



Pas de nouvelles, bonnes nouvelles ?

Indice	Evolution		
	Niveau	Semaine	2020
MSCI Europe NR €	218,43	2,13%	-10,48%
S&P 500 \$	3 477,13	3,84%	7,63%
Nasdaq Composite \$	11 579,94	4,56%	29,06%
Nikkei ¥	23 619,69	2,56%	-0,16%
MSCI EM Net \$	541,20	3,78%	2,59%
China A Shares (CNY)	3 429,25	1,68%	7,30%
Euro / Dollar	1,1826	0,94%	5,47%

En l'absence de nouvelles sur un vaccin, sur le plan de relance aux Etats-Unis et d'un accord européen, **les marchés ont choisi l'optimisme la semaine passée**. Peut-être n'ont-ils pas tort : **les élections américaines approchent** et, quoi qu'il arrive, un plan de relance massif sera voté rapidement, sauf si l'élection est contestée. **En attendant, pas de nouvelles, bonnes nouvelles !**

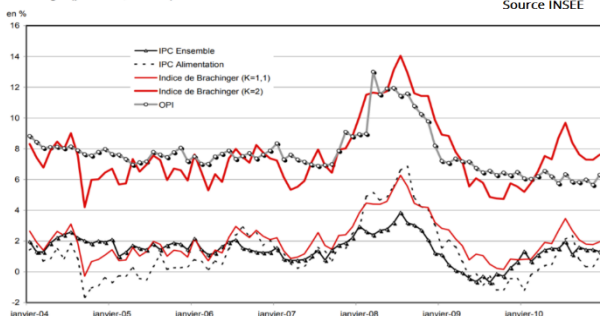
En l'absence de nouvelles, **un peu de théorie économique cette semaine !** Nous revenons sur une notion qui est chère à beaucoup, même si elle est déprimée, l'inflation. **Un peu technique mais très intéressant de s'y replonger pour ceux que cela intéresse.**

Inflation mesurée vs. inflation perçue

Le taux d'inflation n'est pas une notion facile. Il est normal que personne ne se retrouve dans la mesure officielle puisque **le "consommateur moyen" n'existe pas dans la réalité**. Ainsi le français moyen fume 8 jours par mois, se chauffe tantôt au fioul (10%) ; tantôt au gaz, à l'électricité, voire autrement (1%, surtout bois et déchets). Il y a aussi des variations locales importantes : si 95% des ménages ruraux possèdent une voiture en France, seuls 34% des parisiens sont dans ce cas... une voiture qui, d'ailleurs, roule au diesel 2 jours sur 3.

Le taux d'inflation est souvent un perçu comme un indicateur qui sous-estime massivement le niveau réel de l'inflation. En France, l'inflation ressentie par les ménages est mesurée par l'INSEE à travers des sondages (dits OPI, opinion personnelle sur l'inflation), lesquels estiment l'inflation à environ 6 points au-dessus du taux officiel (IPC). L'inflation mesurée et celle ressentie évoluent bien de façon **parallèle**. Il y a de nombreuses explications à cet écart comme la prépondérance, dans l'OPI, des achats fréquents (nourriture, produits d'entretien, carburants, etc.), et la surreprésentation des articles dont les prix augmentent le plus. On peut d'ailleurs approcher l'OPI en surpondérant les produits achetés souvent et en doublant la pondération de ceux qui augmentent le plus.

2 - Inflation sur douze mois selon l'IPC (ensemble de la consommation, alimentation), OPI et évolution de l'indice de Brachinger (pour K=1,1 et K=2) Source INSEE



Indice	Evolution		
	Niveau	Semaine	2020
10 ans Allemand	-0,53%	1 bps	-34 bps
30 ans Allemand	-0,09%	1 bps	-44 bps
10 ans US	0,77%	7 bps	-114 bps
30 ans US	1,57%	8 bps	-82 bps
10 ans Italie	0,72%	-6 bps	-69 bps
Gold \$	1 930,40	1,61%	27,23%
Brent Oil \$	42,85	9,12%	-30,01%

A surveiller cette semaine

Le retour de la politique... très politicienne (polémique ?)

