

Economie

Focus US
N° 2020 - 01

US : faut-il redouter le retour de l'inflation ?

Jeudi 09 Janvier 2020

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

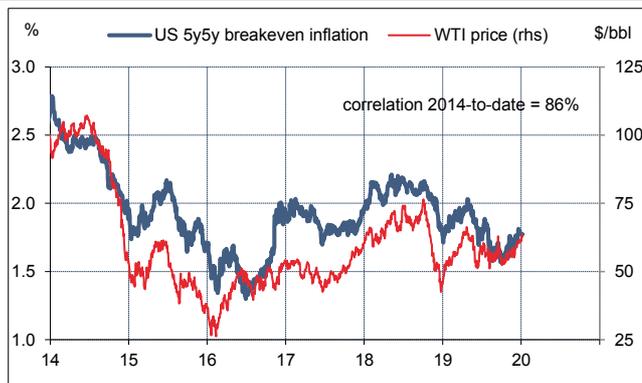
Le risque de rechute en récession a été la grande affaire de l'an passé. Au bout du compte, plus de peur que de mal. Pour 2020, la rotation thématique ne va-t-elle pas amener les investisseurs à se préoccuper d'un rebond de l'inflation ? Les forces inflationnistes restent contenues, mais pointent plutôt vers le haut du fait des tensions géopolitiques (risque pétrolier), de la faiblesse du chômage (risque salarial), de la nouvelle expansion du bilan de la Fed (risque monétaire), de la guerre commerciale (risque tarifaire). De plus, Donald Trump souhaite plus que tout un repli du dollar. Mais tout cela ne devrait pas inquiéter la Fed.

Le focus de la semaine

Pour la sixième fois en sept ans, l'inflation américaine va se situer sous la cible de la Fed. De manière générale, les anticipations d'inflation à moyen terme ne décollent pas. La métrique favorite des marchés, le point-mort d'inflation 5Y5Y, ne s'est que peu redressée depuis l'été dernier, alors que dans l'intervalle la probabilité de récession à douze mois a été fortement revue en baisse (graphe de gauche).

Dans la onzième année d'expansion, on aurait quelque raison d'anticiper une inflation plus élevée. Selon le CBO, l'*output gap* est désormais positif, à hauteur de 0.7% du PIB. Il y a sans doute encore des ressources inemployées sur le marché du travail mais elles tendent à disparaître. La chose faite (au rythme récent, cela peut prendre encore deux-trois ans), la croissance des salaires pourrait alors sortir par le haut de la zone où elle évolue. Les salaires évoluent actuellement sur une pente d'environ 3% par an, ce qui n'est pas excessif (graphe de droite). Par ailleurs, leur redressement observé depuis la fin de la récession n'a pas dépassé les gains de productivité et le coût unitaire du travail ne dérape pas. Il y a tout lieu de penser que le taux de chômage d'équilibre a baissé, ce qui repousse le moment où des tensions risquent d'apparaître sur le marché du travail. Les autres sources d'inflation possibles restent contenues. Les hausses de droits de douane ont eu peu de répercussion sur les prix finaux. Le prix du pétrole connaît quelque volatilité (voir p.2) mais n'affiche pas de tendance haussière. Enfin, on peine à croire que la reprise des achats de titres publics par la Fed fasse décrocher le dollar. En somme, l'inflation devrait accélérer en 2020, ramenant le PCE vers la cible de 2% (au lieu de 1.4% en 2019). Que se passerait-il si le rebond était plus marqué ? La réponse de la Fed tient en un mot : rien. Après des années sous la cible, la Fed ne voit aucun problème à laisser l'inflation la dépasser. En somme, même si l'inflation se redresse, il y a très peu de chance pour que la politique monétaire soit resserrée cette année. Les élections ne pointent pas davantage dans ce sens.

