

Regain de volatilité en vue des anticipations d'inflation



V. Riches-Flores

L'environnement inflationniste se complexifie. Malgré le déclin persistant du taux d'inflation mondial, toujours largement influencé par le repli des cours du pétrole, les distorsions de prix s'accroissent. Alors que les pressions déflationnistes sont toujours assez largement à l'œuvre dans l'industrie, des poches d'accélération à la hausse des prix sont apparues récemment dans certaines catégories d'activités domestiques de plusieurs économies influentes.

Si le risque d'un dérapage incontrôlé de l'inflation reste assurément faible, ces évolutions pourraient suffire à instiller un changement de sentiment des marchés sur les sous-jacents inflationnistes. Au moment où se préparent de grandes manœuvres monétaires et où les effets de base liés à la chute des prix du pétrole sont amenés à se tarir, le risque d'un regain de tensions sur les anticipations d'inflation et, de facto, les marchés de taux n'est probablement pas négligeable...

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

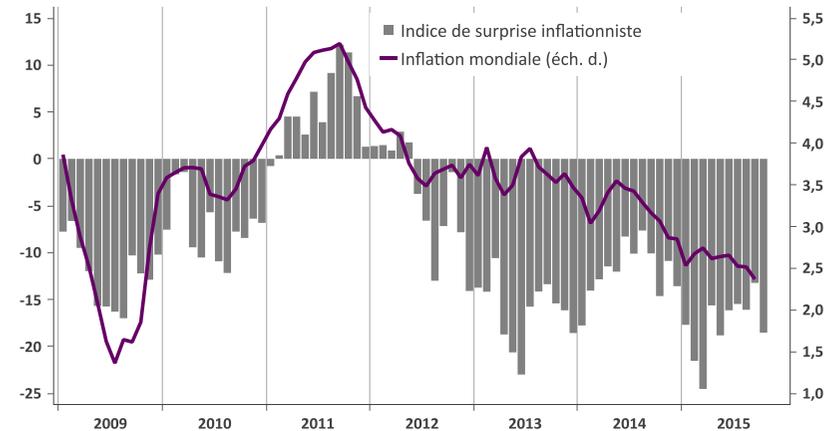
20 novembre 2015

Méfions-nous de l'eau qui dort

C'est en apparence le calme plat en matière d'inflation ces derniers temps. Selon les dernières données disponibles :

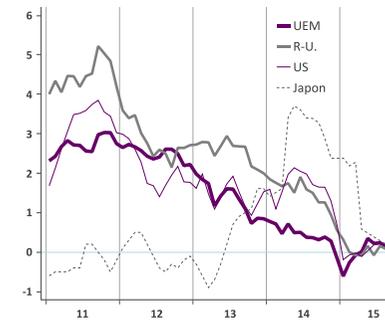
- l'inflation mondiale ne dépassait pas 2,4 % en septembre, poursuivant ainsi sa tendance à la baisse après un repli de près d'un point au cours des douze derniers mois ;
- à -18,5, l'indicateur Citi de surprise inflationniste du mois d'octobre était légèrement inférieur à sa moyenne 2015, témoignant toujours d'un degré relativement élevé de déceptions par rapport aux attentes ;
- enfin, contenues par le bas niveau des cours du pétrole et des taux d'inflation autour de zéro dans la plupart des pays industrialisés, les anticipations implicites d'inflation, restent particulièrement faibles, plus basses même aujourd'hui qu'au mois de janvier.

Inflation mondiale et indice Citi de surprise inflationniste (G10 et émergents)



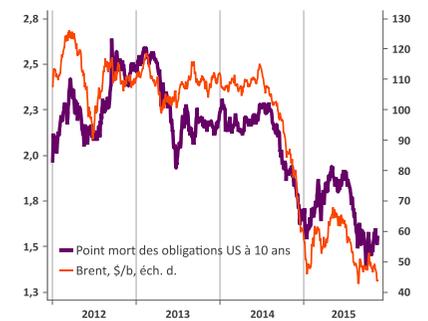
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux d'inflation des principaux pays/régions développés, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Point mort d'inflation des obligations indexées et cours du pétrole



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au total, l'inflation semble avoir disparu du radar économique. Ce constat a de nombreuses implications, donnant, tout d'abord, aux banques centrales une rare latitude pour maintenir un cap monétaire exceptionnellement accommodant, y compris dans le cas de la Fed dont les marchés n'attendent qu'un resserrement très graduel. Il donne par ailleurs un sentiment de temps aux agents, ces derniers n'ayant aucune raison de devancer leurs achats ou leurs investissements dès lors que ni les prix ni les taux de crédit ne sont supposés remonter à brève échéance.