Peu de chiffres économiques majeurs cette semaine encore, hormis l'indice des prix à la consommation et les ventes au détail de septembre aux Etats-Unis, il faut dire que la consommation est le moteur de la reprise. En revanche l'actualité politique est plus chargée.

La campagne américaine va reprendre normalement... enfin pas vraiment, puisque le second débat n'aura pas lieu ! Surtout, D. Trump va repartir en campagne et pouvoir se présenter maintenant comme "l'homme qui n'a jamais peur", celui qui a terrassé le virus, même si Biden pourrait affirmer que Trump fait partie de ceux qui ont propagé la maladie. Une campagne qui ne laisse guère de place aux programmes et aux questions de fond.

En Europe, l'heure est à la préparation d'un sommet crucial. On aurait dû y parler Brexit mais les négociations piétinent. Ce sont donc **les questions budgétaires qui vont dominer**, le parlement ayant exigé que le plan de relance de 750 mds d'euros soit, d'une part, soumis à des conditions relatives au respect du droit, et, d'autre part, ne soit pas mis en œuvre au détriment du prochain programme budgétaire (pour la période 21-27) comme l'avaient exigé les frugaux. Bref, **l'enjeu porte aussi sur deux principes généraux de fonctionnement de l'Union**, c'est-à-dire 1/ que le parlement, qui représente les peuples, soit écouté par le Conseil, qui représente les gouvernements ; et 2/ que les minoritaires se plient à la volonté de la majorité, sans faire jouer par tous les moyens une règle d'unanimité.

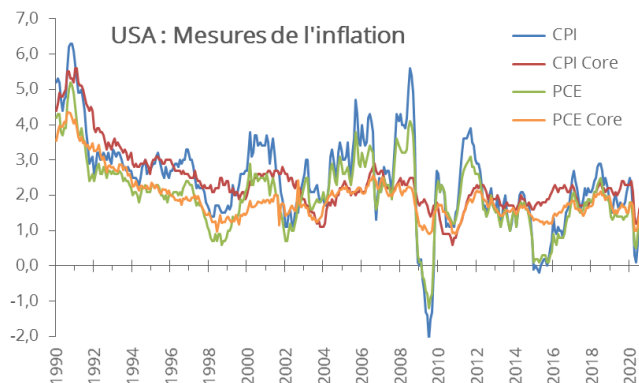
Et puis il y aura **le PIB chinois** dans la nuit de dimanche à lundi. A surveiller car c'est la seule économie qui devrait être en croissance cette année !

Il en résulte un **sentiment d'appauvrissement** contre lequel les pouvoirs publics ont peu de moyen d'action. Cette impression est également nourrie par le fait que **l'amélioration qualitative des biens et services** même à prix constant n'est pas perçue comme une hausse du niveau de vie, alors qu'elle est bien captée par les outils statistiques comme une baisse des prix. Il en est ainsi des ordinateurs (un PC reste un PC, quelles que soient ses performances) ou des abonnements de télécommunication (alors que l'on vient d'une situation où un abonnement mobile type ne comprenait que de la voix, 2 heures par mois, et des SMS taxés à l'unité).

Différences de définition des objectifs de la BCE et de la Fed

Les objectifs d'inflation de la BCE et de la Fed ont beau être tous deux fixés à 2%, ils s'appuient sur des définitions statistiques différentes. La BCE utilise un indice complet des prix, harmonisé au sein de la zone euro. Tandis que la Fed utilise le déflateur sous-jacent de la consommation des ménages.

