

BCE : RDV en octobre

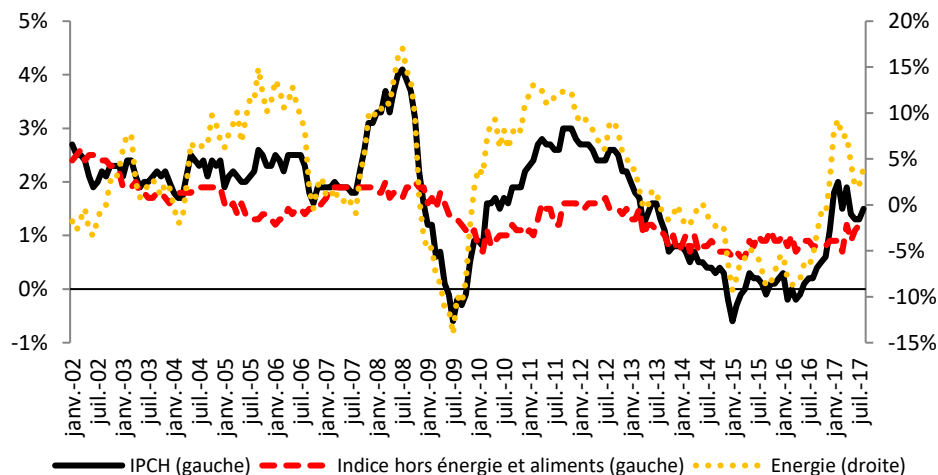
Jeudi 7 septembre 2017

A l'occasion de la réunion de rentrée du Conseil des gouverneurs de la BCE tenue ce jour, le présent flash fait le point sur les défis auxquels est confrontée l'institution.

1. Inflation : une dynamique des prix toujours modérée

A + 1,5 % en glissement annuel au mois d'août, l'indice des **prix à la consommation** (IPCH) en zone euro s'est inscrit en légère hausse par rapport au mois précédent du fait d'une accélération des **prix énergétiques** alors que les autres composantes seraient stables. Par rapport au mois d'août 2016, la hausse de l'IPCH s'explique, pour les trois-quarts, par le retournement de l'indice énergétique et, pour le quart restant, par une légère progression de l'**indice « sous-jacent »** (services, produits industriels non-énergétiques). A + 1,2 %, ce dernier reste toutefois modéré en perspective historique, en lien avec une **dynamique salariale** qui demeure contenue au sein de l'union monétaire. Au-delà des mouvements, parfois erratiques, des prix énergétiques et de leur impact sur l'indice global, la BCE est très attentive à la trajectoire de cet indicateur dans ses considérations de politique monétaire.

IPCH mensuel (en glissement annuel), zone €

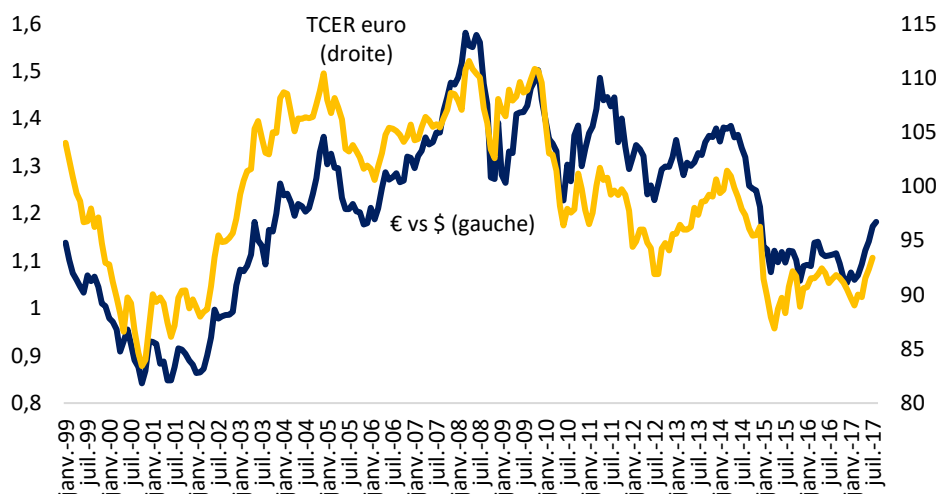


Source : Afep à partir d'Eurostat.

