

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : Hausse des anticipations inflationnistes

28 septembre 2012



Focus : Changement d'attitude historique des banques centrales

Points clés:

- Des politiques monétaires expansives sans limites provoqueront une remontée des risques inflationnistes
- Les banques centrales se veulent rassurantes mais le retour de l'inflation est inéluctable
- L'or et les matières premières accompagneront la tendance

Ce QE3 est désormais illimité et ne s'arrêtera que lorsque la reprise de l'emploi assurera la pérennité de la croissance

Les banques centrales adoptent des politiques désormais perçues par les marchés comme clairement plus inflationnistes

Les décisions prises ces dernières semaines par les diverses banques centrales représentent, sans en avoir l'air, un changement radical d'attitude et un engagement total.

Leur priorité historique de lutte contre l'inflation est définitivement reléguée au second plan par l'annonce de mesures qui apparaissent, plus nettement que jamais, comme très probablement génératrices d'inflation à terme.

Ce qui jusqu'à présent pouvait encore être perçu comme la mise en œuvre de politiques monétaires accommodantes est clairement désormais un aveu que **les politiques non conventionnelles seront maintenues jusqu'à ce qu'elles produisent les effets attendus sur la croissance et l'emploi, quel qu'en soit le prix à payer.**

La Réserve fédérale américaine a ainsi affirmé son intention d'imprimer autant de monnaie qu'il serait nécessaire pour restaurer le plein emploi. Elle a même rajouté que si les mesures annoncées devaient s'avérer insuffisantes, elle aurait recours à d'autres moyens pour atteindre ce même objectif.

De son côté la Banque centrale européenne a confirmé qu'elle ferait tout ce qui lui semblera nécessaire pour préserver l'euro et normaliser la situation financière des états de l'Union en difficulté en **imprimant également la quantité d'euro nécessaire sans limite pour assurer le succès de sa politique.**

En déclarant aussi ouvertement leurs intentions, la FED et la BCE voulaient avant tout donner un message très clair aux spéculateurs, mais aussi aux investisseurs au sens large.

Si la BCE voulait avant tout restaurer la confiance dans le fonctionnement du système financier et bancaire européen, elle voulait aussi en particulier redonner confiance aux investisseurs inquiets des perspectives économiques et de la solvabilité des états minés par la crise financière.

Du côté américain, l'objectif était différent, il s'agissait de relancer la croissance économique à tout prix et de remettre l'économie américaine sur les rails d'un développement durable suffisant pour renforcer la tendance actuelle de créations d'emplois, qui est périodiquement remise en question.

Pendant des décennies, les banques centrales avaient eu comme objectif de lutter contre l'inflation. En Europe, le président de la Banque centrale a pourtant adopté dès le début de son mandat une politique plus proche de celle mise en œuvre aux Etats-Unis par le président de la FED, M. Bernanke. Il s'est attiré récemment encore les foudres des tenants de l'orthodoxie monétaire et a dû défendre sa politique publiquement. Le président de la Banque centrale allemande, M. Jens Weidmann, s'est laissé aller en qualifiant de diabolique la politique menée par la BCE. La position allemande ne surprend pourtant personne tant la peur de l'hyperinflation est ancrée dans la mémoire collective des allemands, mais cette attitude n'est pas appropriée à la gravité de la situation.

Que faire d'autre ? Lui a-t-il répondu en substance le président de la BCE. Existe-t-il d'autres moyens d'action ? La BCE devrait-elle attendre une action concrète des politiciens européens ? L'inaction aurait été la pire des stratégies. La messe est donc dite.

Aux Etats-Unis l'inflation n'est de loin pas non plus la préoccupation du président de la FED. Sa politique est tournée désormais vers la création d'emplois à n'importe quel prix.

Mais cet objectif peut-il être atteint par la seule action de la FED et une politique monétaire ultra expansive ?

Que se passerait-il si finalement le QE3 et l'accroissement illimité du bilan de la FED ne motivaient pas suffisamment les entreprises à créer de nouveaux emplois ?

Jusqu'où la spirale pourrait-elle se développer dans des efforts illimités pour stimuler l'embauche ?

Finalement, l'ultime question n'est peut-être pas de savoir si ce QE3 ou les prochains auront finalement un effet sur la croissance. Après tout, il n'est pas si évident aujourd'hui que les deux précédents QE aient eu des effets aussi bénéfiques sur le chômage, dès lors on peut se demander si celui-ci aura plus de succès.