Cela signifie que le chiffre américain n'inclut ni les produits alimentaires ni l'énergie, alors qu'ils sont pourtant tout à fait indispensables dans la vie quotidienne. La raison de cette exclusion est double. D'une part la politique monétaire n'a que peu d'effet sur les prix de ces produits. D'autre part, ces articles ont des prix qui varient très vite, dans des proportions excessivement fortes, souvent de façon temporaire, de sorte que ces variations masquent les évolutions qui sous-tendent les tendances inflationnistes de fond. Par ailleurs, le choix du déflateur implique que la hausse globale des prix tient compte des réactions des consommateurs aux changements de prix relatifs, lorsque certains biens ou services apparaissent plus chers, les consommateurs s'en détournent (substitution des emails aux courriers, remplacement de l'achat par la LOA, etc.), quitte parfois à y revenir lorsque les prix redeviendront abordables (transport, choix d'un restaurant, etc.). Ces arbitrages résultent en une inflation mesurée par les déflateurs inférieure à celle mesurée par les indices de prix. On peut critiquer ce choix fait par la Fed, dans la mesure où l'adaptation de la structure de consommation des ménages est probablement une forme d'érosion du niveau de vie. Dans le cas des Etats-Unis, où l'objectif visé était atteint sur les trente dernières années (1,95% pour le déflateur sous-jacent, et 2,00% pour le déflateur total), l'écart avec les indices de prix atteint presque un demi-point par an, qu'il s'agisse de l'inflation totale (0,45%, soit 2,45% pour le CPI) ou de l'inflation sous-jacente (0,46%, soit 2,41% pour le CPI core).



L'autre différence entre les USA et l'Europe c'est que les prix des services que les ménages ne payent pas ne sont pas inclus dans l'indice des prix à la consommation en zone euro. Ainsi les ménages propriétaires de leur habitation ne se payent pas de loyer, mais les indices américains contiennent un loyer fictif.

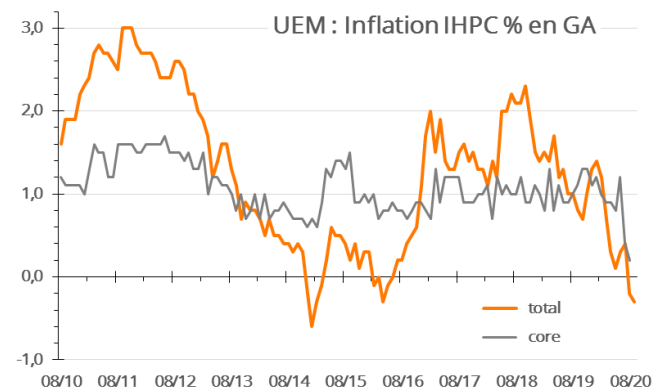
Evolution des objectifs de politique monétaire

La Fed a indiqué qu'elle était en train d'amender ses objectifs. D'abord, en l'absence de tensions inflationnistes structurelles et en raison des crises, l'accent est mis sur l'objectif de plein-emploi. Ensuite, de façon à mieux ancrer les anticipations

d'inflation autour de 2%, elle s'apprête à tolérer (voire viser ?) une période d'inflation supérieure à 2% pour "compenser" la période récente où la hausse du déflateur sous-jacent était de 1,6% seulement en moyenne sur les 10 dernières années.

Pour la BCE également la question d'une période d'inflation supérieure à 2% se pose. Elle semble même commencer à y apporter une réponse positive avant même que la revue officielle des objectifs ait été achevée ! Mais d'autres évolutions sont également envisagées.

Le recours à l'inflation sous-jacente ne paraît pas en faire partie, pour deux raisons antagonistes. Elle pourrait être perçue par l'opinion publique comme une tentative de minimiser l'inflation (et de masquer un appauvrissement réel) puisque l'inflation sous-jacente est inférieure de 0,31 point à l'inflation totale, depuis le début de l'union monétaire. Du point de vue de la BCE, cela ne ferait que souligner son échec à atteindre une inflation inférieure à 2% mais proche de 2% (la moyenne depuis 1999 est de 1,65% pour l'ensemble à 1,34% pour le chiffre hors énergie et alimentation). C'est d'autant moins un sujet actuellement que l'écart se resserre au fur et à mesure que l'inflation recule.