US : point-mort d'inflation et cours du pétrole



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Odco BHF Securities

US : indices de salaire



Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



Economie

- Hormis pour la construction résidentielle, le cycle de l'investissement était toujours à la peine à la fin 2019. En **novembre**, les commandes de biens durables ont baissé de 2% m/m, surtout du fait d'un plongeon des commandes militaires. Hormis ces éléments volatils, les commandes "core" étaient quasi-stables. Les dépenses de construction non-résidentielle se replient de 1.2% m/m et s'affichent à seulement +0.2% sur un an. En **décembre**, les ventes de camions n'ont que partiellement effacé la chute du mois antérieur (+7.6% après -12.3%). Quant aux commandes de camions, elles signalent que la tendance baissière est amenée à se prolonger. Tout cela ne présage rien de bon pour les composantes de l'investissement dans les comptes du T4 2019. Selon le "nowcast" de la Fed d'Atlanta, les dépenses d'équipement sont attendues en repli de 1.4% t/t en rythme annualisé, et l'investissement non-résidentiel à -12.7%.
- En **décembre**, l'indice de confiance des ménages du Conference Board n'a pratiquement pas varié (-0.3 pts), restant à un haut niveau. Le sous-indice des conditions d'emploi qui avait curieusement chuté le mois précédent se reprend (+2.3 après -4.5). Là aussi, le niveau absolu est très haut et ne signale aucune dégradation imminente du marché du travail.
- Les enquêtes de confiance des directeurs d'achat restent difficiles à lire du fait des disparités entre sources. En **décembre**, l'indice ISM-manufacturier s'est à nouveau replié (-0.9pts) pour atteindre un nouveau point bas en près de dix ans à 47.2. L'écart se creuse avec l'indice PMI de Markit (-0.2pt à 52.4) et les données manufacturières régionales (-1pt à 51.0). Ces différences peuvent être imputées à la constitution des panels. L'enquête ISM mettant surtout l'accent sur les grandes entreprises, il peut en résulter une plus grande sensibilité aux chocs spécifiques récents (Boeing, GM) et à l'incertitude commerciale. Dans les secteurs de service, le signal est plus cohérent : l'indice ISM gagne 1.1pts à 55.0, l'indice PMI 1.2 pts à 52.8, l'indice régional agrégé 0.4 pts à 55.7. Au total, l'indice synthétique de confiance pour tous les secteurs termine l'année 2019 en hausse d'un point à 54.1, son plus haut niveau depuis juillet dernier.

