



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

4 juillet 2014

**États-Unis : après
l'emploi, l'inflation en
ligne de mire p. 3**

À défaut de QE, la BCE passe aux « minutes »...

La BCE a besoin de temps pour compléter son dispositif de mesures contre la déflation. Mais ne nous y trompons pas, elle procèdera à pas comptés. L'espacement de ses réunions sur un rythme de six semaines plutôt que mensuel et l'innovation qui consiste en la publication de minutes semblent ainsi n'avoir qu'une seule justification : éviter de laisser se créer trop d'attentes sur ses actions à venir. Voilà en substance ce qui est ressorti du Comité mensuel de politique monétaire cette semaine. En d'autres termes, pas de révolution sous le ciel européen : l'horloge de la BCE fonctionne toujours au ralenti et a minima.

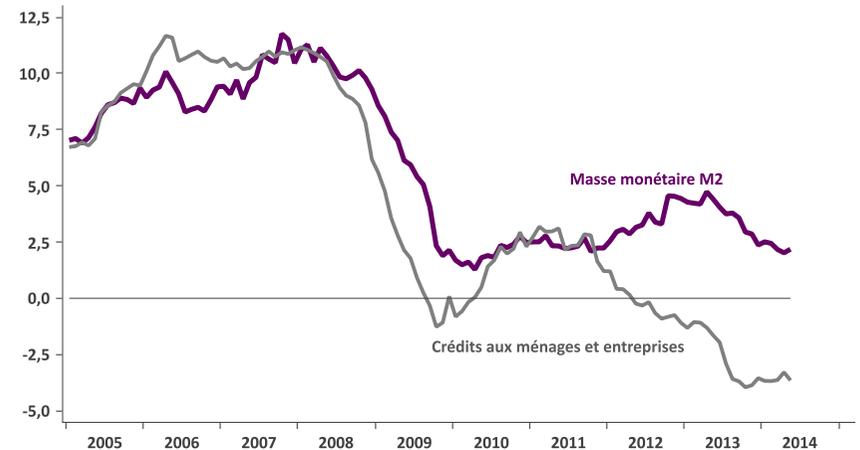
Le soufflé retombe

Le message envoyé par Mario Draghi à la suite de la réunion du Comité de politique monétaire n'est au total guère rassurant : aucun dispositif ne sera opérationnel avant la rentrée, dans le meilleur des cas et n'en attendons pas trop. Risque de déflation, taux de change, chômage, les arguments mis en avant le 6 juin pour justifier l'adoption de mesures supposées radicales de soutien à l'activité ont été dilués dans le communiqué de ce mois-ci, un peu comme si la BCE préparait une marche arrière.

Les marchés ne s'y sont pas trompés à en juger par la frilosité des places européennes au lendemain de cette communication, le repli des valeurs bancaires en particulier. Comment pourrait-il en être autrement ? En l'absence de mesures choc contre le risque de déflation, le secteur bancaire européen a, en effet, bien peu de chances de retrouver des couleurs. Malgré la forte baisse des taux d'intérêt à long terme, le déclin de l'inflation a propulsé les taux réels sur des niveaux incompatibles avec une reprise du crédit dans le contexte conjoncturel présent. En contraction de 3,7 % l'an en mai, l'évolution du crédit au secteur privé n'est, de fait,

pas très éloignée de ses plus mauvais scores de l'automne dernier, quand la croissance de la masse monétaire piétine.