2. Taux de change de l'euro : une appréciation surveillée de près

Au niveau macroéconomique, l'un des faits majeurs du printemps et de l'été a été la **forte appréciation de l'euro (€) par rapport au dollar** des Etats-Unis (\$) : ainsi, entre le dernier creux de février 2017 (1,06\$) et le mois d'août (1,18\$), l'€ s'est apprécié de **12 %** en six mois. Une hausse d'une telle ampleur sur une période aussi courte n'avait pas été observée depuis **2009**. A près de 1,20\$, l'€ a quasiment retrouvé le niveau qui était le sien fin 2014, juste avant l'annonce du « *quantitative easing* » (QE) de la BCE. Depuis février, l'€ s'est également apprécié par rapport aux autres principales devises : + 10 % par rapport au **Yen**, + 8 % par rapport à la **£ britannique** et + 7,5 % par rapport au **Franc suisse**. Au final, le taux de change effectif de l'euro (TCER), qui propose une mesure synthétique du niveau de change par rapport à un panier de devises (cf. flash du 10 février 2017), a augmenté de 5 %. Si, selon la formule consacrée de M. Draghi, le taux de change de l'euro « *n'est pas un objectif de politique monétaire mais est important pour la stabilité des prix et la croissance* », le compte-rendu de la réunion tenue à la BCE le 20 juillet dernier fait apparaître une **forte attention** du Conseil des gouverneurs à l'appréciation de la monnaie unique. Ainsi, en notant que les investisseurs étaient à présent « *longs* » (i.e. acheteurs) sur l'€, la BCE attribue cette évolution à la **réduction de l'incertitude politique** post-référendum britannique et à la **dissipation des effets** liés aux anticipations de **hausse des taux** aux Etats-Unis. On peut ajouter à ces facteurs le **renforcement conjoncturel européen** et, symétriquement, des prévisions revues à la baisse dans certains autres pays avancés (Etats-Unis, Royaume-Uni).

€ vs \$ et taux de change effectif réel de l'euro (base 100 en 2010)



Source : Afep à partir de BCE et de BRI.

Au cours de la réunion, des inquiétudes d'un « **overshooting** » auraient été exprimées pour le futur : le « surajustement » de l'€ (i.e. la poursuite de la hausse actuelle) pourrait en effet peser sur l'**inflation** (cf. ci-dessous) et la **croissance** économique (via le canal du commerce extérieur).

3. Taux de change et inflation : quels liens ?

Prix relatif extérieur d'une monnaie, l'évolution du **taux de change** agit sur l'**inflation** domestique de façon **directe** (une appréciation rend les produits importés moins chers) et **indirecte** (elle modère les coûts de production). Ainsi, alors qu'une **dépréciation** du change est de nature **inflationniste**, une **appréciation** est **désinflationniste**. Dans une étude récente¹, la BCE détaille les mécanismes à l'œuvre. En insistant sur le fait que les pleins effets sont observés avec un **décalage temporel**², elle trouve que le « *pass-through* » (impact) d'une évolution du taux de change sur l'inflation est le plus fort pour les **prix à l'importation** par rapport à l'indice des **prix à la production** et à celui des **prix à la consommation**. Au-delà de l'impact immédiat évident d'une variation du change sur les prix des produits importés, cette différence s'expliquerait par le fait qu'une **majorité de biens importés** au sein de la zone euro sont des **intrants** utilisés au cours du processus de production, les biens importés à des fins de consommation directe ne représentant que **15 %** de l'IPCH. D'une façon plus générale, la répercussion d'une variation du taux de change sur l'indice des prix serait d'autant plus faible que la **concurrence** entre les entreprises est élevée et que l'euro est couramment utilisé comme **devise de facturation/règlement**. Si l'intensité concurrentielle varie fortement selon les produits et les secteurs considérés, l'utilisation de l'€ par les exportateurs situés à l'extérieur de l'union monétaire est significative : au niveau de la zone euro, **une importation extra-européenne sur deux serait réglée en €**³. Au sein de l'union monétaire, le « *pass-through* » serait supérieur dans les économies les plus « ouvertes » (le ratio importations/PIB est de 100 % en Irlande et de 80 % en Belgique, contre 38 % en Allemagne et 31 % en France). Enfin, la **sensibilité des prix** domestiques aux variations du change aurait **diminué** depuis les années 90 (modification de la structure des importations, mondialisation, désinflation globale).

Très attendue, la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE s'est tenue dans un contexte contrasté : d'un côté, une économie européenne en net progrès ; de l'autre, une inflation qui peine à s'affirmer et, fait récent, une monnaie en phase de forte appréciation. Intrinsèquement compliquée (cf. flash du 30 juin 2017), la stratégie de sortie du programme d'achat d'actifs doit composer avec ce nouvel élément. Confrontée à un dilemme (préparer la sortie et s'exposer à un durcissement des conditions financières à brève échéance ou temporiser au risque de donner le sentiment de procrastiner), la BCE a choisi de renvoyer à la réunion du 26 octobre prochain les décisions sur l'avenir du « QE » européen.

¹ « Exchange rate pass-through into euro area inflation », ECB Economic Bulletin, Issue 7/2016.

² Ces effets sont eux-mêmes le fruit de forces contradictoires du fait de la volatilité du change (appréciation, dépréciation).

³ « The international role of the euro », ECB, July 2017. Ratio portant sur les échanges de biens.