Politique monétaire, budgétaire et commerciale

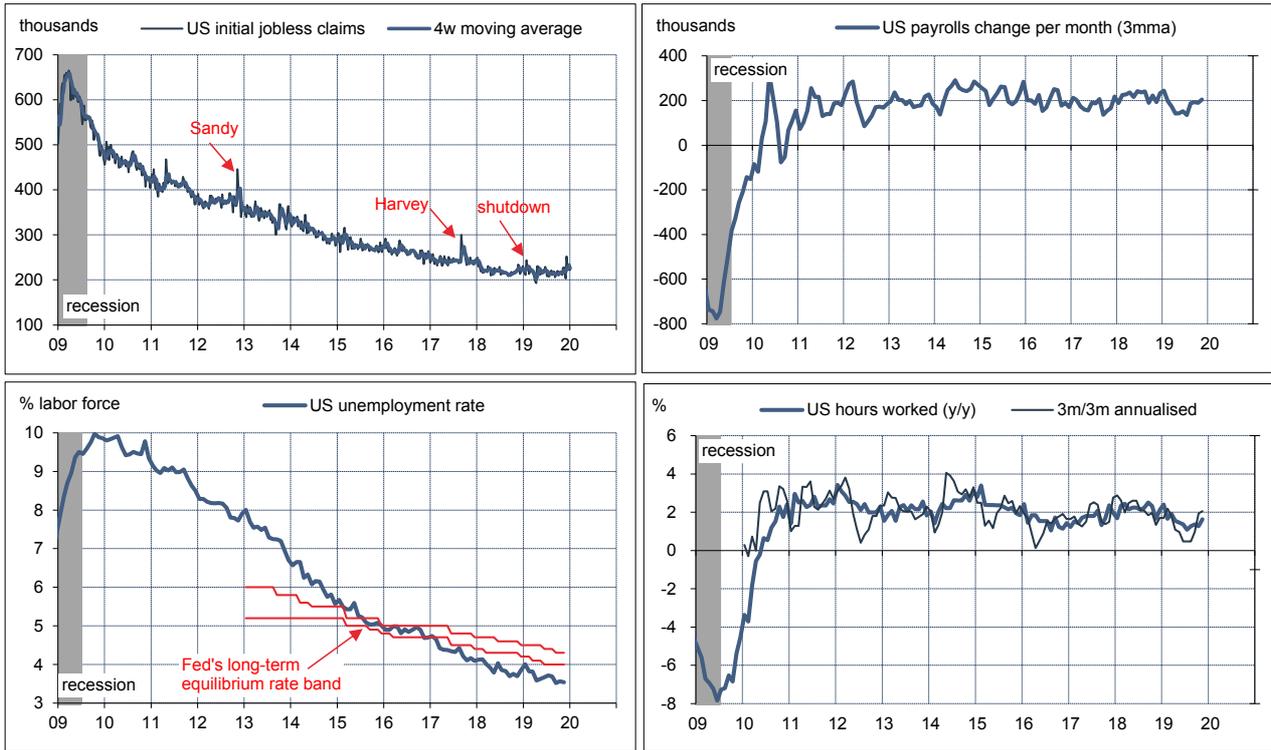
- Des turbulences étaient redoutées sur le marché du repo à l'approche de la fin d'année, mais la catastrophe annoncée par certains n'a pas eu lieu. Par avance, la Fed avait accru les plafonds de ses diverses opérations sur ce marché, s'assurant qu'il n'y ait pas de tension sur les taux courts. Au **8 janvier**, le montant de liquidité injectée par la Fed a diverses échéances ressort à 211Md\$ contre 256Mds à la toute fin 2019.
- Les tensions entre l'Iran et les Etats-Unis se sont fortement accrues depuis le début de l'année après l'attaque de l'ambassade US à Bagdad par des forces iraniennes, et la liquidation en retour d'un haut dirigeant iranien par des drones américains. L'escalade verbale, la moins coûteuse, est montée très haut, mais les actes ont heureusement été plus modérés. L'Iran a bombardé des bases américaines sans faire de victimes. Le président Trump a promis de nouvelles sanctions économiques. Chaque camp pourrait bien en rester là. Au gré de ces événements, le prix du pétrole a fait du yo-yo mais la tension n'a pas été durable. En moyenne sur 2019, le cours du WTI était à 57\$/b, il est actuellement à 59\$/b, après une envolée ponctuelle vers 66. On est loin de vivre un choc pétrolier.
- La signature officielle de la "phase 1" de l'accord commercial entre les États-Unis et la Chine est prévue à la Maison Blanche le **15 janvier**. Plus tard, le président américain se rendra à Pékin pour lancer les discussions de la "phase 2". L'humeur est à la détente entre les deux pays.

