

Problème d'inflation et banques centrales accommodantes

Les attentes d'inflation en Europe sont préoccupantes : elles sont très basses et réagissent peu aux annonces de la BCE. Le risque de déflation lors de la prochaine récession est loin d'être négligeable. Cette semaine plusieurs banques centrales de pays de l'OCDE ont pris un virage beaucoup plus accommodant : la politique très laxiste de la Fed et de la BCE est en train de s'exporter dans le reste du monde.

Point de marché : les attentes d'inflation sont-elles inquiétantes en Europe ?

Les attentes d'inflation aux Etats-Unis ont beaucoup bougé depuis le début de l'année comme le montre le graphique ci-dessous.

Première étape, l'attitude beaucoup plus accommodante de la Fed a contribué à faire remonter les anticipations des marchés, avec une inflation anticipée qui a progressé sur toutes les maturités : la courbe s'est déplacée de manière presque parallèle vers le haut.

Deuxième étape, la progression des cours du pétrole augmente les prévisions d'inflation, il s'agit d'un choc transitoire, et donc c'est la partie courte de la courbe qui s'ajuste, les anticipations de long terme ne bougent quasiment pas.

Résultat : des attentes d'inflation aux Etats-Unis proche de 2% sur toutes les maturités.

La situation en Europe est différente et inquiète.

Premier point, le ton tout aussi accommodant de la BCE n'a pas eu de conséquence majeure sur les attentes d'inflation. Elles n'ont pas réagi, la courbe à début février est quasiment la même qu'à début janvier.

Deuxième point, la progression des cours du pétrole a bien généré des anticipations de court terme plus élevée, un effet purement mécanique, mais les anticipations de long terme ont baissées.

Dernier point les attentes de long terme sont à un tout petit 1,3% actuellement contre 2,2% aux Etats-Unis.

Ceci est inquiétant. D'une part parce que la communication de la BCE ne semble pas avoir d'impact notable sur les anticipations d'inflation. Il y a donc un vrai problème de crédibilité.

D'autre part, on fait l'hypothèse que l'inflation perd 1ppt sur une récession. Et donc avoir des anticipations à 1,3% seulement en pic de cycle c'est s'assurer de flirter avec la déflation lors du prochain ralentissement économique. La marge de manœuvre est très faible ; excessivement faible

même. Il faut aussi noter que la dispersion de l'inflation parmi les pays Européens, même si elle s'est beaucoup tassée, reste présente, une inflation à 0,5% par exemple en Zone Euro, conduirait probablement à une fourchette d'inflations nationales entre -1% et +2%. Et donc si la zone Euro n'est pas en déflation à +0,5%, certains pays le seraient.

Bref, la situation est plus que délicate pour la BCE entre perte de crédibilité sur l'objectif d'inflation et risque de déflation, la prochaine récession va être très difficile à gérer. L'argument de « japonisation » de l'économie européenne nous guette.

Des banques centrales toujours plus accommodantes

La banque centrale de Suède, la Riksbank, a conservé ses taux directeurs inchangés à -0,25% mais surtout elle a précisé que les taux « devraient rester à ce niveau pour une période plus longue que prévue en février ». Un message plus accommodant qui a fait passer la probabilité de hausse des taux anticipée par les marchés de 25% il y a une semaine à moins de 7% ce matin. La couronne danoise s'est dépréciée de presque 1% sur la journée d'hier.

Anecdotique ? Pas vraiment. Ce mouvement inattendu de la Riksbank suit la Banque du Japon qui a conservé sa politique avec un message « dovish ». La Banque du Canada est aussi passée, mercredi, d'un biais haussier sur ses taux à un biais neutre. Mardi, les chiffres d'inflation australiens étaient faibles alors que les minutes de la Banque centrale nous disent qu'une baisse des taux « serait appropriée » si « l'inflation ne progressait pas ». La probabilité d'une baisse des taux en mai ou juin est de 65% ce matin, elle n'était que de 20% il y a une semaine.

Bref, si l'attention se porte surtout sur le virage accommodant de la Fed et de la BCE sur le premier trimestre de cette année, il ne faut surtout pas oublier que ce changement de politique monétaire a été « exporté » à d'autres pays. Témoin cette semaine le changement accommodant de la Riksbank, BoC et RBA, alors que la BoJ reste sur sa ligne.

Sur l'année 2018, en suivant 45 banques centrales dans le monde, on dénombre 66 hausses de taux pour seulement 12 baisses, la tendance mondiale était donc très claire avec un resserrement monétaire global, surtout sur la deuxième moitié de l'année. Depuis le début 2019 on compte 4 hausses pour 4 baisses : le resserrement global s'est transformé en statu quo, un virage vers un assouplissement est possible. C'est un point fondamental pour les marchés et en particulier les actifs risqués qui ont énormément bénéficié de ce changement de cap.

Négociations sino-américaine, le cas de la pharmacie

Les Etats-Unis seraient prêts à faire une concession à la Chine sur la durée des brevets de protection des médicaments biologiques qui serait de 8 ans en Chine alors qu'il est de 12 ans aux Etats-Unis depuis le vote du « Affordable Care Act » de 2010. A noter la protection est de 10 ans dans le nouvel accord de l'ALENA.

C'est un point important pour plusieurs raisons. D'une part les démocrates veulent réduire la durée des brevets pharmaceutiques, et le secteur craint donc que l'accord avec la Chine, s'il est validé, ne constitue un précédent. La mauvaise performance boursière récente du secteur de la pharma tient en partie à ce débat.

D'autre part le développement de l'industrie pharmaceutique en Chine, et de manière plus générale

dans les pays en voie de développement, est impressionnant sur la dernière décennie. Ces pays ont donc intérêt à réduire la durée des brevets pour produire des génériques.

Finalement, la concession américaine montre la volonté d'arriver à un accord et d'éviter une escalade de la guerre commerciale. C'est un signe positif.