



Pourrait-on être surpris par une reprise de l'inflation en 2015 ?

Les politiques monétaires expansionnistes montreront leurs effets inflationnistes en phase d'accélération de la croissance sous l'impact combiné de chocs externes et internes.

Points clés:

- L'inflation reportée n'est pas un problème dans les pays industrialisés, les indices de prix (CPI et PPI) restent sous contrôle en 2014
- L'inflation est inférieure aux objectifs fixés par les banques centrales principales (2%)
- Les pays émergents poussent à 4% l'inflation globale
- La faiblesse conjoncturelle en début d'année retient des prévisions optimistes et des révisions à la hausse des anticipations inflationnistes
- Les matières premières (énergie et alimentation) contribuent à la hausse des indices de prix
- Taux d'utilisation des capacités, « output gap » et consommation des ménages suggèrent une remontée progressive de l'inflation
- Anticipations inflationnistes entre 0.5% et 1% au-dessus de l'inflation observée sur 1 an
- Une meilleure visibilité soutiendra des révisions à la hausse des anticipations pour 2015

L'inflation reste pour l'instant largement inférieure aux objectifs des banquiers centraux

L'inflation n'est pas un problème en 2014, les indices de prix ne montrant pour l'instant pas de risque de dérapage aux Etats-Unis, au Japon et en Europe.

Les derniers chiffres d'inflation aux Etats-Unis faisaient état d'une progression de +1.6% en février en base annuelle (+1.7% au Royaume-Uni), tandis que l'inflation au Japon augmentait de +1.3% et que cette dernière passait en-dessous de +1% en Europe (+0.7% en glissement annuel).

En Suisse, l'inflation reste largement inexistante, comme le suggère le chiffre publié pour février (+0.1%).

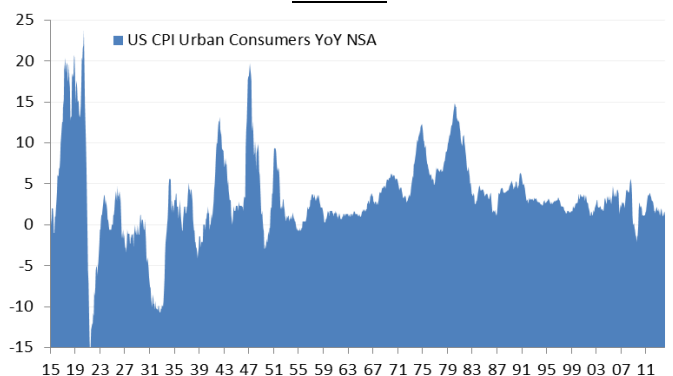
L'objectif d'inflation fixé à 2% par les quatre principales banques centrales (USA, Europe, Japon et Royaume Uni) semble donc encore loin d'être atteint et relance toujours plus les risques de déflation en Europe et en Suisse, d'autant que les chiffres préliminaires pour la zone euro ont encore glissé à seulement +0.5% en mars.

Les politiques monétaires développées par les banquiers centraux pour résoudre la crise financière et relancer la croissance furent créatives et semblent finalement porter leurs fruits puisque la croissance repart, même si ces politiques ont souvent été critiquées pour leurs effets réels directs insuffisants en ce qui concerne notamment les ménages.

Il a souvent été évoqué que les liquidités se déversaient à Wall Street et dans les marchés émergents, créant de ce fait une inflation des actifs financiers et expliquant ainsi l'absence d'effets inflationnistes dans l'économie réelle.

Les politiques mises en œuvre par B. Bernanke depuis 2009, consistant à maintenir les taux directeurs proches de zéro tout en injectant des liquidités dans le système financier, ont pourtant multiplié par 4x le bilan de la banque centrale américaine sans pour autant provoquer de reprise de l'inflation.

US CPI



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le graphique ci-dessus montre l'évolution de l'inflation sur un an aux Etats-Unis depuis 1914. Il est intéressant d'observer qu'à l'exception des périodes ayant suivi les deux guerres mondiales et la crise des années 30, caractérisées par une phase de déflation, l'inflation a pratiquement toujours été contenue entre zéro et cinq pourcent avec une moyenne d'environ 3%.

Le niveau actuel de 1.1% (ex énergie et alimentation) est donc relativement bas en comparaison historique et succède à la seule période déflationniste (de quelques mois seulement en 2009) observée depuis les années cinquante.

