

Quelles sont les motivations de Mario Draghi ?



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

13 novembre 2015

Il n'aurait pas été très compliqué pour le Président de la BCE de se démarquer cette semaine de sa position, largement incomprise, sur la nécessité d'assouplir davantage la politique monétaire de la BCE. L'amélioration de l'inflation sous-jacente et la confirmation d'une meilleure tenue de la conjoncture domestique en zone euro auraient, en particulier, pu être utilisées par Mario Draghi pour se donner un peu de temps, la voie ayant, par ailleurs, été ouverte par son numéro 2, Benoît Cœuré, en milieu de semaine. Il n'en a rien été. Le Président de la BCE semble donc prêt à faire davantage dès la prochaine réunion du Comité de politique monétaire, le 3 décembre. Nous voyons dans cette perspective potentiellement plus de risques que de bénéfices.

Les développements conjoncturels en place n'appellent pas d'action supplémentaire

Les données économiques publiées cette semaine sont plutôt d'un bon cru, en effet. Sur le front inflationniste tout d'abord où, malgré le faible niveau d'inflation totale, les tendances sous-jacentes des prix à la consommation sont nettement mieux orientées. Sur le front de la croissance ensuite où, en dépit d'un rythme de croissance légèrement inférieur aux attentes au troisième trimestre, de 0,3 % contre 0,4 % attendu, les situations domestiques sont partout réconfortantes.

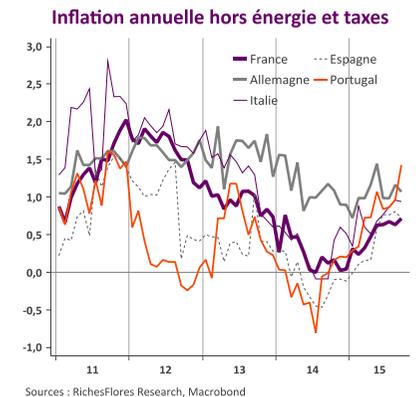
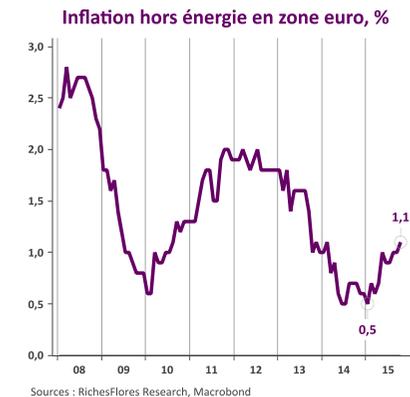
Loin d'autoriser un optimisme forcé, les développements en cours sont donc globalement en phase avec les attentes du consensus, voire celles de la BCE, et ne devraient imposer aucun changement d'envergure des prévisions. Revenons sur les principaux enseignements des publications de cette semaine.

1. Les pressions déflationnistes cèdent du terrain

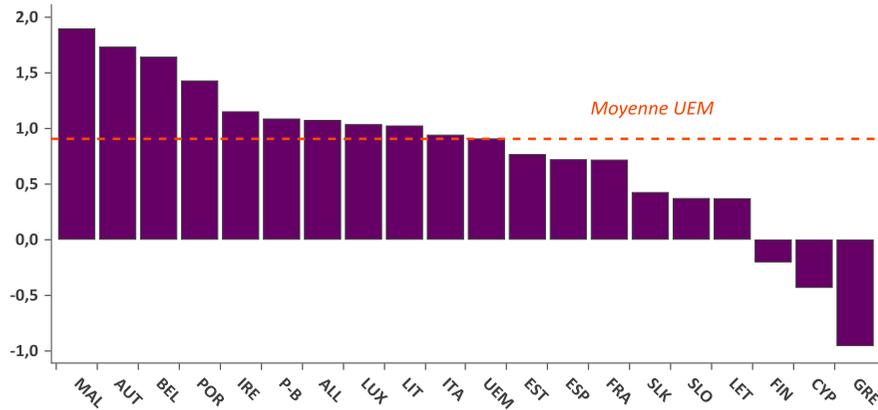
En octobre, l'inflation de la zone euro s'est établie à zéro pourcent, un résultat certes médiocre, mais sans grande signification au regard de l'influence encore très forte des prix de l'énergie sur ces tendances agrégées. Ces derniers ont,

comme en septembre, retiré plus de neuf dixièmes de point au taux d'inflation annuel, soit une contribution négative quasiment aussi importante qu'en début d'année, après l'effondrement des prix du pétrole.

