

8 mars 2007

L'inflation recule, la BCE persiste

Christophe Blot

Sans surprise, Jean-Claude Trichet a annoncé une 7^{ième} hausse des taux à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue jeudi 8 mars. Le principal taux directeur a ainsi été porté à 3,75 %. Quelles sont les raisons du durcissement de la politique monétaire européenne ? Cette nouvelle hausse est-elle justifiée ?

Jusqu'ici, les raisons avancées par la BCE, et analysées dans la Lettre de l'OFCE n°278 pour justifier les orientations de la politique monétaire tournaient principalement autour de trois points : le pétrole, les répercussions de la TVA allemande et la croissance de la masse monétaire sur fond de boom immobilier. Ce diagnostic est-il encore d'actualité ? La flambée du pétrole a bien poussé l'inflation au dessus de 2 % en 2005 et une bonne partie de l'année 2006. Mais, après un pic à 78 \$ le 8 août 2006, le prix du baril de pétrole a nettement chuté, entraînant une baisse immédiate de l'inflation de la zone euro. En glissement annuel, celle-ci est passée de 2,3 % en août 2006 à 1,7 % en septembre. La BCE admet que l'effet pétrole jouera encore favorablement sur les prix, mais souligne que ces effets seront temporaires. De plus, elle craint un effet retardé de la flambée précédente. On peut s'étonner d'une analyse où les baisses ont des effets transitoires alors que les hausses auraient des conséquences durables. À raison, la BCE affirme que de nouvelles hausses ne peuvent être exclues. Mais une nouvelle baisse ou la stabilisation du prix sont aussi des hypothèses réalistes. Un tel pari ne devrait pas motiver les décisions de politique monétaire.

L'augmentation de 3 points de TVA en Allemagne à compter du 1^{er} janvier 2007 ne s'est pas encore transmise sur les prix. L'inflation mensuelle a augmenté de 0,4 % en Allemagne en février mais elle avait reculé de 0,2 % en janvier. L'impact de la TVA pourrait être plus faible et graduel que ce qui était envisagé initialement. On ne peut effectivement pas exclure que les entreprises allemandes réduisent leurs marges et ne répercutent que partiellement la hausse de la TVA sur les prix. Les effets de second tour seraient considérablement atténués. Partout ailleurs, les prix restent sages. En glissement, ils progressent de 1,4 % en France, 1,9 % en Italie, 1,0 % aux Pays-Bas et 2,4 % en Espagne. Au total, l'inflation de la zone euro pour les mois de janvier et février 2007 s'élève à 1,8 %. Quant à la croissance de la monnaie en circulation, c'est une antienne que la BCE a du mal à abandonner. Le lien entre monnaie, crédit et prix est contesté et, s'il existe, il est mince, incertain et instable.

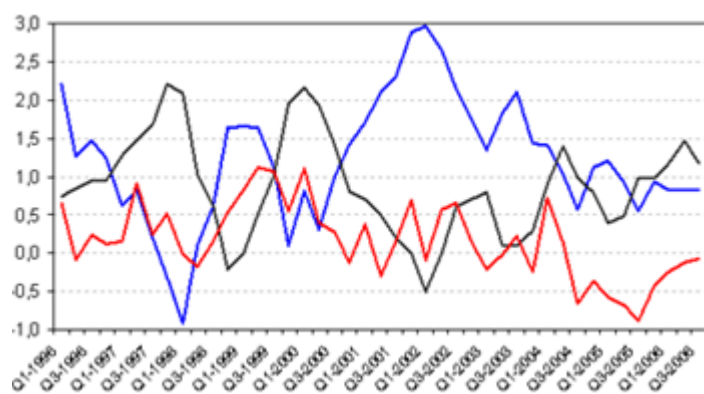
La principale source d'inquiétude avancée récemment par M. Trichet concerne l'évolution des salaires. M. Juncker, président de l'Eurogroupe, et M. Steinbrück, le ministre des finances allemand, ont exprimé leur divergence sur cette question en avançant, à juste titre, que la progression des salaires reste modérée et surtout, qu'elle est en ligne avec celle de la productivité. La BCE ne dresse d'ailleurs pas un constat différent dans son bulletin mensuel de février (p.38).

Au demeurant, depuis 1996, les hausses de coûts unitaires ont été plus souvent associées à une chute de la productivité qu'à une augmentation des salaires (cf. graphique). Il n'y a donc pas de risques avérés du côté du marché du travail. La reprise actuelle de la croissance pourrait refléter un cycle de productivité et accroître la croissance potentielle. Un resserrement excessif et prématuré risquerait plutôt de casser le regain de croissance actuel alors que dans le même temps, le risque d'inflation est réduit.

D'autres facteurs contribuent à la baisse de l'inflation. La force de l'euro vis-à-vis du dollar et du yen réduit le coût des importations et pèse sur la compétitivité européenne. Sans compter que ces mouvements de change interviennent dans un environnement où la concurrence internationale est plus forte et où les marchés du travail ont été rendus plus flexibles.

La BCE surestime donc sans doute le risque d'inflation. Son objectif principal de « maintien de la stabilité des prix », est clair et net, et sera atteint. La BCE se montre accrochée à une définition restrictive de la stabilité alors que dans le même temps, le taux de chômage s'élève encore 7,4 % de la population active. Dans ces conditions, la BCE pourrait se consacrer à l'autre objectif que lui assigne le traité de l'UE : apporter « son soutien aux politiques économiques générales » de la zone euro. Aussi légitime soit-il, il faut savoir mettre un terme au combat lorsque l'ennemi a été vaincu car « qui trop combat le dragon devient dragon lui-même ».

Salaires réels, productivité et coûts salariaux unitaires



Source : BCE