À suivre la semaine prochaine

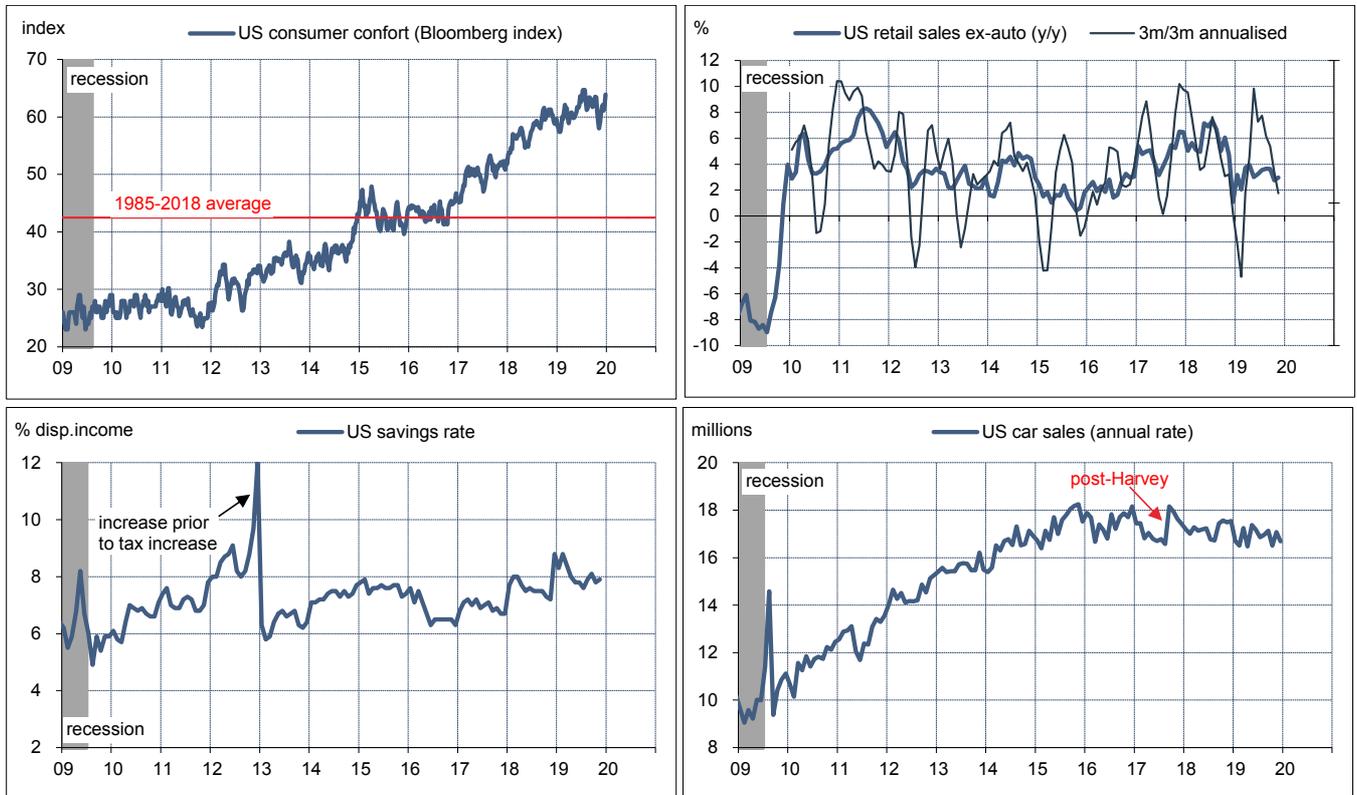
- Plusieurs statistiques de premier plan seront à suivre : les prix à la consommation (le **14**), ventes au détail (le **16**), la production industrielle et les mises en chantier (le **17**). Le Livre Beige de la Fed (le **15**) apportera un éclairage qualitatif sur l'état de l'économie US à la toute fin 2019. L'inflation du CPI pourrait accélérer de 2.1% à 2.3% sur un an en décembre, surtout à cause des effets de base sur les éléments volatils. L'inflation sous-jacente serait stable à 2.3%. Du côté des ventes hors auto, après un début de trimestre un peu décevant, un redressement est attendu, à +0.5% m/m (vs +0.1% sur les trois derniers mois). La perturbation de la production industrielle par le choc GM (négative en octobre positive en novembre) est terminée. Reste une tendance sous-jacente qui depuis la fin 2018 est plate ou légèrement négative. Les pleins effets du choc Boeing sont devant nous.