Une fois ce phénomène énergétique exclu, l'évolution des prix n'a toutefois pas grand-chose à voir avec ce que l'on observait durant cette période. Hors énergie, l'inflation moyenne de la zone euro est ressortie à 1,1 % en octobre, soit un rythme plus de deux fois supérieur à celui de janvier, en constante augmentation depuis ce point bas. Selon les données harmonisées du mois de septembre (dernier point disponible à ce stade), seuls trois des dix-neuf pays de la zone euro enregistraient encore un taux d'inflation hors énergie négatif en septembre : la Grèce, Chypre et la Finlande. Partout ailleurs, l'inflation hors énergie s'est nettement raffermie depuis le début de l'année, notamment dans les pays du sud de l'Europe, les plus affectés par les pressions déflationnistes l'an dernier.



Inflation hors énergie à taxes constantes, septembre 2015



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

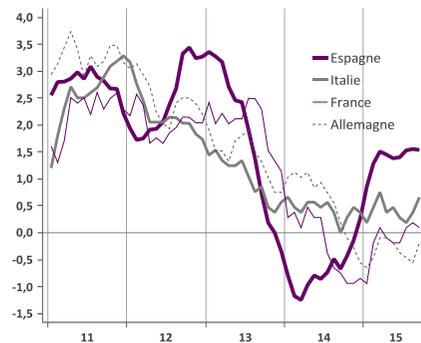
La baisse des prix producteurs qui émanait de l'insuffisance de la demande a, par ailleurs, également cédé du terrain ces derniers mois malgré la chute persistante des indices d'ensemble, là encore, plombés par ceux des produits énergétiques et des biens intermédiaires. On voit, ainsi, d'un bon œil, le raffermissement des prix producteurs des biens de consommation, quand bien même le mouvement est encore hésitant dans un certain nombre de pays.

Prix de production industriels, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Prix à la production de biens de consommation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

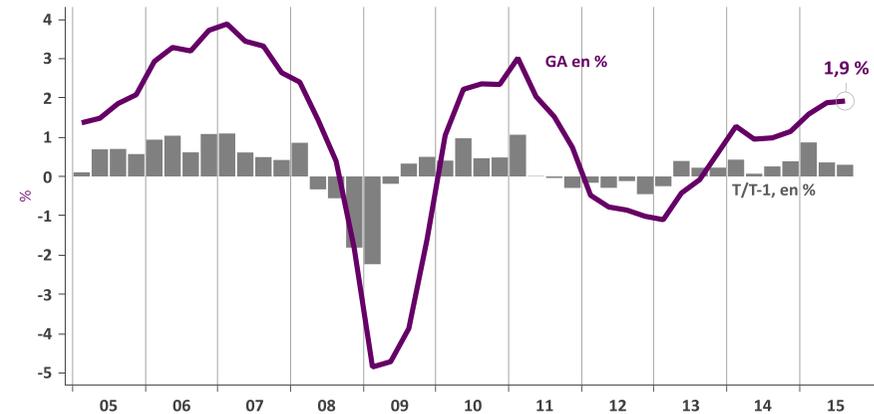
Les pressions déflationnistes contre lesquelles les mesures exceptionnelles de la BCE sont censées agir, semblent, au total, s'être nettement atténuées ces derniers temps.

2. La croissance économique décevante mais plus équilibrée

Impactés par la détérioration du contexte international et les médiocres performances à l'exportation observées dans la plupart des pays de la région, les chiffres préliminaires sur la croissance du troisième trimestre sont mitigés. En Allemagne, la croissance du PIB n'a pas excédé 0,3 %, après 0,4 % au deuxième trimestre ; en Italie, la hausse de 0,2 % était également légèrement inférieure aux attentes quand, par ailleurs, l'activité a stagné au Portugal et s'est de nouveau contractée en Finlande après seulement deux trimestres de reprise.

Avec une croissance de 0,3 %, les résultats préliminaires pour l'ensemble de la zone euro n'ont pas permis d'amélioration du taux de croissance annuel, resté à 1,9 %.

Croissance du PIB réel de la zone euro

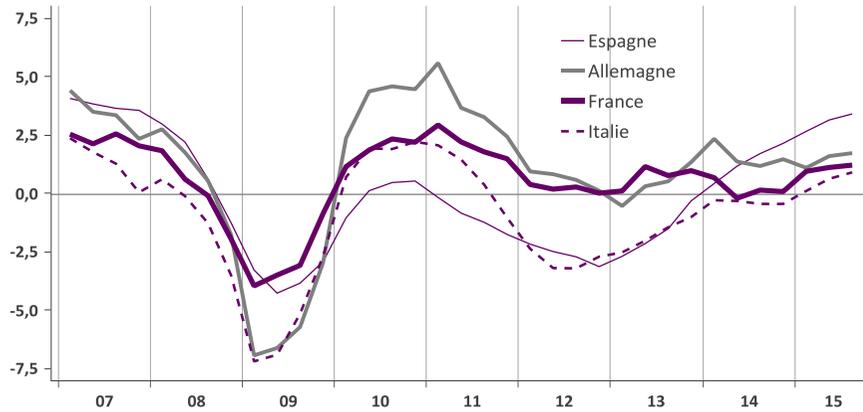


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les détails pour l'instant disponibles apportent toutefois un certain nombre de nouvelles réconfortantes, en particulier :

- une assise plus large de la croissance économique à laquelle participent dorénavant l'ensemble des économies du noyau dur, France et Italie notamment qui enregistrent aujourd'hui la plus forte progression annuelle de leur PIB depuis 2011, à respectivement 1,2 % et 1 %.
- une croissance dorénavant soutenue par un sursaut domestique généralisé, particulièrement notable dans le cas allemand.

