Le pas est donc franchi. Ne pouvant se déjuger, M. Draghi attendra l'actualisation des prévisions de juin pour agir. Il fait, dès lors, peu de doute que celles-ci justifieront une action. La dernière livraison du scénario officiel, en mars, n'était guère convaincante de toute manière et il ne sera pas difficile de justifier que l'inflation attendue, 1 %, ne sera pas au rendez-vous cette année.

Les tendances en place depuis le début janvier sont, en effet, sans appel : la désinflation se propage, y compris aux économies les plus solides de la zone euro. Au cours des douze derniers mois à mars, la hausse des prix à la consommation, hors mouvements de taxes indirectes, n'était plus que de

0,25 %, en repli de 2,5 points par rapport à septembre 2011, soit une baisse nettement plus marquée que ne le suggèrent les autres mesures. Selon cette même statistique, huit des dix-huit pays de la zone euro seraient en déflation, enregistrant, donc, des baisses absolues de leurs prix à la consommation tous bien confondus, il s'agit de Chypre, de la Grèce, du Portugal, de l'Espagne, la Slovaquie, la Slovénie mais également des Pays-Bas et de l'Italie. Les données préliminaires du mois d'avril ne nous informent pas encore sur les tendances hors taxes, mais le risque d'une poursuite du mouvement baissier semble élevé à en juger par les données à ce stade disponibles. La contribution moins fortement négative de l'inflation énergétique explique d'ores et déjà, en effet, davantage que le rebond de deux dixièmes du taux d'inflation annuel, de 0,5 % à 0,7 %, quand, par ailleurs, l'inflation des prix industriels hors énergie continue à refluer, à 0,1 %/an, contre 0,2 % en mars et 0,4 % en février.

### Inflation en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Retrouvez nous sur :  
[www.richesflores.com](http://www.richesflores.com)

9 mai 2014

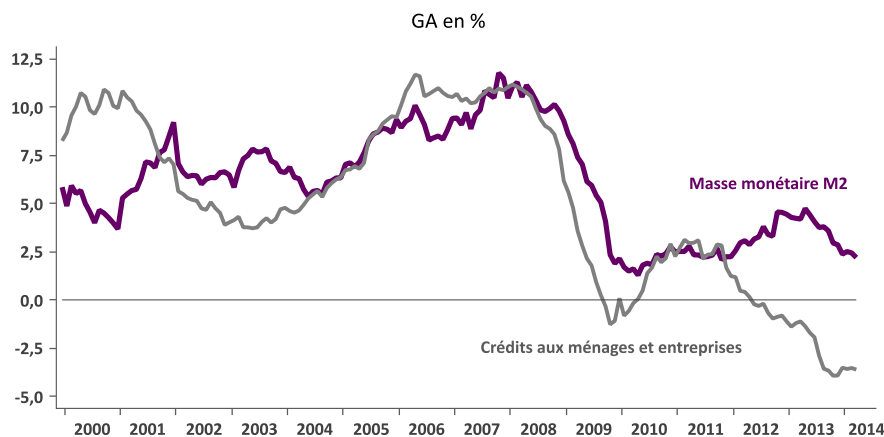
En avril, le repli des anticipations d'inflation des ménages s'est également accentué dans plusieurs pays, notamment en France, Italie, en Belgique et à nouveau en Espagne.

Il est, au total, vraisemblable que la BCE revoit son scénario de quelques dixièmes, et abaisse le milieu de sa fourchette prévisionnelle aux alentours de 0,8 %-0,9 % pour cette année, soit un niveau légèrement supérieur à celui qui résulterait d'évolutions mensuelles rigoureusement identiques à celles de l'année dernière entre mai et décembre (0,7 %).

### L'activité et le crédit déçoivent

Mais au-delà des tendances inflationnistes, c'est bien l'ensemble du scénario de la BCE qui est aujourd'hui malmené. Non seulement, en effet, la croissance du crédit ne reprend que très mollement, dans un contexte de très faible croissance persistante de la masse monétaire, mais les indicateurs d'activité les plus récents sont décevants, notamment en provenance de la première économie de la zone euro, l'Allemagne.