Par ailleurs, dans un monde globalisé, il n'est de loin pas certain qu'une politique expansive soit à elle seule suffisante pour relancer l'emploi. Car du point de vue des entreprises, la globalisation reste perçue comme le meilleur moyen de contrôler les coûts salariaux et les marges. Si rien n'est entrepris sur le plan politique, les entreprises n'ont pas de raison de modifier leurs pratiques. Elles continueront donc de rediriger les créations d'emplois dans les régions où les réglementations sont moins contraignantes, les coûts de la main d'œuvre plus bas, les coûts de fonctionnements et taxes plus faibles.

Les problèmes de chômage dans un monde globalisé ne peuvent donc être solutionnés qu'en adoptant des politiques ciblées et centrées sur des secteurs d'activités domestiques.

Des politiques monétaires et budgétaires soutenant la construction, le développement des infrastructures, les énergies alternatives, la santé, l'éducation par exemple auraient plus de chances de développer des effets positifs rapides. Mais à l'aube du « précipice fiscal » annoncé pour la fin de cette année, de telles politiques ne semblent pas d'actualité.

La sortie de la crise économique passera donc sans doute plus tard nécessairement par une relance

budgétaire mondiale coordonnée et sans doute inflationniste.

Entre temps, les conditions d'un retour de l'inflation se précisent et les risques s'accumulent dans une totale insouciance de l'ensemble des acteurs de ce futur « thriller » mondial.

Le message actuel des banques centrales se veut rassurant. Selon elles, ces politiques n'auront pas d'effets immédiats sur l'inflation aussi longtemps que les taux d'utilisation des capacités resteront aussi bas et que le chômage ne se contractera pas de manière significative. Les risques sont donc jugés très faibles. Le discours se veut optimiste en particulier à l'égard des risques inflationnistes transmis par les matières premières, dont il est dit que si on observait une hausse des prix sur l'une ou l'autre d'entre-elles, cela serait sans doute contrebalancée par des baisses enregistrées sur d'autres.

Est-ce indirectement une indication que les banques centrales ou les gouvernements pensent disposer des moyens leur permettant de contrôler les matières premières essentielles à une croissance régulée sans inflation ?

Probablement en effet, peuvent-ils intervenir d'une certaine manière pour influencer temporairement l'évolution des cours du brut ou de l'or dans l'intention de modifier la perception du risque des investisseurs.

Néanmoins, nous ne pensons pourtant pas que les réponses apportées par les banques centrales sont crédibles aujourd'hui et que leur capacité de manipulation des cours soit infinie.

L'accroissement des bilans des banques centrales et l'impression massive de monnaie aura très certainement des effets inflationnistes en augmentant la valeur des biens et services à terme. Ce lien sera d'autant plus fort et évident qu'elles auront de la difficulté à relancer leurs économies. Car si leur prise de position forte a eu comme effet de rassurer les investisseurs, il en faudra certainement plus pour modifier le comportement des agents économiques et repositionner l'économie mondiale sur une tendance de croissance forte et durable.

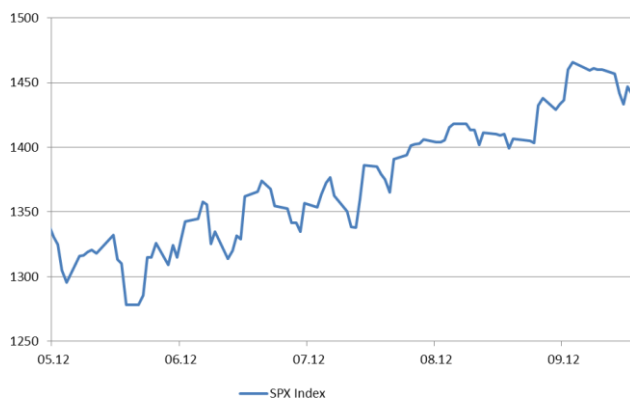
Quant à la BCE, elle semble avoir réussi son coup pour l'instant. Le président Draghi a effectivement obtenu une baisse des taux et un début de normalisation des coûts de financement des états en difficulté en redonnant confiance aux marchés financiers. Il sait cependant que la vraie solution reste dans les mains des gouvernements qui doivent adopter les réformes nécessaires, ce qui reste à démontrer.

Réactions des marchés

Aux USA, la première réaction au QE3 était favorable aux marchés actions et à l'or en particulier. Les anticipations inflationnistes ont aussi été brutalement rehaussées. Mais, les questions sur l'efficacité de ce nouveau plan pour relancer l'emploi se sont multipliées dans le même temps. La baisse des taux en soi n'a en effet que peu de raison de motiver les industriels à engager de nouveaux collaborateurs. Mais l'anticipation de ce QE3 a tout de même déjà permis une expansion des valorisations par la hausse des marchés actions.