Croissance annuelle de la masse monétaire et des crédits au secteur privé non-financier en zone euro, en %

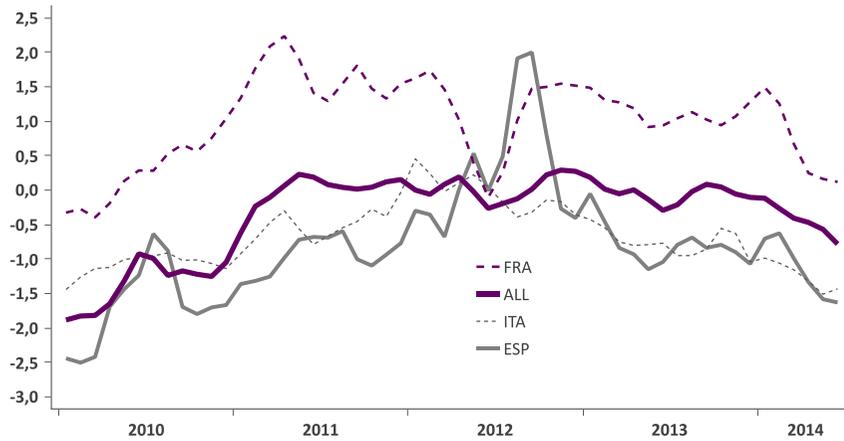


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La déflation, elle, prend ses marques

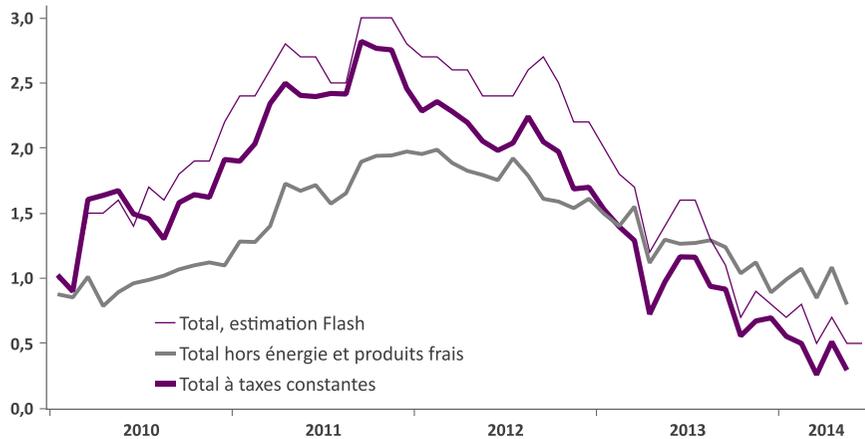
Or, rien aujourd'hui ne signale d'amélioration sur ce front. En juin, la hausse annuelle des prix à la consommation s'inscrivait toujours à 0,5 % en zone euro, quand, les anticipations des ménages sur l'évolution des prix à douze mois se tassaient un peu plus, notamment en Allemagne où, malgré un contexte économique plus porteur et l'adoption d'un salaire minimum, les tendances de prix sont également en berne.

Opinion des ménages sur l'inflation à 12 mois



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

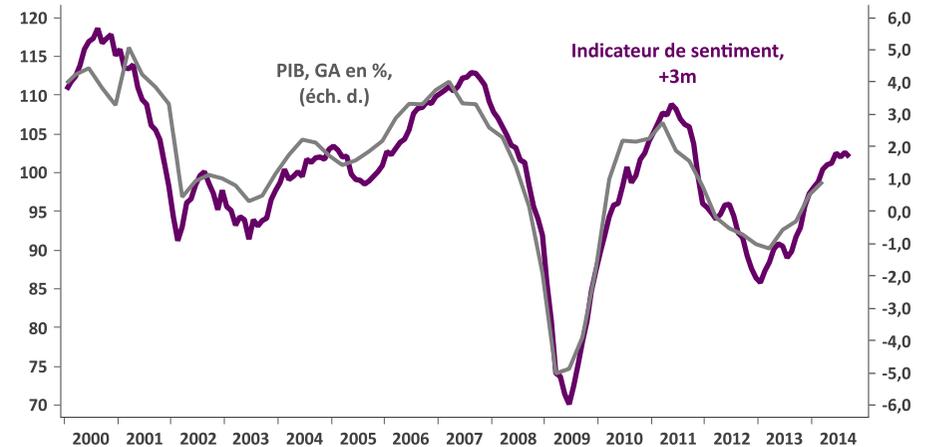
Inflation en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les tendances sur le front de l'activité, sans être particulièrement mauvaises, restent médiocres ne laissant que peu d'espoir d'amélioration du rythme de croissance et de l'emploi qui serait nécessaire pour inverser la trajectoire des prix. Le retournement du sentiment des industriels allemands, aujourd'hui confirmé par la détérioration des commandes à l'exportation, et le regain de déconvenues en France contrarient l'amélioration des perspectives. La reprise en zone euro plafonne comme illustré par l'inflexion de l'indicateur de sentiment de la Commission Européenne ces derniers mois et il faudra, dans le meilleur des cas, plusieurs mois avant de renouer avec des perspectives mieux orientées sur le front de l'activité et donc des prix domestiques.