### UEM : masse monétaire et des crédits au secteur privé

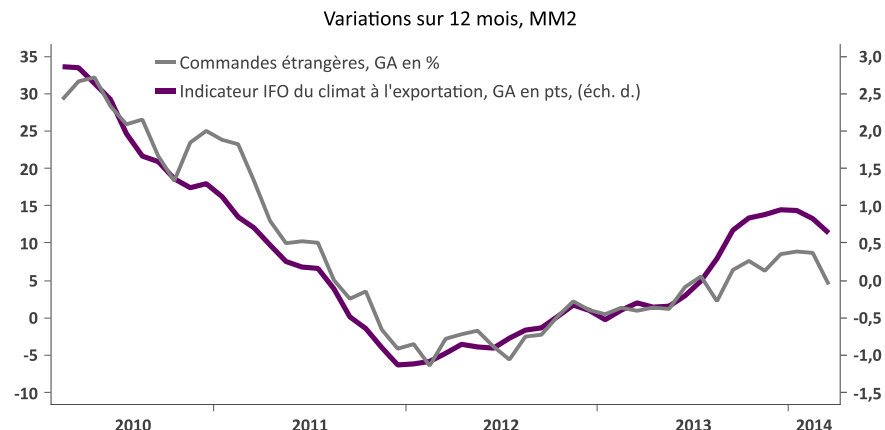


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Après plusieurs signaux en provenance de l'enquête IFO, les commandes et la production allemandes publiées cette semaine confirment bel et bien un ralentissement de la croissance outre-Rhin. S'il est trop tôt pour en tirer des

conclusions, le retournement des indicateurs avancés est aujourd'hui suffisamment clair pour aviver l'inquiétude quant au scénario central d'une amélioration persistante de la situation en zone euro.

### Commandes et climat à l'exportation en Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Une action non concertée

Au total, les raisons susceptibles de pousser la BCE à modifier sa politique sont bien en place et devraient, selon notre scénario, le rester. On peut donc s'attendre, non seulement à une action dès le mois de juin, probablement une baisse des taux directeurs assortie d'un taux de dépôt légèrement négatif, mais également à des actions plus importantes par la suite, susceptibles de prendre la forme 1- d'opérations de refinancement à long terme, éventuellement soumises à conditionnalité, 2- d'achats de titres sous une forme ou une autre.

De la détermination affichée par la BCE dans les mois à venir dépendra l'effet de ces changements sur le taux de change de l'euro. A ce stade, il semble toutefois peu probable que cette politique entraîne une dépréciation un tant soit peu significative du taux de change de l'euro à horizon prévisible. Ceci pour au moins trois raisons :

1- La BCE agira c'est presque certain, de manière graduelle, à petits pas. Nous ne sommes pas à la veille d'un choc comparable, par exemple, aux initiatives de la Fed ou de la Banque du Japon.

2- les chances de réussite de cette politique en matière de crédit sont relativement faibles. La demande est considérablement ralentie aujourd'hui et la seule incitation offertes aux banques de prêter davantage pourrait ne pas suffire si l'environnement conjoncturel ne prend pas davantage d'élan. Les pressions à la baisse des prix risquent donc de perdurer et, ce faisant, d'empêcher tout décrochage significatif de la devise.

3- L'efficacité des interventions de la BCE risque de se heurter aux pratiques des autres grandes banques centrales, la Fed, la BoJ et la BoC, qui toutes ont pratiqué,

plus ou moins directement, des politiques de dépréciation de leur devise. En entrant dans la danse, la BCE risque de contrarier les objectifs de ces dernières ce qui pourrait se traduire par un prolongement ou une amplification des mesures d'assouplissement monétaires.

L'ensemble conforte ainsi notre scénario du maintien d'un environnement monétaire très accommodant au niveau international, allant de pair avec la probabilité d'un repli généralisé des taux longs.

Véronique Riches-Flores  
[contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, [contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)