Anticipations d'inflation à 12 mois des consommateurs



Sources : RichesFlores Research, Macrobond, * selon l'Université du Michigan

Les perspectives semblent pourtant nettement moins établies, ceci pour au moins deux raisons.

1- D'ici à la fin du premier trimestre, la disparition des effets de base négatifs liés à la chute passée des cours du pétrole pourrait faire mécaniquement remonter les taux d'inflation de près d'un point dans les pays industrialisés

La chute particulièrement rapide des cours du pétrole à la fin de l'année dernière a eu des effets majeurs sur le calcul du taux annuel d'inflation cette année, expliquant jusqu'à 1,5 point de baisse de l'inflation annuelle américaine et un point de celle de la zone euro au cours des neuf premiers mois de 2015. L'effondrement des cours ayant été concentré entre octobre 2014 et janvier 2015, son impact devrait, toutefois, progressivement disparaître, comme le décrivent déjà les tendances récentes. Ainsi, avec des cours inférieurs aujourd'hui à ceux du mois de janvier (44\$/b le 18 novembre au lieu de 48\$), le rythme de contraction sur douze mois est

d'ores et déjà moindre qu'en début d'année, lorsque la base de comparaison était celle de janvier 2014, quand le prix du baril de pétrole était de 108\$.

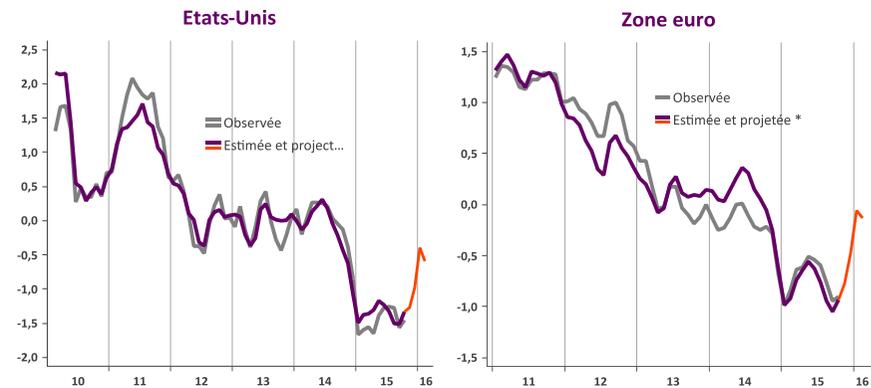
Cours du Brent en dollar et sa variation annuelle en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Il faudrait, en l'occurrence, que les prix du pétrole rebaissent à un rythme comparable à celui de la fin de l'année dernière pour conserver des effets dépressifs aussi importants que ceux observés ces derniers mois sur le taux d'inflation annuel. À l'inverse, si les prix se stabilisent, voire remontent graduellement comme souvent anticipé, ces effets de base négatifs disparaîtront très rapidement.

Contribution de l'énergie à l'inflation annuelle en cas de stabilisation des cours du pétrole à leur niveau actuel d'ici fin mars



Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* Aux cours du pétrole du 10/11 (44,25\$/b) inchangé jusqu'au 31/03/2016

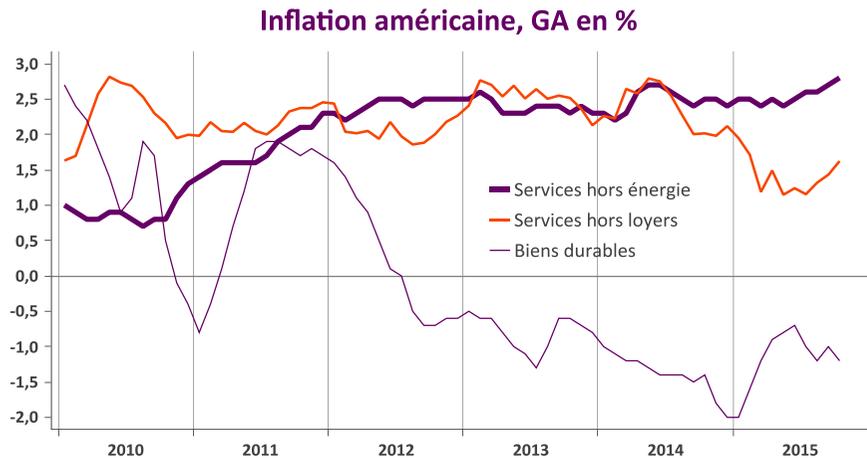
Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* Aux prix du pétrole et EURUSD du 19/11, inchangés jusqu'au 31/03/2016