Indicateur du sentiment économique et croissance en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les prévisions de la BCE d'un retour graduel de l'inflation dans la zone des deux pourcent semblent, pour l'instant, bien loin de portée, ce qui en l'absence d'initiative plus convaincante de la part de la BCE ou des gouvernements ne peut que conduire à des déceptions.

États-Unis : après l'emploi, l'inflation en ligne de mire

Après avoir détaillé les indicateurs qu'elle allait suivre pour mieux appréhender les évolutions du marché de l'emploi, la Fed ne devrait plus tarder à détailler ceux qu'elle compte privilégier en matière d'inflation. Avec un taux de chômage dorénavant à 6,1 % de la population active et une amélioration soutenue des créations d'emploi ces derniers mois, c'est en effet sur son diagnostic inflationniste que portera sa communication dans les prochains mois et ses décisions éventuelles sur le timing de hausse de ses taux d'intérêt. Ce dernier devrait s'appuyer sur les principaux éléments suivants :

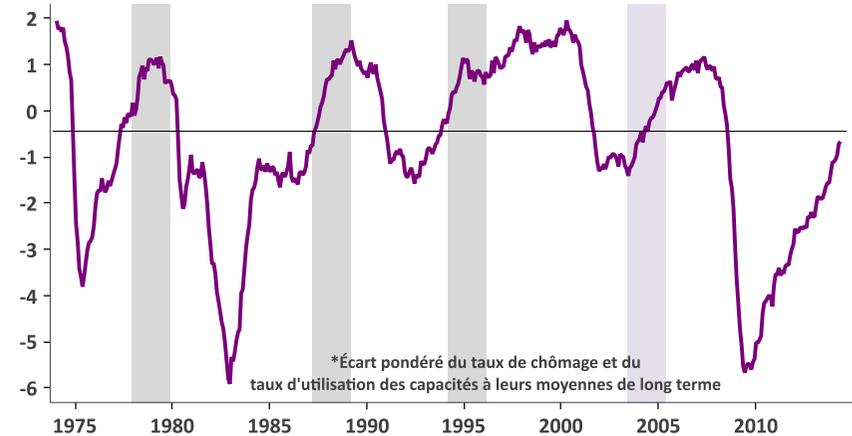
1- Sauf remontée du taux de participation, les ressources en emploi risquent de se tarir rapidement si les créations de postes retrouvent un niveau durablement plus soutenu. Un tel mouvement pourrait donc se traduire par l'apparition de tensions salariales relativement précoces au regard de la situation du marché de l'emploi. La Fed, c'est certain, disséquera donc les **statistiques salariales** à l'avenir.

2- Le faible niveau d'investissement a, par ailleurs, réduit l'extension des capacités productives, de sorte que sur ce front, également, les tensions pourraient se faire jour plus tôt que ne le laisse supposer la croissance hésitante de l'activité. L'évolution du **taux d'utilisation des capacités** reviendra dans le radar des indicateurs privilégiés.