La présidente de la Réserve fédérale reste aujourd'hui face à un dilemme. Elle souhaitera certainement renforcer la lisibilité de sa politique en ne modifiant pas sa stratégie de sortie du QE3, sauf accident, et en annonçant un changement probable de politique monétaire en 2015, peut-être même déjà en mars. Mais le niveau actuel toujours bas de l'inflation américaine peut aussi constituer un signal de faiblesse de la conjoncture et du marché de l'emploi, qui contredirait son analyse positive de la santé de l'économie américaine.

A notre avis, les banquiers centraux et Janet Yellen au premier chef souhaitent tout de même une reprise modérée de l'inflation avant de pouvoir justifier d'une modification de leur politique de taux durablement bas. Les politiques monétaires suivies resteront donc accommodantes jusqu'à ce que l'inflation s'approche des objectifs fixés et les dépassent certainement.

Si la reprise de l'inflation ne semble pas encore au rendez-vous, quelques forces se mettent tout de même en place pour suggérer un retour en 2015 d'une tendance plus nettement positive des prix.

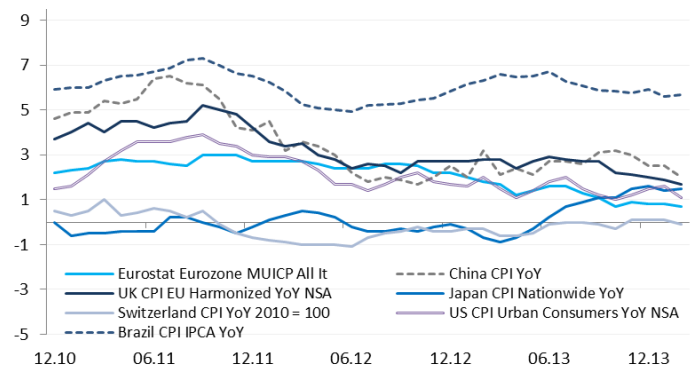
De plus en plus de décideurs américains prévoient notamment d'augmenter les dépenses en biens d'équipement et les engagements de personnel au cours des six prochains mois. Le taux de participation de la population employée par rapport à celle pouvant prétendre à un emploi s'est stabilisé depuis 2010 et montre même une tendance légèrement positive grâce notamment aux bons chiffres de création d'emploi de ces dernières semaines, qui pourraient à nouveau dépasser le seuil de +200'000 nouveaux emplois en avril.

Inflation globale proche de 4% en 2014

Globalement, l'inflation mondiale avance toujours à un rythme similaire à sa moyenne des dix dernières années. En hausse de +3.8% en janvier, l'inflation mondiale

reste sur une tendance proche de +4.1% observée en décembre 2013, sous l'impulsion claire des marchés émergents. Ce tassement provient essentiellement d'une légère baisse de l'inflation dans les économies développées dont le taux d'inflation moyen a chuté de 3% à seulement 1.5%. Dans les économies émergentes, l'inflation a plutôt progressé de 5.2% à 5.9% en janvier.

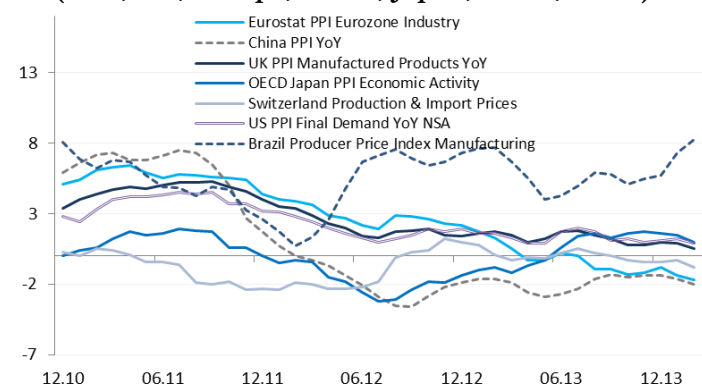
Inflation – indices des prix à la consommation (USA, UK, Europe, Suisse, Japon, Chine, Brésil)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Au niveau des prix de production, l'appréciation des prix s'est aussi contractée par rapport aux chiffres du mois de décembre. La hausse de +2.9% s'est réduite à seulement +2% en rythme annuel, sous l'impulsion d'une forte baisse des prix à la production de +4.3% en décembre à seulement +0.5% en janvier. L'image est inversée dans les économies émergentes, qui subissent une hausse des prix de production de +1.3% à +4.9% en janvier.

