

ÉTATS-UNIS : LA DÉSINFLATION A COMMENCÉ

Les données sur les prix à la consommation aux États-Unis pour octobre ont renforcé l'opinion selon laquelle la désinflation - le rétrécissement de l'écart entre l'inflation observée et la cible d'inflation de la banque centrale - a commencé. Si cette conclusion semble claire en matière d'inflation globale - elle a atteint un sommet en juin -, il reste encore à confirmer que la baisse de l'inflation sous-jacente, après avoir culminé en septembre, n'est pas qu'un phénomène ponctuel. L'inflation sous-jacente des biens - donc hors énergie et produits alimentaires - a amorcé une tendance à la baisse mais l'inflation sous-jacente des services reste obstinément élevée en raison des coûts des services de transport et du logement. L'important, à présent, pour l'économie et les marchés financiers est de savoir à quel rythme la désinflation se fera, compte tenu de son influence sur la politique monétaire de la Fed, sur le niveau du taux final, et sur quelle durée le taux des fonds fédéraux se maintiendra à ce niveau. Tous ces facteurs ont une incidence sur la perception des risques à la baisse pour la croissance.

Comment ne pas ressentir de l'euphorie lorsqu'une bonne nouvelle tant attendue finit enfin par arriver ? Le comportement des marchés financiers la semaine dernière, après la publication des chiffres de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis, en est la parfaite illustration : l'inflation totale et l'inflation sous-jacente sont, en effet, ressorties en retrait par rapport aux anticipations du consensus.

Les graphiques ci-dessous montrent l'évolution des marchés sur la journée du 10 novembre, avant et après la publication des chiffres sur l'inflation. Les rendements des Treasuries (graphique 1) ont ainsi enregistré un net repli - de près de 20 points de base pour le rendement du 10 ans, légèrement plus pour celui du 2 ans -, les marchés anticipant un resserrement de la politique monétaire américaine moins prononcé que prévu. La courbe des contrats à terme sur fonds fédéraux (graphique 2), qui reflète les anticipations du marché relatives à l'évolution future des taux directeurs, s'est orientée à la baisse. Les investisseurs s'attendent désormais à un taux final inférieur de 20 points de base au niveau initialement prévu, et l'euro en a profité pour rebondir face au dollar (graphique 3). Les rendements obligataires internationaux étant étroitement corrélés, les taux du Bund ont aussi, sans surprise, enregistré une forte baisse (graphique 4). Les marchés actions (graphique 5) ont rebondi en Europe et Wall Street a ouvert en forte hausse par rapport à la clôture de la séance précédente.

Ces évolutions reflètent non seulement l'effet habituel du taux d'actualisation - la baisse des rendements des obligations d'État entraîne une augmentation de la valeur actualisée nette des dividendes futurs - mais aussi une diminution des inquiétudes portant sur les risques à la baisse de la croissance, liés au resserrement de la politique monétaire. Enfin, le cours de l'or est aussi en progression (graphique 6). Ce mouvement peut sembler paradoxal : le ralentissement de l'inflation, plus important que prévu, devrait en effet peser sur le métal jaune compte tenu de son statut de valeur refuge face à la hausse des prix. Il traduit néanmoins la conviction que les taux d'intérêt réels augmenteront moins que prévu.

La réaction des marchés aux bonnes surprises économiques rappelle pour beaucoup les sensations que procure un feu d'artifice : l'impatience de voir le tir des fusées, puis l'émerveillement devant les traînées lumineuses éclairant la nuit, aussitôt suivi de cette question : et maintenant ?

La bonne nouvelle est que la désinflation - le resserrement de l'écart entre l'inflation observée et l'objectif d'inflation de la banque centrale - semble avoir commencé aux États-Unis. L'inflation totale est sur une trajectoire clairement baissière après le pic atteint en juin (graphique 7). L'inflation, hors énergie et produits alimentaires, ayant atteint un point culminant en septembre, il reste à confirmer que le repli observé en octobre n'est pas un phénomène exceptionnel, sachant que l'inflation sous-jacente a évolué à la baisse quatre mois durant après s'être inscrite à un plus haut en mars.

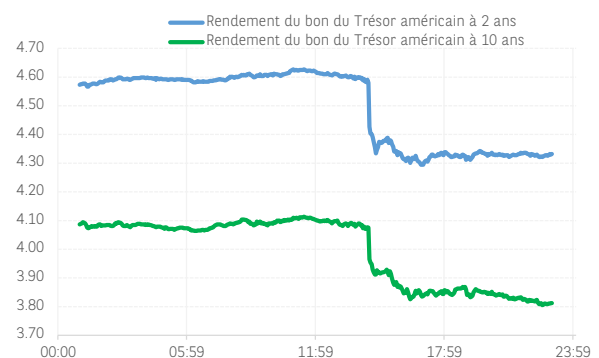
L'inflation sous-jacente des biens - donc hors énergie et produits alimentaires - a amorcé une tendance à la baisse en juillet tandis que l'inflation sous-jacente des services - hors services énergétiques - reste obstinément élevée en raison des coûts des services de transport et du logement. Ces derniers ont augmenté de 0,8 % en octobre - la plus forte hausse depuis août 1990 - contribuant pour plus de la moitié à l'augmentation mensuelle de l'inflation totale¹. Au cours des douze derniers mois, ils ont représenté plus de 40 % de l'augmentation totale de l'inflation sous-jacente. Avec la correction enregistrée sur le marché immobilier, et la perspective d'un ralentissement du marché du travail, la hausse du coût du logement finira par marquer le pas mais cela prendra du temps.