Croissance du PIB réel des principaux pays de la zone euro, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

De telles tendances sont incontestablement bien venues, permettant tout à la fois de consolider les mécanismes de reprise de l'ensemble de la zone euro, de faire reculer le risque déflationniste né de l'anémie des dépenses de consommation et de servir de rempart aux menaces en provenance du reste du monde.

Sans autoriser un optimisme forcené, ce double constat constitue une sérieuse amélioration par rapport à la situation qui prévalait il y a peu, quand par ailleurs, les indicateurs avancés, relativement solides, suggèrent la poursuite d'un assainissement graduel des économies de la zone euro.

M. Draghi persiste et signe

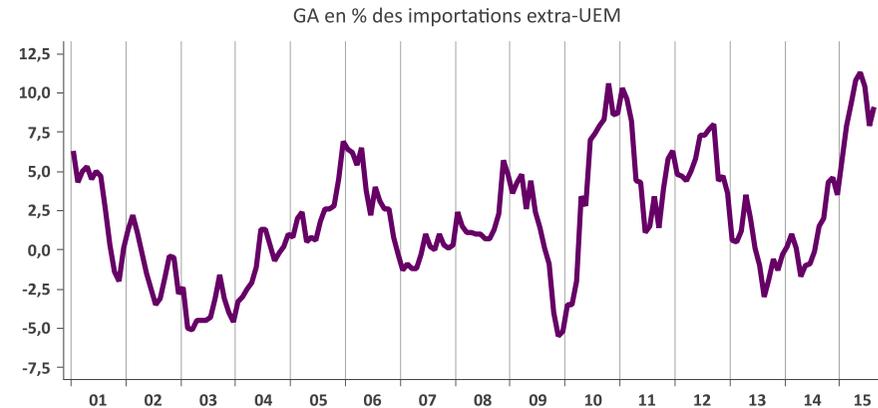
Alors qu'à brève échéance, le bas niveau des prix de l'énergie, de l'euro et des taux d'intérêt ainsi que l'assouplissement quasi-général des politiques budgétaires constituent toujours des facteurs de soutien à la croissance, que redoute le Président de la BCE ?

Le risque d'une appréciation de l'euro s'est sensiblement réduit dans la foulée de la montée des anticipations sur une hausse des taux d'intérêt directeurs de la Fed dès le mois de décembre. Aux environs de 1,07 USD, le taux de change de l'euro ne peut plus être considéré comme une entrave à la croissance. On pourrait à ce titre redouter qu'un assouplissement supplémentaire de la politique de la BCE, à deux semaines de la remontée anticipée des taux d'intérêt américains, soit suivi d'intenses perturbations sur les marchés des changes internationaux, mettant

notamment de nombreux pays émergents dans une situation critique. Comme observé en début d'année, les variations importantes du taux de change de l'euro-dollar ont des effets en cascade particulièrement nocifs sur le monde émergent, pris en étau entre l'impact négatif de la dépréciation de leur devise vis-à-vis du dollar, souvent synonyme de hausse du coût de leur dette en dollar, et l'appréciation vis-à-vis de l'euro, source de perte de compétitivité.

Par ailleurs, alors que la demande domestique semble, enfin, prendre le relais de la croissance, le renchérissement des biens importés inhérent à une dépréciation de l'euro n'est pas de mesure à soutenir les gains de pouvoir d'achat. Alors que les effets de la chute des prix du pétrole sont amenés à s'estomper, on peut redouter qu'une nouvelle baisse de l'euro sanctionne les ménages sans avoir nécessairement beaucoup d'effets sur les exportations, à en juger par la situation internationale.

Valeur unitaire des biens de consommation importés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une nouvelle baisse du taux de facilités de dépôts, option souvent envisagée comme la plus probable, pose par ailleurs de nombreuses questions quant à son coût pour le secteur financier, sans avoir nécessairement les effets escomptés sur l'octroi de crédit aux agents privés dès lors que les conditions de solvabilité ne sont pas réunies ou que la demande de financement n'est pas au rendez-vous.

On peine, décidément, à comprendre les motivations de Mario Draghi !

Véronique Riches-Flores
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 saurient 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