Une autre option, qui ne semble pas retenir l'attention, serait d'inclure la charge des remboursements hypothécaires dans l'indice des prix. On aurait un très fort biais inflationniste dans les années à venir puisque les taux ne peuvent guère que remonter. Ce serait une façon artificielle d'atteindre l'objectif et cela créerait une contrainte plus forte sur l'activité. Surtout, toute politique monétaire désinflationniste, passant par une hausse des taux, pousserait mécaniquement l'inflation à la hausse et semblerait contre-productive ! Cette hypothèse est donc à rejeter, d'ailleurs le RU qui utilisait beaucoup un indice incluant les *mortgages* l'a largement abandonné.

Une des pistes de recherche principale envisagée est d'inclure, à l'image de l'indice américain, des loyers fictifs rendant compte du service logement que les ménages propriétaires se rendent à eux-mêmes. En effet le poids des loyers dans l'indice des prix n'a rien à voir avec la charge que représente le logement pour les ménages. Les loyers contribuent pour 6,55% de l'IHPC de la zone euro (6,1% de l'IPC français) contre 33,38% de l'IPC américain (dont 7,85% de loyers effectifs et 24,21% de loyers fictifs). Un tel ajout modifierait donc significativement les indices de prix européens. Il n'est pas certain que cela modifierait profondément le niveau de l'inflation.

A 1,3% depuis 2010, la progression moyenne des loyers dans la zone euro n'est pas plus rapide que l'IHPC total. On observe cependant **des différences sensibles d'un pays à l'autre** : l'augmentation moyenne des loyers est de 0,30% en Espagne, 0,67% en Italie, 0,75% en France, 1,38% en Allemagne et 2,65% aux Pays-Bas. Intuitivement on pense que **l'augmentation des prix de l'immobilier** tend à pousser les loyers à la hausse, mais ce n'est pas aussi évident car si les prix peuvent être tirés par la baisse des taux des crédits, dans ce cas, il est logique que le repli concomitant des rendements obligataires affecte parallèlement ceux de l'immobilier locatif. De plus, les loyers sont contrôlés dans de nombreux pays.

La structure des indices de prix à la consommation dans les différents pays de la zone euro est déjà variable, il n'en irait pas différemment avec l'inclusion des loyers fictifs. En effet, **la part des locataires est en moyenne de 31%** dans l'UE (en 2017), d'où un probable triplement de la part logement hors charges lors de l'inclusion des loyers fictifs. Il faut souligner les **variations très fortes d'un pays à l'autre**, c'est important pour le niveau de vie perçu (un propriétaire se sentant plus "aisé" qu'un locataire), quoique sans effet sur l'inflation. Les parts de locataires sont faibles dans les anciens pays de l'Est (après la

chute du communisme, la charge des nécessaires rénovations a été transférée aux ménages via des programmes d'acquisition massifs). Dans les grandes économies de la zone euro, elle va de 23% en Espagne à 49% en Allemagne. (NB : cette part est de 36% en France (pour 58% de propriétaires, 2,5% de ménages logés gracieusement, le solde étant surtout des logements de fonction).

CONCLUSION

L'inclusion de loyers fictifs fera peser le risque que l'IPC, déjà décrédibilisé, n'apparaisse, aux yeux du grand public, comme un indice manipulé par l'adjonction de valeurs fictives, invérifiables.

Au-delà des aspects techniques, la révision des objectifs des banques centrales révèle surtout **une volonté profonde de mener sur le long terme une politique monétaire expansionniste** dans un monde caractérisé par un chômage redevenu endémique et l'absence de risque inflationniste.

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 13/10/20 à 19h00