3- La combinaison du taux de chômage et du taux d'utilisation des capacités, rapportés à leur moyenne de long terme, a traditionnellement constitué un efficace proxy de l'**output gap** et, ainsi, de l'évolution des taux d'intérêt de la Fed jusqu'à la crise de 2008. La Fed s'est néanmoins considérablement éloignée de cet indicateur ces dernières années et normaliser ses conditions de taux d'intérêt sera très risqué.

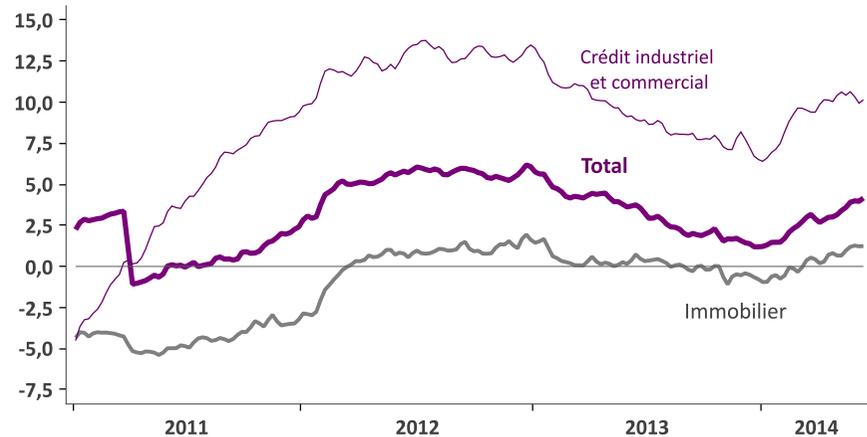
4- La croissance de la **masse monétaire** et celle du **crédit** ont tout lieu également de revenir en force dans le radar de la Fed. C'est en effet par le biais d'une reprise rapide du crédit que la politique d'injections massives de liquidités pourrait se révéler la plus inflationniste.

Proxi de l'output gap selon le degré d'utilisation des ressources



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

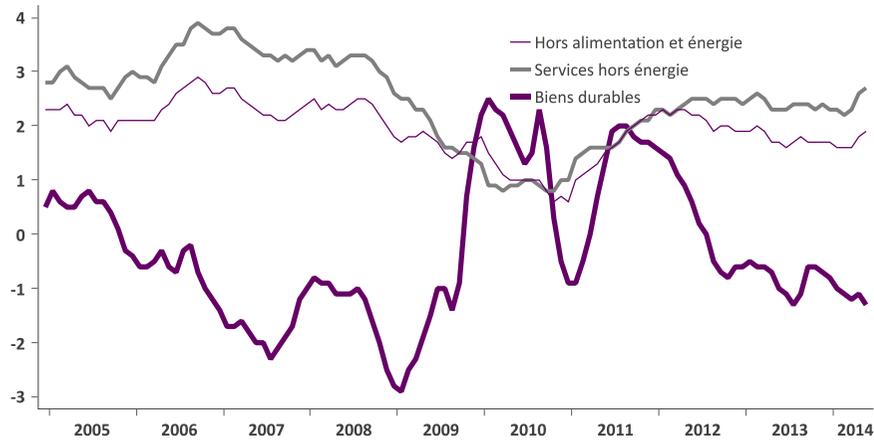
Crédits des banques commerciales au secteur privé, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

5- Au-delà, de ces indications, c'est par une analyse détaillée des tendances de prix dans les différents secteurs de l'activité que la Fed se forgera son opinion, notamment par les évolutions dans les services, plus révélateurs du contexte domestique.

Inflation aux Etats-Unis



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ces indicateurs se sont pour la plupart améliorés ces derniers mois, justifiant l'impatience de certains membres de la Fed. Reste à savoir si l'économie pourra faire face à un changement d'anticipations de la politique monétaire qui ne pourra que s'accompagner d'une correction d'ampleur du niveau des taux à long terme. La partie n'est pas gagnée ...

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com