

Inflation et taux en zone euro : vers une remontée progressive ?

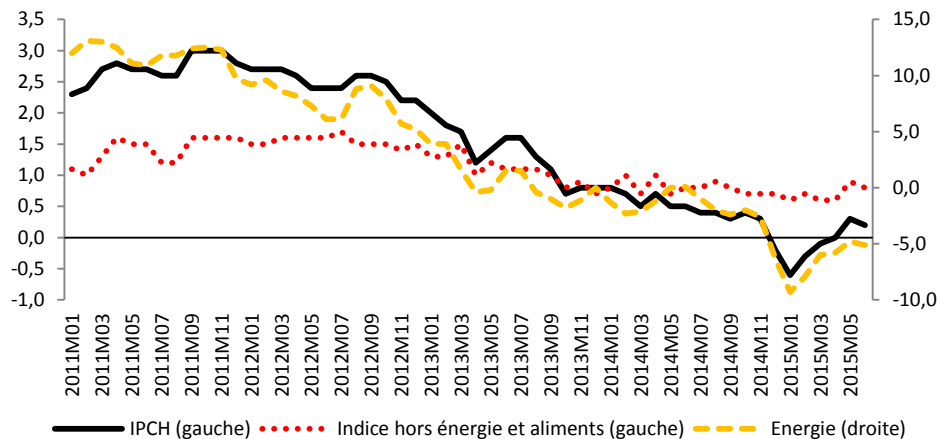
Jeudi 23 juillet 2015

Le présent flash fait le point sur la situation de l'inflation et des taux d'intérêt en zone euro à l'été 2015.

1. Une inflation qui reste très faible...

Selon Eurostat, le **taux d'inflation** annuel de la zone euro s'est établi à + **0,2 % en juin 2015**. Bien qu'en léger repli par rapport au mois de mai, l'indice des prix à la consommation est sur une **légère tendance croissante** depuis le début de l'année, où sa variation avait atteint - 0,6 % au mois de janvier sous l'effet d'une forte baisse des prix énergétiques dans un contexte d'inflation « sous-jacente » (hors énergie et aliments) stable. Dans le détail, la « photographie » du mois de juin fait apparaître une **situation contrastée** en fonction des biens considérés : ainsi, le taux d'inflation dans les **services** et dans les **produits alimentaires** (soit au total 63 % de l'indice) est supérieur à + 1,0 %, avec une tendance à l'accélération pour les aliments (notamment les aliments non transformés). En revanche, l'inflation reste nulle pour les **biens industriels non énergétiques** (26 % de l'indice) et négative pour **l'énergie** (11 %).

IPC mensuel (en glissement annuel), zone €



Source : Afep à partir d'Eurostat.

2. ... mais des anticipations qui se redressent

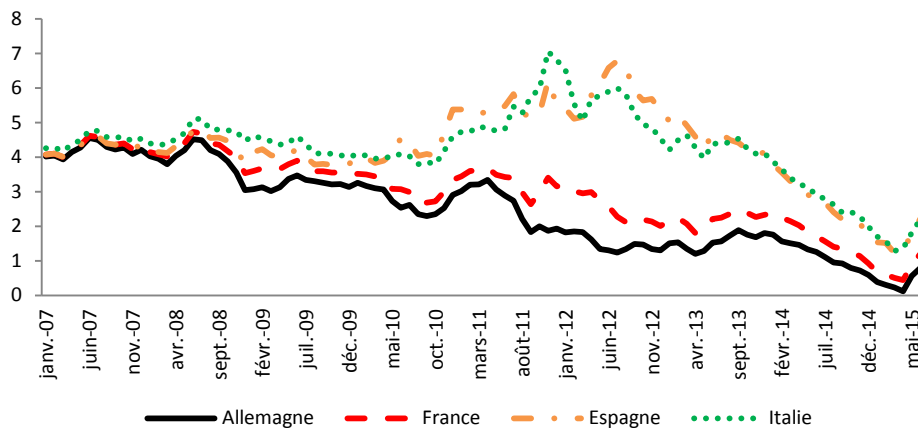
La Banque centrale européenne (BCE) mène une **enquête trimestrielle** auprès des prévisionnistes (« *Survey of professional forecasters* », SPF) afin de rassembler leurs projections sur les grands agrégats macroéconomiques (inflation, PIB, chômage). Les prévisions d'inflation font partie des indicateurs les plus regardés par la BCE en amont de la prise de décision sur l'orientation à donner à la politique monétaire. En particulier, les **projections d'inflation à 5 ans** sont observées avec attention dans la mesure où elles sont considérées comme le **reflet de « l'ancrage » des anticipations des agents économiques** à moyen terme : compte tenu du mandat de la BCE (une inflation inférieure mais proche de + 2 %), un écart persistant – à la hausse comme à la baisse – avec la cible d'inflation peut être problématique pour sa crédibilité. Or les prévisions de l'enquête SPF sur les anticipations à 5 ans ont **progressivement divergé** par rapport à la cible, passant d'une moyenne de + **2,02 %** au troisième trimestre (T3) 2012 à + **1,77 %** au T1 2015, soit une baisse d'un quart de point entre ces deux dates. Couplée au net ralentissement de l'inflation observée, cette baisse a vraisemblablement influencé la **stratégie de la BCE** (5 baisses du taux directeur entre juillet 2012 et septembre 2014, passé de 0,75 % à 0,05 %, lancement du « quantitative easing »...) **inquiète** d'une « **rupture d'ancrage** » des anticipations d'inflation, processus pouvant déboucher sur un ralentissement (voire une baisse) des salaires, des profits et de la croissance économique. Depuis le creux du T1 2015, les **anticipations à 5 ans se redressent** (1,84 % au T2, 1,86 % au T3) dans le sillage des prévisions à plus court terme (2015-2017). En effet, plusieurs facteurs devraient soutenir l'inflation à partir de la fin 2015 : en premier lieu, **l'impact mécanique à la hausse d'un « effet-base » sur le prix du pétrole** (en supposant un prix du baril constant,