Ainsi, dans le cas d'une stabilisation des cours du pétrole, la contribution du poste énergie à la croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation passerait, selon nos estimations, de -1,3 points au mois d'octobre à -0,5pt au premier trimestre 2016 aux États-Unis et de respectivement -0,9pt à -0,1pt en zone euro. Toutes choses égales par ailleurs, ceci aurait donc pour effet de relever mécaniquement le taux d'inflation américain de 0,1 % à 0,9 % d'ici au premier trimestre 2016 et celui de l'UEM de respectivement 0 % à 0,8 %.

2- L'amélioration de l'inflation dans les services prend le pas sur les pressions déflationnistes industrielles

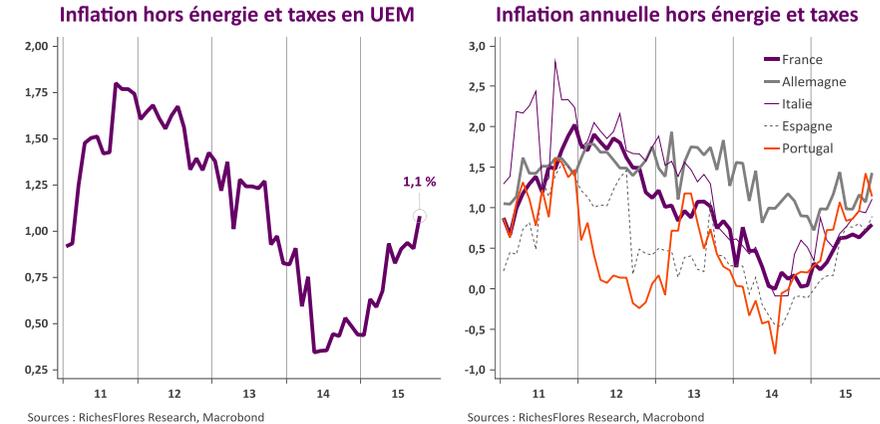
De tels effets risquent d'être d'autant plus notables sur les statistiques mensuelles d'inflation que les pressions déflationnistes cèdent de plus en plus de terrain. Alors que la déflation semble continuer de sévir dans l'industrie, sur fond de sous-utilisation des capacités productives et de perturbations des marchés des changes, les évolutions de prix se sont nettement améliorées dans les secteurs protégés de la concurrence que constituent la plupart des activités de services.

Jusqu'à présent cantonné aux prix des loyers, ce mouvement a pris de l'envergure aux États-Unis ces deux derniers mois avec une tendance beaucoup plus générale à l'accélération des prix domestiques à l'origine d'une remontée de l'inflation sous-jacente à un niveau proche de 2% aujourd'hui.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

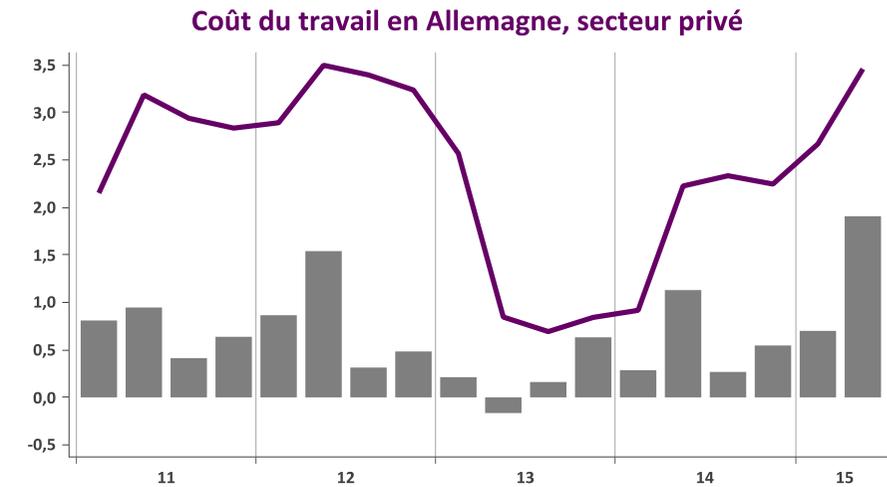
Plus surprenant est toutefois le constat fait en zone euro où l'inflation hors énergie s'est partout nettement redressée ces derniers mois pour ressortir en moyenne à 1,1 % en octobre, un niveau plus de deux fois supérieur à celui du début d'année.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Alors que la situation domestique continue à s'améliorer, ces tendances ont toutes les chances de perdurer, notamment en Allemagne où, la hausse des salaires s'est sensiblement raffermissée ces derniers temps sous l'effet, en particulier, d'une nette accélération des rémunérations dans les services.