Annexe 1 - Marché du travail



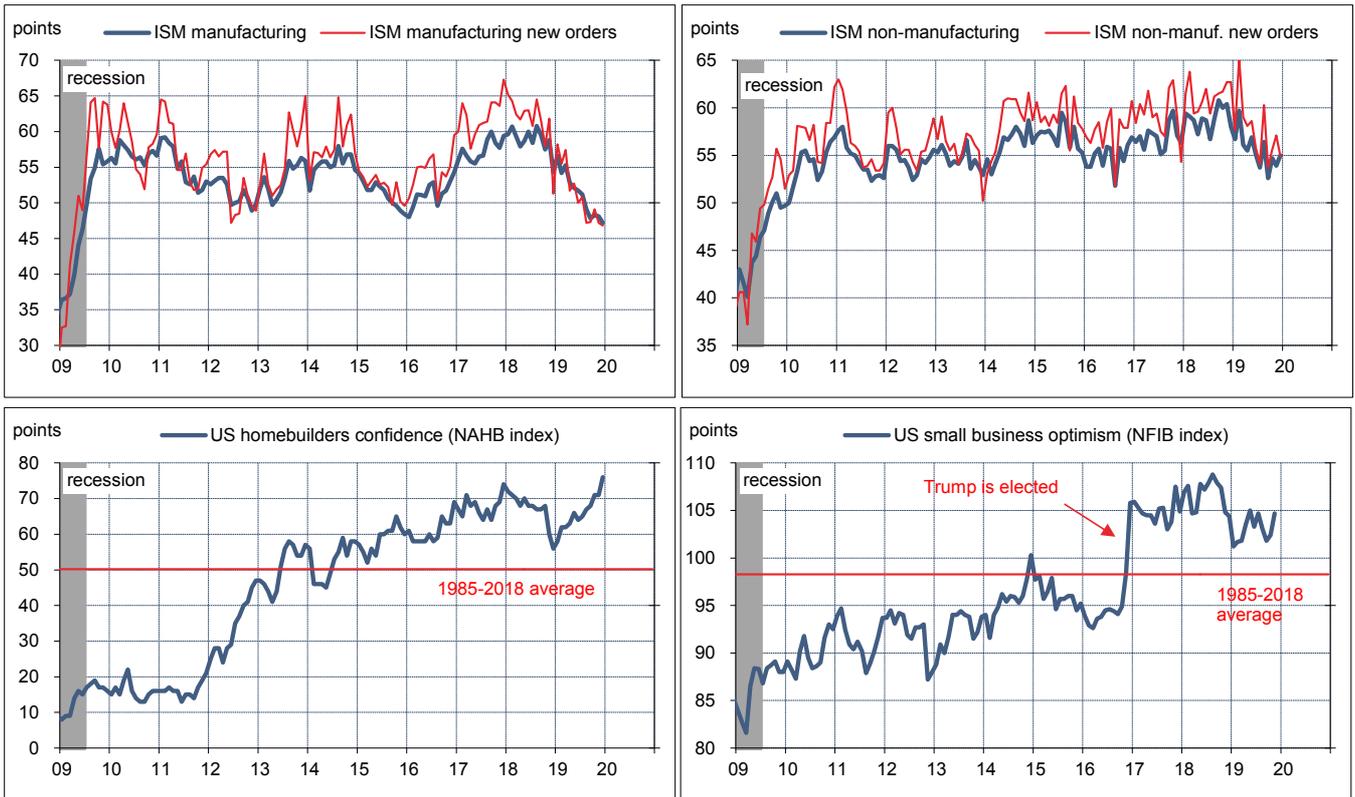
Annexe 2 - Consommateur



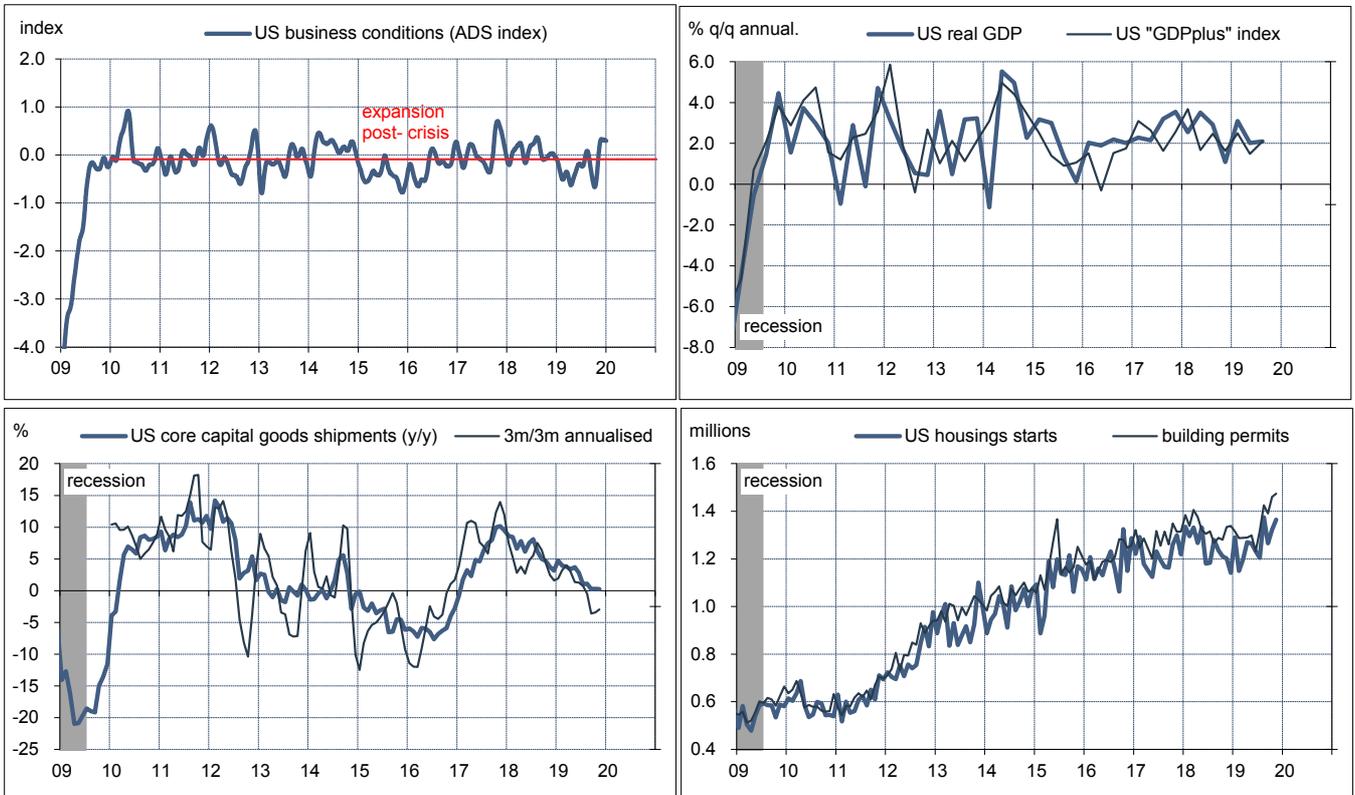
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 3 - Climat des affaires



