

The Banker's View – October 2005

La Banque Centrale Européenne aurait-elle le doigt sur la gâchette ?

Jean-Pierre PATAT

(écrit fin octobre 2005)

Abstract

Is the ECB ready to shoot?

The markets are worried about inflation and possible reactions of central banks. In the US, headline CPI has recently risen to 4,7%, year-on-year: with real interest rates still negative, the perspective of further tightening moves is therefore highly likely.

In the euro area, inflation has for many months fluctuated around the ceiling of 2%, but it is only recently that markets started to jitter. Of course, there are the so-called second round effects, with wages increasing, fuelled by money and credit expansion. But, in an area characterized by a 8% unemployment rate, the risks for a wage escalation are weak. Figures for money supply growth are distorted by the growing use of Euro banknotes in eastern European countries and in North Africa. Credit expansion is a more serious risk, especially mortgages. Some economists are concerned, but the ECB seems to believe in the possibility of a soft landing of the housing market. All in all, our opinion is that a 25 bp rise in the ECB leading rate would not affect credit conditions, but would instead send a very negative signal in the current macroeconomic context.

In fact, the highest risk is an insufficient reaction of the Fed to stronger inflationary pressures in the US, which would affect both the US and Europe through a parallel increase in long-term interest rates.

The surest bet however is that the ECB will continue to be criticized, and the Fed to be acclaimed! The main difference between the two central banks is neither the presupposed reactivity of the first, nor its communication abilities, but the fact that the Fed has relations with a single Treasury Secretary, and is accountable to a national Congress. Thus, the US monetary policy is driven by mutual confidence and dialogue, while, in Europe, it is based almost exclusively on the ECB credibility.

Les récents chiffres d'inflation, en Europe et aux Etats-Unis, et certaines déclarations de responsables monétaires ont alerté les marchés. L'inflation américaine est désormais sur un glissement annuel de 4,7%, chiffre modeste comparé aux niveaux à deux chiffres du début des

années 80, mais considérable dans le monde d'aujourd'hui où plusieurs facteurs, mondialisation, concurrence, ont sensiblement abaissé le niveau d'inflation tendanciel. Dans le même temps, Otmar Issing, de la BCE, tout en rappelant le caractère « exceptionnellement accommodant de la politique monétaire », prévient que les risques pour la stabilité monétaire ont augmenté sur le moyen terme.

Les marchés n'ont guère de doute sur la suite des événements outre atlantique : avec des taux réels négatifs de 100 points de base, la Fed n'a pas de raison de ralentir ou d'infléchir son mouvement de hausse. Les taux obligataires l'annoncent, avec une orientation à la hausse confirmée et atteignant depuis juin près de 80 points.

S'agissant de la zone euro, où la hausse des prix est de 2%, remarquons qu'il y a longtemps que l'inflation flirte avec la limite supérieure de 2% que s'est fixée la BCE. De même, on ne peut que constater l'incidence en définitive modérée sur l'indice de la hausse de 56% depuis le début de l'année du prix du pétrole (0,6 point). Cela est dû à l'effet amortisseur de la fiscalité mais aussi, et c'est une grande différence avec les Etats-Unis, à la chute sensible du poids des produits pétroliers dans le budget des ménages (4,8% dans l'indice des prix en France, en baisse de plus de trois points en vingt ans). Mais les marchés aiment se faire peur. Si les taux obligataires européens réagissent modérément, que dire de la bourse qui se comporte en Europe comme si les opérateurs s'étaient convaincus que des taux d'intérêt de 2% étaient éternels.

Et pourtant notre sentiment est que la BCE n'a ni l'envie ni l'intention d'augmenter ses taux dans un avenir proche. Bien sûr il y a le risque d'effets dits « de second tour », venant aggraver l'incidence première de l'augmentation du prix des carburants, et en particulier celui lié aux évolutions des salaires. Otmar Issing a déjà donné de la voix à ce sujet. Mais dans une zone où le chômage dépasse 8% quelle peut être l'ampleur des risques de dérives salariales ? Bien sûr il y a l'expansion forte des liquidités et du crédit. Mais il faut savoir que près de 1,5% de l'accroissement de M3 est dû ...aux billets en euros dont les pays de l'Europe de l'Est et ceux d'Afrique du Nord raffolent. La croissance du crédit est sans doute à prendre davantage en considération : 9% en France, mais moins de 6% au bénéfice des entreprises et 12,5% pour les crédits au logement. C'est dans ce domaine qu'il y a peut-être le plus de risques. Mais alors que plusieurs économistes sonnent le tocsin, on a le sentiment que la BCE tout en faisant les remarques d'usage, semble considérer la possibilité d'un atterrissage en douceur du marché.

En fait, il est certain qu'une hausse de 25 points de base ne changerait pas grand-chose aux conditions du crédit mais donnerait un très mauvais signal, disproportionné aux risques actuels dans un contexte particulièrement gris.

Le risque majeur vient, à notre sens des Etats-Unis. La Fed, qui n'avait pas, en son temps pris la bonne mesure de la bulle technologique réagira-t-elle suffisamment aujourd'hui au risque d'un très sérieux dérapage des prix ? Un échec de la Fed à maîtriser l'inflation pourrait pénaliser l'Europe, d'abord au niveau des taux d'intérêt à long terme. On n'en continuera pas moins à vilipender la BCE, taxée de « monétarisme », injure suprême en Europe et en particulier en France, face à une Fed particulièrement éclairée.

En fait ce qui différencie surtout la Fed de la BCE (et qui complique la tâche de cette dernière), ce n'est ni la supposée souplesse de comportement du premier, ni même le talent de bonimenteur de leurs dirigeants. ; c'est avant tout le fait que le Fed procède de la représentation nationale et a en face de lui, un ministre des finances unique et un Congrès national avec qui un dialogue permanent et fructueux est possible : c'est donc la possibilité d'agir dans un contexte de confiance mutuelle, alors que la BCE ne peut jouer que sur sa crédibilité. Ajoutons à cela un environnement économique de production et de demande qui est, aux Etats-Unis, incomparablement plus réactif aux inflexions de la politique monétaire que dans la zone euro.