En progressant de +16% entre la fin mai et le 13 septembre, le SP500 a sans doute déjà bien anticipé l'annonce de ce QE3. Il est intéressant d'observer que depuis cette annonce, les actions américaines ont entamé une phase de prises de profits ordonnée.

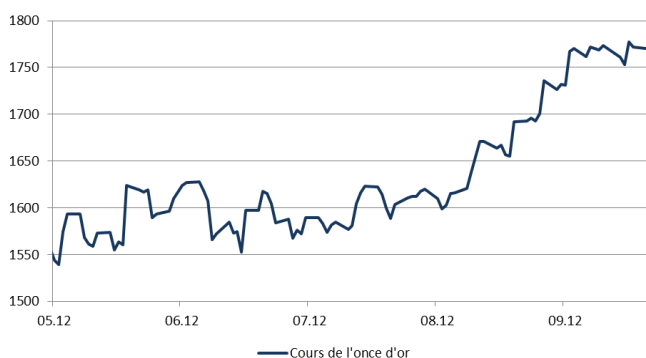
Progression du SP500 (mai-septembre 2012)



Sources : Bloomberg, BBGI

Quant à l'or, sa progression à 1772.- once post annonce de la FED du 13 septembre n'a été que de 3%, alors que l'anticipation de ce QE3 avait permis une reprise de +12.4% observée entre le point bas (1539.- /once) du 16 mai et le cours de 1730.- l'once juste avant l'annonce du QE3 le 13 septembre.

Evolution du cours de l'once d'or (mai-septembre 2012)

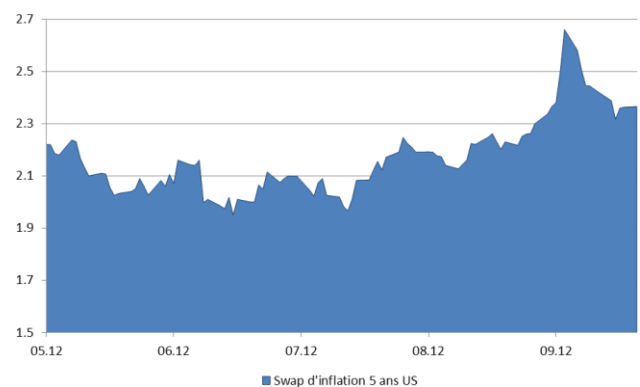


Sources : Bloomberg, BBGI

Le QE3 provoque une remontée des anticipations inflationnistes aux USA

L'annonce par la FED d'un nouveau plan de relance quantitative a provoqué une pointe d'inquiétude sur les swaps d'inflation à 5 ans le 13 septembre 2012. Depuis, la situation s'est détendue et les anticipations se sont repositionnées à des niveaux précédents l'annonce. Il est vrai que si dans un premier temps l'annonce d'une poursuite des « Operation Twist » jusqu'à la fin de l'année et le dévoilement d'un programme d'achat d'obligations garanties par des hypothèques à hauteur de 40 milliards de dollars par mois jusqu'à nouvel ordre pouvaient être perçues comme clairement inflationnistes, la chute des cours du pétrole, qui est intervenue miraculeusement dans les jours suivants, a renversé la tendance.

Swap d'inflation 5ans US (mai-septembre 2012)



Sources : Bloomberg, BBGI

Alors que les attentes des investisseurs restaient relativement stables jusqu'en juillet, l'anticipation croissante d'un nouveau QE3 avait clairement fait rebondir les perspectives d'inflation à 5 ans de 2% à 2.5% à l'aube de l'annonce de la FED. Ces anticipations avaient ainsi accompagné le mouvement de remontée des cours de l'or pendant la même période comme le montre le graphique ci-contre.

Entre les mois de mai et septembre, l'imminence d'un nouveau QE3 a donc participé à l'amélioration du sentiment des investisseurs en permettant une nouvelle évaluation du scénario conjoncturel. Les marchés financiers, désormais en position « risk-on », ont progressé de concours avec les matières premières pendant tout le trimestre.