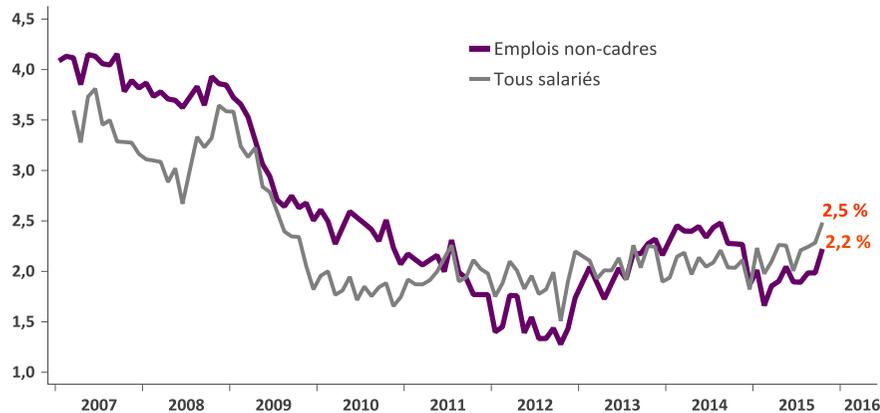
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au total, malgré des taux d'inflation « headline » toujours très bas, le panorama inflationniste n'a plus grand-chose à voir avec celui d'il y a quelques mois.

La Fed au pied du mur

Sans doute y-a-t-il dans ces observations de bonnes raisons pour justifier le changement de ton de la Fed entre le mois de septembre et son intervention devant le Congrès américain le 4 novembre, ainsi que la forte adhésion au scénario de hausse des taux suscitée par le rapport du mois d'octobre publié deux jours plus tard. Au vu de la tournure des sous-jacents inflationnistes, une accélération des salaires même modeste pourrait, en effet, avoir des effets rapides sur l'inflation américaine, surtout en période de faible croissance de la productivité.

Croissance annuelle des salaires horaires



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Malgré les questionnements persistants sur la capacité de l'économie américaine à faire face une remontée des taux d'intérêt et notre réticence à envisager une hausse des taux directeurs jusqu'à récemment, la Fed n'a guère le choix ; elle devra relever le niveau de ses taux, ceci en dépit de l'appréciation du dollar dont les effets déflationnistes, localisés sur l'industrie, ne suffisent plus à contenir l'inflation.

Le contexte économique dans lequel ce passage à l'acte, de plus en plus probable en décembre, se fera aura, quoi qu'en dise la Fed pour accompagner ce premier

mouvement, une influence importante sur les anticipations des marchés. On comprend, en effet, que si les tendances inflationnistes mises en exergue ci-dessus se confirment, les anticipations sur le rythme de hausse des taux pourraient subir une brutale accélération à la suite de ce premier mouvement.

Mario Draghi ne croit pas si bien dire

Difficile dans un tel contexte de comprendre ce qui anime le Président de la BCE, Mario Draghi, en faveur d'un assouplissement supplémentaire des conditions monétaires en zone euro (voir à ce sujet « [Quelles sont les motivations de M. Draghi ?](#) »). Décidé à « faire le nécessaire pour faire rapidement remonter le taux d'inflation », selon ses propos d'aujourd'hui même, le Président de la BCE ne croit pas si bien dire. Sauf nouvel effondrement des cours du brut dans la zone de 30\$/b, scénario dont la probabilité semble relativement faible bien que non nulle, l'inflation en zone euro devrait, en effet, s'accélérer notablement d'ici peu.

Les marchés ont-ils correctement intégré ces évolutions ? On peut en douter à en juger par l'inertie des anticipations implicites d'inflation et le bas niveau persistant des taux longs qui en résulte. Quoi qu'il en soit les anomalies aujourd'hui relevées ne pourront guère s'éterniser :

- soit les marchés de taux ont raison et les prix du pétrole s'effondreront effectivement, imposant vraisemblablement un changement radical des perspectives sur la croissance mondiale, englobant celles sur la Fed ;
- soit les marchés se trompent et les anticipations d'inflation, tout comme le niveau des taux longs, subiront une accélération notable d'ici peu.

En d'autres termes, la volatilité risque fort de subir une nouvelle embardée.

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