L'important, à présent, pour l'économie et les marchés financiers est de savoir à quel rythme la désinflation se fera, compte tenu de son influence sur la politique monétaire de la Fed, sur le niveau du taux final, et combien de temps le taux des fonds fédéraux se maintiendra à ce niveau. Tous ces facteurs ont une incidence sur la perception des risques à la baisse pour la croissance. Les sujets d'inquiétude se succèdent pour les marchés financiers : lorsque les craintes de nouveaux relèvements significatifs des taux se seront dissipées, la question de la récession deviendra le thème central.

William De Vijlder

1 Source : Communiqué de presse du US Bureau of Labor Statistics, 10 novembre 2022.

RENDEMENTS DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN



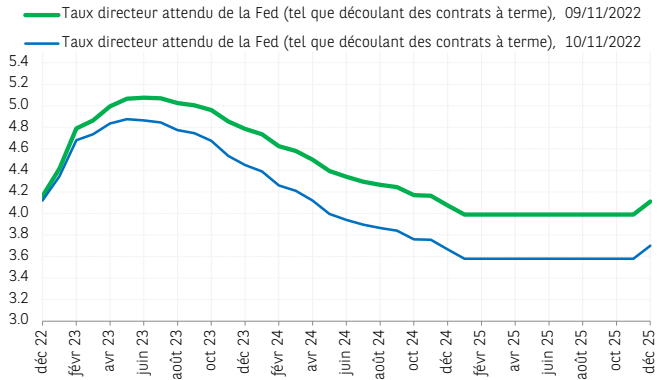
GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Les sujets d'inquiétude se succèdent pour les marchés financiers : lorsque les craintes de nouveaux relèvements significatifs des taux se seront dissipées, la question de la récession deviendra le thème central.



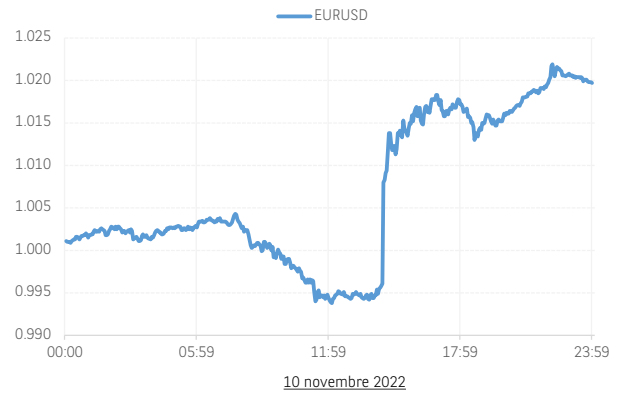
ANTICIPATIONS DE L'ÉVOLUTION FUTURE DES TAUX DIRECTEURS DE LA FED



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

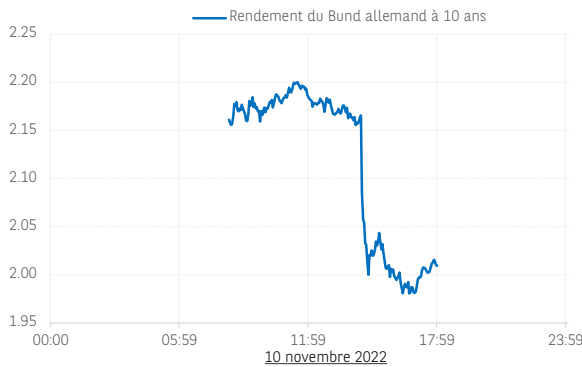
EUR/USD



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

RENDEMENT DU BUND ALLEMAND À 10 ANS



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

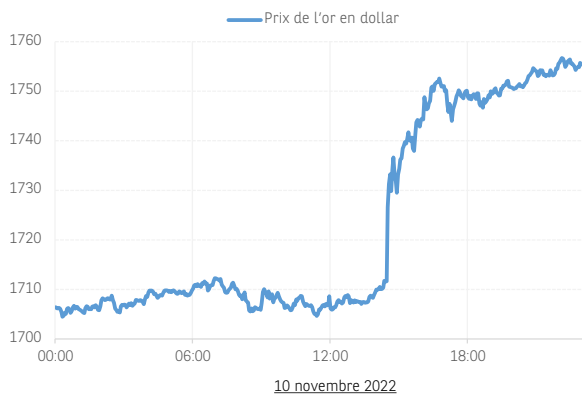
MARCHÉS OBLIGATAIRES



GRAPHIQUE 5

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

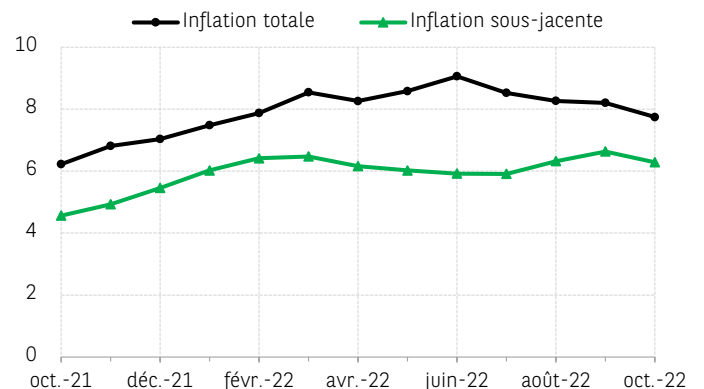
PRIX DE L'OR EN DOLLAR



GRAPHIQUE 6

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : TAUX D'INFLATION (GLISSEMENT ANNUEL EN %)



GRAPHIQUE 7

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