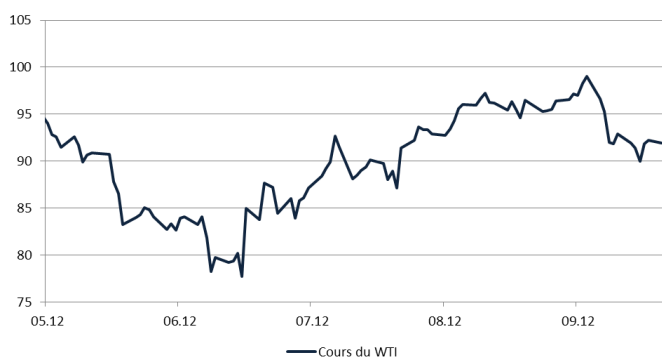
Les cours du pétrole auraient aussi dû dans ce contexte bénéficier du mouvement de réajustement des anticipations, comme cela a été le cas pour la plupart des autres actifs financiers. Ce fut en fait le cas jusqu'à l'annonce de la FED.

En effet, alors que l'action de la FED et celle de la BCE sont, selon nous, clairement inflationnistes et que les tensions restent vives au Moyen-Orient, les cours

du brut ont chuté de manière inespérée pour relâcher la pression sur les effets potentiellement inflationnistes des politiques monétaires expansives sans limites désormais des banques centrales.

Il n'aura fallu que deux jours de hausse des swaps d'inflation à 5 ans au-delà de 2.6% après l'annonce de la FED pour que des spéculations venant à point nommé sur l'utilisation des réserves stratégiques américaines et quelques commentaires d'Arabie Saoudite indiquant une augmentation de la production, pour que les cours du brut chutent en 20 minutes avant la clôture laissant les analystes et traders sans voix.

Cours du WTI (mai-septembre 2012)



Sources : Bloomberg, BBGI

Il est vrai également que quelques statistiques économiques sont venues aussi freiner l'optimisme des observateurs sur la vigueur de l'activité aux USA.

Tous les programmes de « quantitative easing » avaient pourtant précédemment provoqués une remontée des anticipations inflationnistes. Le QE1 avait provoqué une hausse d'environ 2.5% de l'inflation implicite sur 10 ans, tandis que le QE2 avait rajouté 1.25%. Compte tenu de l'effet cumulatif de ces plans, il nous semble plus que probable de voir dans les prochains mois et en début 2013 un retour de l'inflation implicite à des niveaux similaires à ceux observés avant la crise financière, soit environ 3%.

L'inflation attendue est restée comprise entre 2.5% et 3% pendant les années précédant l'éclatement de la crise financière en 2008. Elle était devenue négative lors de la récession, qui avait suivi l'effondrement des marchés financiers au quatrième trimestre 2008, pour revenir se stabiliser entre 1.5% et 2.5% entre 2009 et 2012.

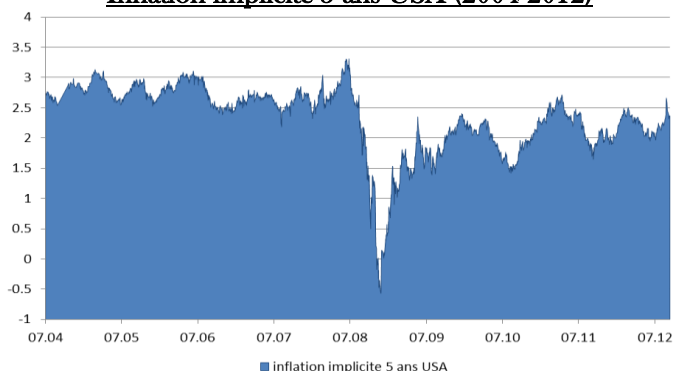
Alors que les bilans des banques centrales ont enregistré des progressions historiques pendant la même période, l'inflation est restée limitée en raison avant tout de la faiblesse de la conjoncture mondiale. Ce n'est qu'en raison du succès encore modéré de ces politiques aux Etats-Unis que l'inflation peut encore rester contenue. Mais la finalité de l'action de la FED est la reprise solide de la conjoncture et l'amélioration du niveau de l'emploi. Cet objectif sera poursuivi à n'importe quel prix, c'est désormais une évidence.

Conclusion

Le prix à payer est désormais connu, ce sera l'inflation. Car la FED appuiera sur l'accélérateur aussi longtemps qu'elle ne verra pas plusieurs trimestres d'accélération de la croissance. Il sera sans doute déjà trop tard pour changer de politique monétaire, l'inflation implicite sera alors supérieure à 3%.

Entre temps, l'or, les mines d'or et les matières premières représentent toujours la meilleure protection pour un investisseur conscient des risques des politiques menées par les banques centrales.

Inflation implicite 5 ans USA (2004-2012)



Sources : Bloomberg, BBGI

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