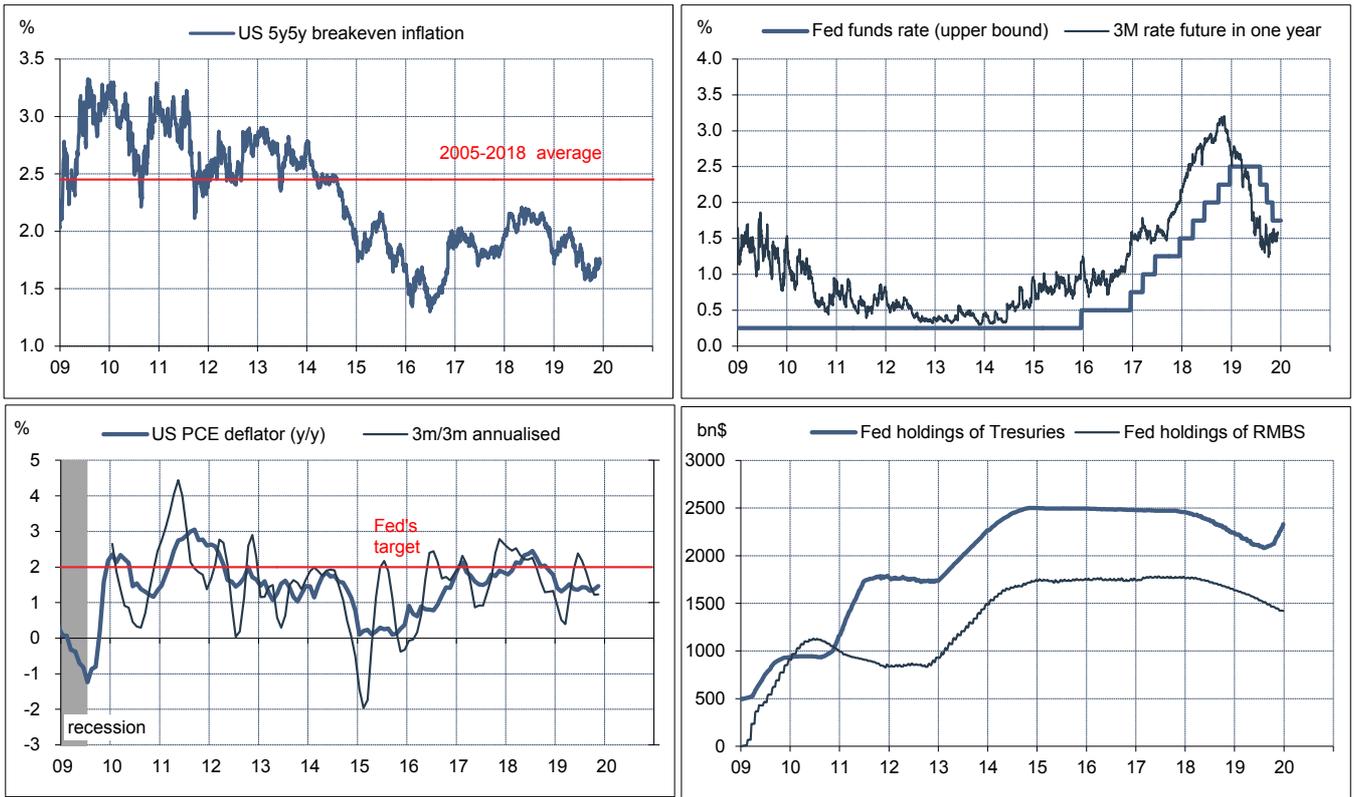
Annexe 4 - Conditions d'activité



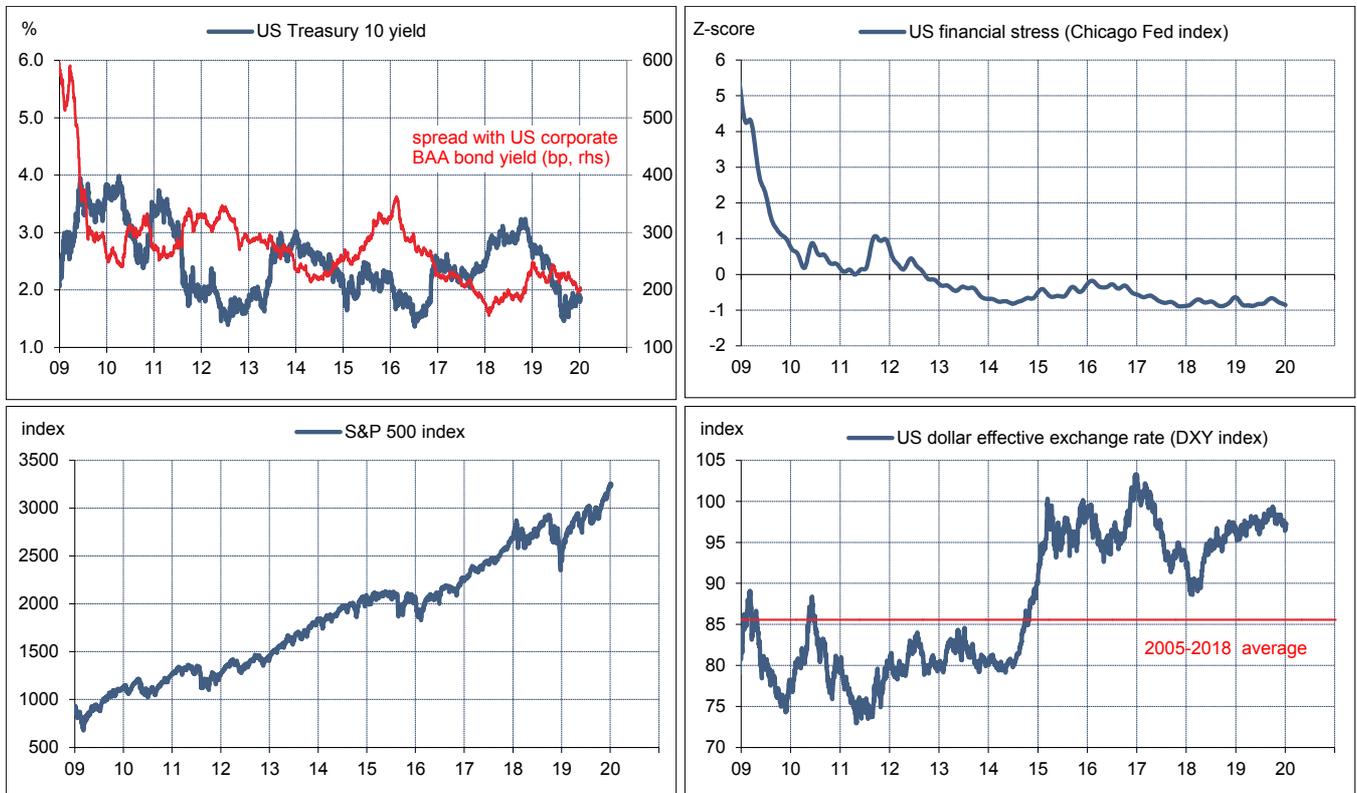
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 5 - Inflation et politique monétaire



Annexe 6 - Marchés financiers



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddony.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le de Oddo & cie.