Inflation – indices des prix à la production (USA, UK, Europe, Suisse, Japon, Chine, Brésil)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les écarts observés entre les indices de prix à la production et ceux à la consommation suggèrent qu'une première hausse sensible devrait d'abord intervenir sur les indices de prix à la production avant qu'une transmission nette ne s'observe sur les indices des prix à la consommation.

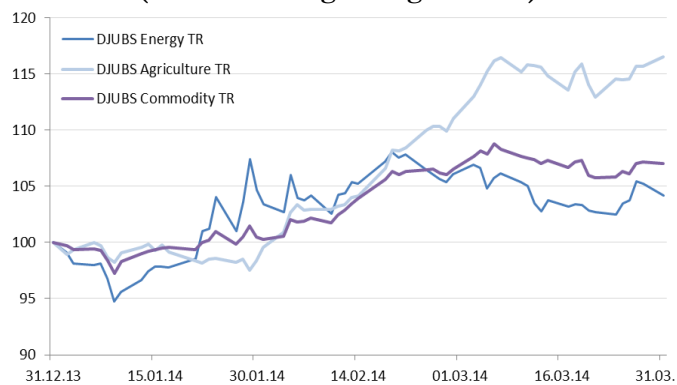
La hausse des matières premières enregistrée depuis le début de l'année pourrait toutefois affecter les indices de prix à la consommation en même temps que les indices des prix à la production. En effet, la hausse des coûts de l'énergie en particulier, peut se transmettre simultanément et plus rapidement par exemple que les hausses de cours des métaux industriels sur les deux types de mesures.

La hausse des matières premières contribuera à la progression de l'inflation dès 2014

La sécheresse qui a frappé durement le Brésil depuis le début de l'année a eu des effets importants sur la hausse des produits agricoles. Les cours du blé, du maïs et d'autres produits agricoles ont globalement progressé de +16.5% (sous-indice agricole du DJUBS Commodity index). Pendant la même période, le froid exceptionnel qui frappait l'Amérique du Nord provoquait une hausse temporaire de +40% des cours du gaz et de +8% du pétrole.

Dans l'ensemble, les cours des produits agricoles ont avancé de +16.51% et ceux de l'énergie de +4.2% pour une hausse globale de l'indice DJ UBS Commodity index de +6.99%.

Dow Jones UBS TR commodity index (Global – Énergie – Agriculture)



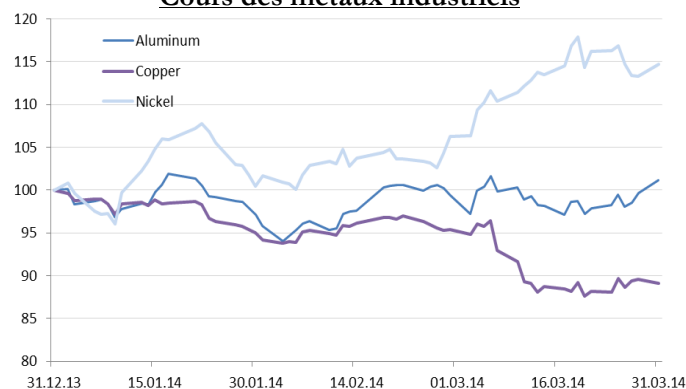
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'effet de base des prix des matières premières, plutôt négatif jusqu'en mars, devrait désormais redevenir positif et contribuer prochainement à une hausse des indices de prix à la consommation et à la production. Les indices « Core » (ex alimentation et énergie) pourraient quant à eux rester moins sensibles.

Les cours du pétrole WTI sont à nouveau au-dessus de 100\$ le baril à la fin mars, soit environ +4.2% plus élevés que leur niveau de mars 2013. Dès le mois prochain, la progression en base annuelle en avril pourrait s'accélérer et atteindre +10% en cas de légère progression des cours du brut sur le mois, en affectant de ce fait plus clairement les indices de prix.

Plus généralement, la reprise conjoncturelle mondiale attendue en 2014 devrait aussi soutenir la demande globale de matières premières et relancer un cycle d'appréciation des cours touchant également les métaux industriels. Ces derniers n'ont que très marginalement progressé en ce début d'année et pourraient bien bénéficier d'un regain d'intérêt lorsque la reprise conjoncturelle sera un peu plus affirmée au second trimestre. Le rebond attendu des cours du nickel, du cuivre, de l'aluminium en particulier devrait aussi renforcer l'effet de la hausse des coûts de l'énergie sur les indices de prix à la production.