l'effet de la forte baisse constatée au cours du second semestre 2014 disparaîtra peu à peu de l'indice) et de la **dépréciation de l'euro** (qui agit à la hausse sur le prix des biens importés, du coût des intrants et, plus généralement, le niveau des prix du fait de l'impact stimulant sur l'activité d'un taux de change plus faible); en second lieu, les **mesures de politique monétaire décidées** (notamment le programme d'achats d'actifs jusqu'au mois de septembre 2016 - au plus tôt); enfin, une confirmation de **l'accélération de la croissance économique** serait de nature à stimuler les prix.

3. et des taux d'intérêt qui remontent

Après plus d'un an de **baisse** quasi ininterrompue dans la très grande majorité des pays membres de la zone euro, **les taux d'intérêt à 10 ans des obligations d'Etats** ont entamé une **remontée** au mois de **mai** qui s'est confirmée en **juin**. Suite au creux de mars (Espagne : 1,23 % en moyenne, Italie : 1,29 %) et d'avril (Allemagne : 0,12 %, France : 0,44 %), la hausse constatée au cours des deux derniers mois a été sensible, portant les taux au-dessus de 2 % pour l'Espagne et l'Italie et au-dessus de 1 % pour la France (0,79 % en Allemagne). Ceci a conduit certains observateurs à s'interroger sur un **éventuel risque** de « **krach obligataire** » qui verrait dans un même mouvement une baisse du prix des obligations et une hausse des taux. Si, dans un contexte de **dettes publiques élevées**, toute hausse des taux d'intérêt doit être surveillée attentivement¹, il semble prématuré de parler de « krach » pour plusieurs raisons : 1) liés aux taux fixés par la BCE, qui devraient rester durablement proches de 0 en vertu de la stratégie de « *forward guidance* », les **taux à court terme sont stables** (ils demeurent même négatifs pour les obligations de l'Etat français de maturité inférieure ou égale à 2 ans) ; 2) pour les maturités plus longues, les niveaux atteints entre mars et avril de cette année laissaient peu de marge de baisse supplémentaire, **le prix des obligations atteignant des niveaux historiquement élevés** ; 3) compte tenu de ce qui précède en matière **d'anticipations d'inflation**, c'est l'absence de réaction des taux qui aurait probablement été jugée anormale. En dépit de leur hausse récente, les taux restent à un **niveau extrêmement faible en perspective historique** et l'éventualité d'une forte remontée à brève échéance paraît à ce stade improbable en raison de la politique monétaire très expansionniste de la BCE.

Rendement des principaux emprunts à 10 ans, en %



Source : Afep à partir de BCE. En moyenne mensuelle, taux observés sur le marché secondaire.

Dans un climat conjoncturel toujours peu dynamique, l'inflation et les taux d'intérêt restent à des niveaux historiquement faibles. S'agissant de l'évolution des prix, si l'on est encore loin de l'objectif de la BCE, le risque de déflation souvent débattu l'an dernier a reculé. En matière de taux, la récente remontée semble davantage signaler une « normalisation » et une volatilité accrue qu'une modification fondamentale de régime, même s'il convient d'être très vigilant pour au moins deux raisons : d'une part, au vu des niveaux observés, le biais sur les taux est, à moyen terme, haussier ; d'autre part, celui-ci pourrait être stimulé par la vraisemblable hausse des taux de la Réserve fédérale aux Etats-Unis au cours du deuxième semestre. Au final, une remontée progressive de l'inflation et des taux ne serait pas nécessairement une mauvaise nouvelle dès lors qu'elle refléterait une amélioration des perspectives macroéconomiques.

¹ D'après les calculs de l'Agence France Trésor (AFT), un choc de 100 points de base (1 %) sur l'ensemble de la courbe des taux français représenterait un surcoût de 2,4Md€ la première année et de 17,2Md€ au bout de dix ans.