

Sous prétexte que le niveau observé d'inflation baisserait, la BCE s'apprête à baisser de 25bp ses taux directeurs. C'est un faute grave et incompréhensible, pour au moins trois raisons. Au-delà de l'analyse de ce mouvement, il faut vraiment sortir de l'illusion que la politique monétaire peut tout... et traiter le vrai sujet, celui des politiques budgétaires.

1. Niveau d'inflation toujours supérieur à 2%

Première surprise lorsqu'est évoquée l'éventualité d'une baisse des taux directeurs de la BCE, le niveau actuel d'inflation n'est pas passé sous le seuil objectif de 2,0%, ce, quelles que soient les mesures et les sources.

Taux d'inflation : 2,6%

Taux d'inflation au niveau du consommateur, donnée « headline », sources Eurostat, Bloomberg, 31/05/24

Au 31/05/24, le niveau observé d'inflation pour le consommateur était de 2,6% en données dites « headline », et de 2,9% en données dites « core », ne tenant pas compte notamment des prix de l'énergie -une distinction d'ailleurs sans intérêt, mais cela n'est pas l'objet de cette note. Dans les deux cas donc, les niveaux viennent certes de beaucoup plus haut, ils ont drastiquement baissé -le taux *headline* avait atteint plus de 10% fin 2022. Mais dans les deux cas aussi, le seuil de 2,0% est encore largement dépassé. Dans ces conditions, pourquoi baisser les taux directeurs ?

2. Taux réels à 0, taux nominaux bas

C'est le deuxième aspect surprenant, la deuxième faute du mouvement que va réaliser la BCE. On abaisse les taux directeurs pour raviver la croissance, et, concomitamment, parce que les taux d'intérêts sont trop élevés.

Or, d'une part, s'il est vrai que la croissance européenne demeure structurellement atone, elle n'est pas non plus en baisse conjoncturelle nécessitant une action ponctuelle sur les taux directeurs. Impasses budgétaires nationales et poids des normes constituent deux des principaux boulets de l'économie européenne, en faiblesse structurelle chronique. A cela, la politique monétaire ne peut rien ! Son action ce jour ne fera qu'ajouter de l'huile sur le feu avec une politique monétaire expansionniste créant des distorsions de prix des actifs sans pour autant apporter d'amélioration économique fondamentale. Pourquoi une telle précipitation ? Pour faire remonter des prix de l'immobilier encore largement surévalués ? Pour faire augmenter le prix des actifs financiers détenus par certains sans rien changer à l'économie réelle ?

Quant au niveau réel des taux d'intérêt d'autre part, il demeure trop faible, toujours proche de 0 s'agissant du taux à 10 ans. Et les taux d'intérêt nominaux doivent eux aussi remonter, ils sont trop bas. Avec 2% d'inflation et 1% de croissance, ils devraient se situer autour de 3% au moins.

3. L'inflation implicite repart à la hausse

C'est l'argument le plus important, pour ne pas dire le plus grave. Les données sur l'inflation auxquelles il est fait référence en première partie sont certes intéressantes, mais le degré d'information qu'elles recèlent est en réalité assez faible. Il ne s'agit en effet que de constatations du passé, pas d'anticipations de l'avenir. Une approche plus pertinente consiste à analyser les déterminants de cette inflation observée, ce qu'LM Invest France appelle l'inflation implicite. Là, malheureusement, les nouvelles sont beaucoup plus mitigées, un certain nombre de composantes remontant, parfois même en flèche.

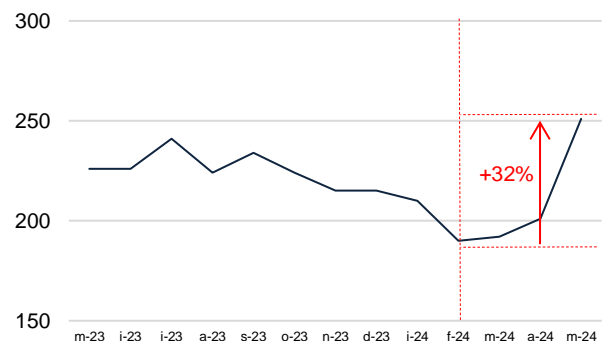
Commençons par les bonnes nouvelles : les cours du pétrole sont stables, ceux du gaz se sont effondrés. Deux composantes essentielles, qui ont un impact direct sur l'activité économique.

Coût du fret sur 1 an : +148%

Taux d'inflation transport maritime, indice composite, source Bloomberg, 31/05/24

Mais deux autre composantes, qui ont un impact tout aussi direct, évoluent très défavorablement : Les cours du fret mondial explosent de +148% sur un an. Au pire de la crise d'inflation en février 2022, l'indice composite¹ s'établissait à 8k\$, avant de s'effondrer sous les 2k\$ en 2023. Le cours vient d'exploser à la hausse pour dépasser les 4k\$.

Cours du blé tendre rendu Rouen, €/t, source Pleinchamp²



Le même phénomène est observé avec une composante tout aussi sensible qui est celle des cours du blé. Si la hausse est modérée sur un an (+11%, 226€/t à 251€/t), les cours ont flambé de +32% depuis le mois de février, comme on le constate sur le graphique ci-dessous.

Quid de la « vraie », on encore de la « bonne » inflation, c'est-à-dire de l'inflation par les salaires, la seule qui vaille ? Là encore, les faits ne justifient absolument pas une baisse des taux directeurs. La BCE prévoit une hausse des rémunérations en zone euro de 4,5% en 2024, de 3,6% en 2025 et de 3,0% en 2026.

Est-ce bien raisonnable, dans ce contexte, de baisser les taux dès le mois de juin ?

¹ Drewry Composite \$ / 40ft box, Bloomberg <WCIDCOMP>

² <https://www.pleinchamp.com/les-cours/grandes-cultures/10-ble-tendre>