Cours des métaux industriels



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'« output gap » se renforce et les capacités de production non utilisées diminuent

Depuis son niveau de récession observé en 2009 (66.9%), le taux d'utilisation des capacités de l'industrie aux Etats-Unis (78.4%) s'est amélioré régulièrement et s'approche aujourd'hui du niveau atteint avant la crise financière (80.8%). Même si ce dernier reste encore loin des taux d'utilisation des capacités des années 70, proches de 90%, on observe tout de même une exploitation plus intense de l'appareil de production existant. Cet élément est conforme à la reprise conjoncturelle actuelle et annonciateur de futures tensions possibles sur les prix. Du côté de la production industrielle, la déviation positive au-dessus de sa tendance récente montre également une accélération de l'activité, confirmant la tendance à l'amélioration de la croissance économique. La production industrielle a progressé de +0.8% en février en surprenant les observateurs et en réalisant la plus forte avancée depuis six mois.

Evolution de la liquidité – base monétaire

Aux Etats-Unis, le programme de réduction d'injection de liquidités est largement engagé et il semble désormais de plus en plus probable que la Réserve fédérale aura mis un terme à son QE en octobre. La croissance de la base

monétaire américaine en sera donc réduite d'autant. Globalement, la croissance de la base monétaire mondiale à fin février était encore de +10.6%, un taux de croissance pourtant inférieur à la moyenne des dix dernières années (+14%).

La liquidité mondiale n'est donc plus en phase d'accélération, mais les stocks de liquidités créés par les banques centrales restent importants, comme le rappellent les niveaux extrêmement élevés de leurs bilans.

La capacité de consommation des ménages américains s'améliore en 2014

La santé des ménages américains ne cesse de s'améliorer et soutiendra une progression de la consommation. L'endettement des ménages a tout d'abord fortement diminué depuis le début de la crise financière (115%) et ne représente plus que 91.6% de leurs revenus. Exprimée en pourcentage du PIB, la dette des ménages s'est réduite de 95.5% en 2009 à 76.6%. Les dépenses des ménages (70% du PIB) profitent aujourd'hui toujours plus de la hausse du revenu disponible. En février, le revenu disponible des ménages a effectivement enregistré une nette hausse (+0.3%) ajustée pour l'inflation, qui s'établit à +2.1% sur un an. La reprise de l'emploi, qui commence à se concrétiser, devrait aussi contribuer à l'évolution positive du revenu disponible. Au cours des dernières semaines, le salaire horaire moyen a aussi enregistré l'une de ses plus nettes progressions cumulées depuis septembre 2013.

Le pouvoir d'achat des ménages s'améliore donc sensiblement et augmente sa capacité à supporter des hausses de prix.

Quelles anticipations inflationnistes ?

Dans un contexte probablement plus favorable en 2014 à une accélération de la demande mondiale et de la croissance économique, les risques inflationnistes immédiats semblent pourtant toujours limités.

L'inflation reportée reste en effet relativement faible et n'a que peu de chance de reprendre rapidement le chemin de la hausse en Europe et en Suisse en particulier.

Mais aux Etats-Unis, les risques sont désormais plus importants et les anticipations inflationnistes sont déjà sensiblement plus élevées que l'inflation observée sur douze mois.

Elles semblent cependant étonnamment concentrées autour de 2% et varient peu en fonction de l'horizon temps observé. Elles restent comprises entre 1.73% et 1.89% entre 1 et 5 ans et évoluent ensuite au-dessus de 2% pour ne pas dépasser 2.28% à 30 ans.

Au Royaume-Uni, les anticipations inflationnistes sont un peu supérieures et s'établissent à 2.97% à 5 ans et 3.01% à 10 ans.

Conclusion

L'inflation reportée n'est pas encore un problème, elle reste à des niveaux historiquement bas et toujours en-dessous des objectifs des banques centrales.

Les anticipations inflationnistes à court terme semblent pour l'instant se situer entre 0.5% et 1% au-dessus des chiffres d'inflation annuels récemment publiés aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en particulier.

La relative faiblesse conjoncturelle du début d'année retient pour l'instant toute prévision trop optimiste justifiant une révision à la hausse des anticipations inflationnistes.

Il faudra certainement une meilleure visibilité en matière de croissance et d'emploi pour provoquer les révisions des anticipations.

Mais à moins de parier sur un nouveau ralentissement mondial, l'amélioration en cours des conditions économiques devrait se poursuivre et finalement provoquer une remontée des taux et des attentes inflationnistes vers 2.5% aux Etats-Unis.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch