
Montée des pressions inflationnistes sous l'effet du renchérissement des produits de base¹

Entre début décembre 2010 et la dernière semaine de février 2011, les investisseurs ont intégré dans leur stratégie un renforcement de l'activité économique dans les principales économies avancées et une probabilité croissante que la reprise ait enfin atteint un rythme autonome. Cette amélioration des perspectives de croissance a clairement orienté les marchés financiers : les grandes économies avancées ont enregistré une progression des cours des actions et une diminution des primes de risque. De leur côté, les rendements des obligations d'État ont sensiblement augmenté, les marchés anticipant à la fois un accroissement des rendements réels, dans la perspective d'un resserrement monétaire, et une montée de l'inflation. Dans la dernière semaine de février, cependant, le sentiment s'est nettement dégradé en raison de préoccupations grandissantes concernant les répercussions des troubles politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient.

La hausse des anticipations d'inflation, à court terme surtout, tenait non seulement à l'amélioration des perspectives de croissance, mais aussi à la vive appréciation des produits de base – et notamment des denrées agricoles, sous l'effet, semble-t-il, de craintes que la demande alimentaire ne dépasse l'offre sur plusieurs marchés essentiels. Investisseurs et autorités ont, dès lors, redouté l'effet inflationniste d'un renchérissement mondial des produits de base ainsi que l'apparition d'éventuels effets de second tour. L'envolée des prix pétroliers, suite à l'intensification des tensions politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, a ajouté à ces préoccupations.

Dans le monde avancé, les prix des actifs ont surtout été influencés par les signes persistants d'une reprise autonome, alors que, dans plusieurs économies émergentes, ce sont les craintes d'un resserrement monétaire en réponse à une montée de l'inflation qui ont commencé à orienter les marchés d'actions et d'obligations. En outre, devant l'évolution des perspectives mondiales, les investisseurs ont procédé à un rééquilibrage géographique de leurs portefeuilles, qui s'est traduit par des sorties de fonds des marchés

¹ La présente analyse, qui couvre le trimestre jusqu'au 3 mars 2011, a été réalisée par le Département monétaire et économique de la BRI. Les questions portant sur le texte peuvent être adressées à jacob.gyntelberg@bis.org ou peter.hoerdahl@bis.org et celles sur les données et les graphiques à magdalena.erdem@bis.org ou garry.tang@bis.org.

d'actions d'Asie et d'Amérique latine, au profit de ceux des économies développées.

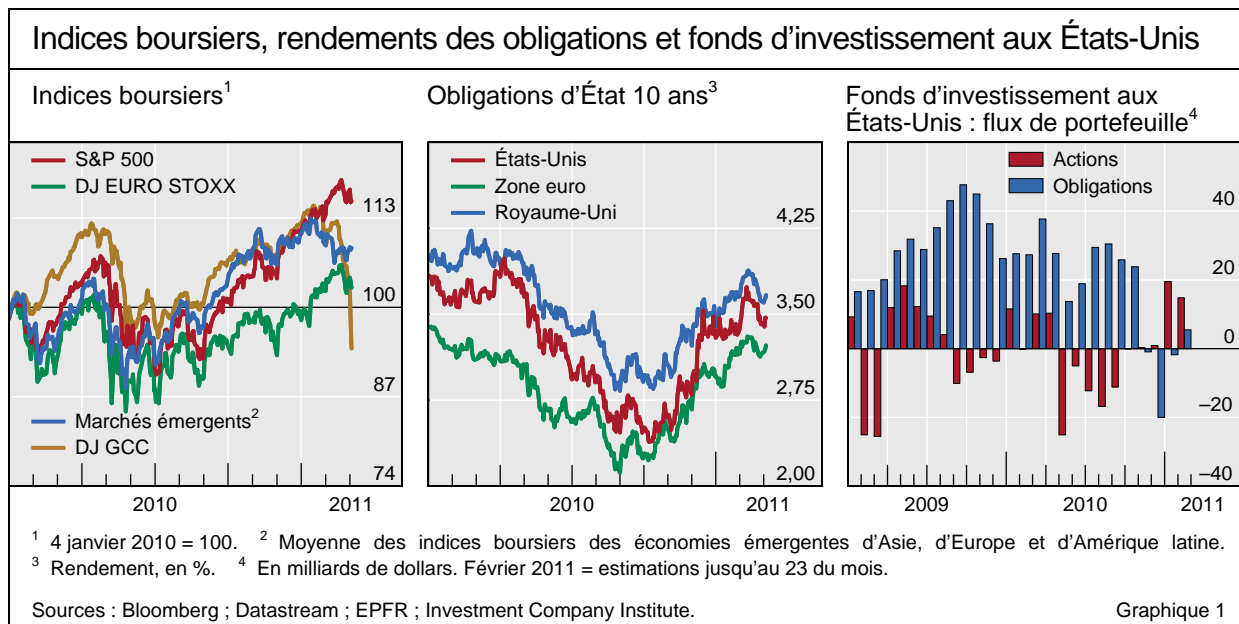
Optimisme quant à la reprise et troubles politiques

Entre début décembre et la dernière semaine de février, l'évolution des marchés d'actions et d'obligations semblait indiquer que les investisseurs commençaient à miser sur une amélioration des perspectives de croissance pour les principales économies avancées. Une succession d'indicateurs positifs a confirmé que la reprise s'y installait, et plus particulièrement au Japon et aux États-Unis. Cet optimisme grandissant a entraîné une progression sensible des cours des actions des principales économies sur le trimestre (graphique 1, cadre de gauche). De la même manière, les primes de risque des entreprises ont continué de diminuer et les rendements des obligations d'État à long terme se sont accrus (graphique 1, cadre du milieu), les marchés anticipant une hausse à la fois de l'inflation et des rendements réels (*infra*). Le revirement du sentiment des investisseurs en faveur des actions a été perceptible dans les flux des fonds de placement américains, dont les portefeuilles ont enregistré des sorties d'obligations en décembre, au profit des actions (graphique 1, cadre de droite).

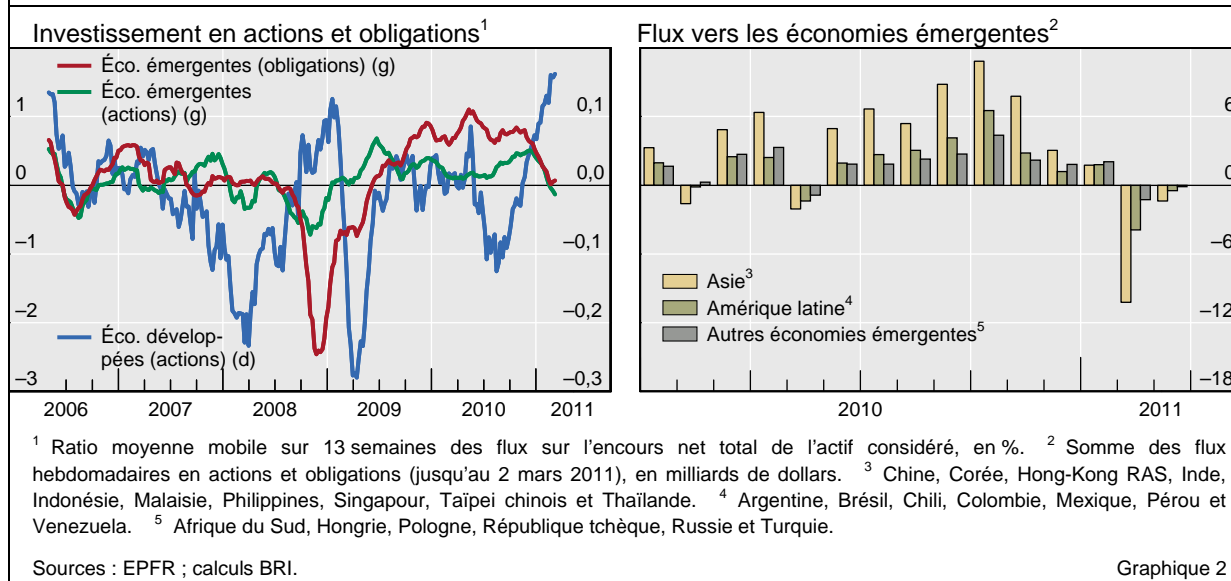
Dans les économies avancées, les actions augmentent et les obligations diminuent à la faveur de la reprise qui s'installe...

Dans le monde émergent, les investisseurs ont porté leur attention sur l'impact du futur resserrement monétaire, dans plusieurs pays, en réponse aux tensions inflationnistes grandissantes. La détérioration des perspectives a entraîné, dès décembre, une baisse des cours des actions dans plusieurs économies émergentes (graphique 1, cadre de gauche). Elle a également occasionné des sorties des fonds de placement américains ciblant les économies émergentes au profit des marchés d'actions du monde développé (graphique 2, cadre de gauche), ce qui a marqué la fin d'une période de fortes entrées de capitaux en Asie et en Amérique latine. De fait, en février, tous les fonds axés sur le monde émergent ont enregistré des sorties nettes (graphique 2, cadre de droite).

...tandis que les préoccupations concernant l'inflation pèsent sur les économies émergentes

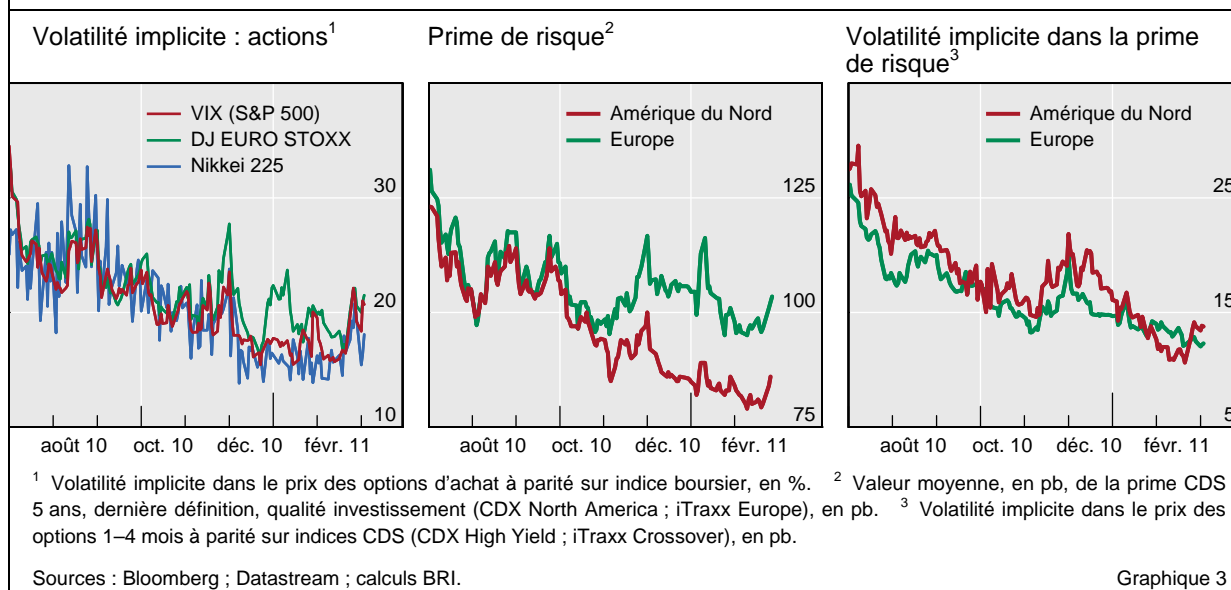


Rééquilibrage de l'investissement au niveau mondial



Le sentiment a connu un net revirement la dernière semaine de février, quand les préoccupations concernant les répercussions des troubles politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient ont induit un renchérissement du pétrole. Ce mouvement a été observé sur l'ensemble des marchés mondiaux. La recherche de placements refuges a entraîné une appréciation du franc suisse par rapport au dollar et les cours mondiaux des actions ont diminué. La volatilité implicite dans les options sur indice boursier – indicateur courant de la perception du risque par les investisseurs – s'est accrue des deux tiers environ (graphique 3, cadre de gauche). Sur les marchés de la dette, les primes se sont sensiblement élargies en l'espace de quelques jours, quand la volatilité implicite est remontée (graphique 3, cadres du milieu et de droite).

Volatilité sur les marchés des actions et de la dette

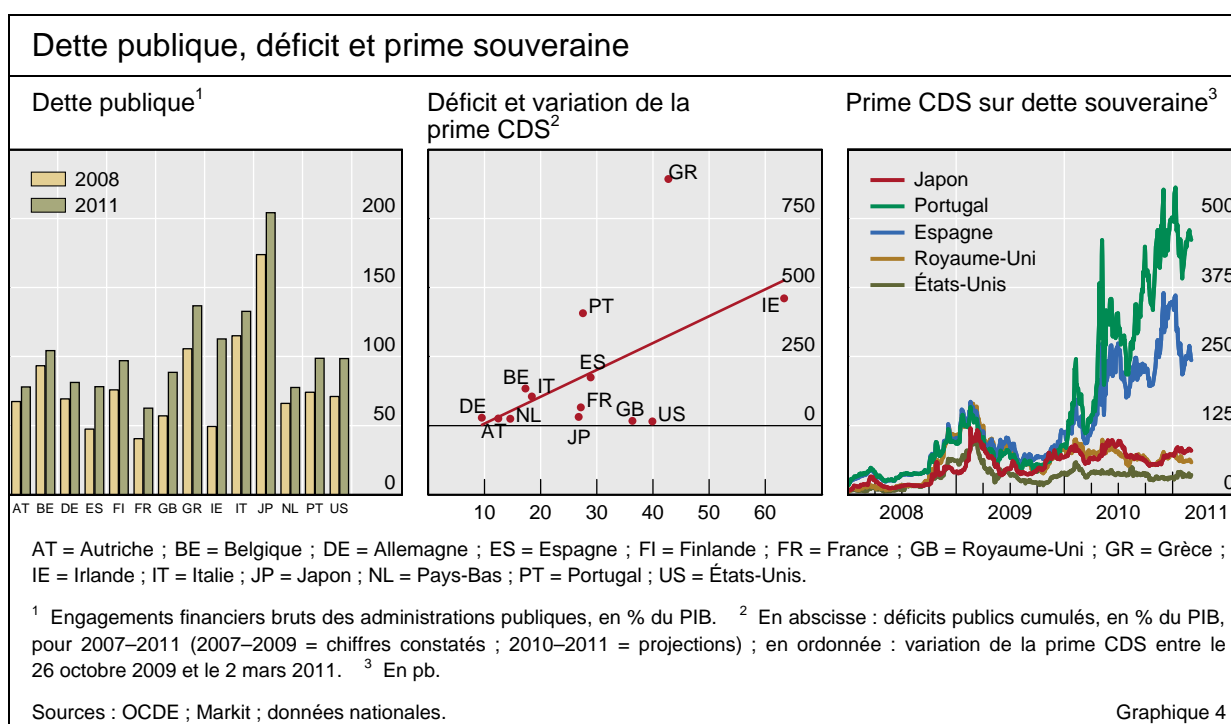


Les perspectives budgétaires mobilisent toujours l'attention

Les investisseurs ont continué de focaliser leur attention sur la dette publique et la situation budgétaire des économies avancées. La dette souveraine du Japon a été déclassée par Standard & Poor's fin janvier et sa perspective a été ramenée à « négative » par Moody's fin février, en partie du fait de la hausse attendue du ratio dette/PIB (graphique 4, cadre de gauche). Si les marchés d'actions ont semblé réagir négativement à ces déclassements, les marchés obligataires y ont été quasiment insensibles, peut-être parce que les investisseurs japonais détiennent un fort pourcentage des obligations d'État nippones. L'évolution des primes de plusieurs autres signatures souveraines a continué de refléter l'incertitude des perspectives budgétaires (graphique 4, cadre du milieu).

Les préoccupations suscitées par la situation des finances publiques de l'Espagne et du Portugal ont persisté. Après la mise en œuvre du plan de sauvetage pour l'Irlande, les investisseurs se sont intéressés à la soutenabilité des finances publiques du Portugal, tandis que les rendements des obligations d'État continuaient d'évoluer vers de nouveaux sommets. Aussi, selon de nombreux observateurs, la possibilité d'un recours du Portugal au Fonds européen de stabilité financière (FESF) est-elle apparue plus grande sur la période. À partir du 10 janvier, le resserrement des primes souveraines a signalé une légère atténuation des préoccupations des investisseurs (graphique 4, cadre de droite). L'amélioration du sentiment tenait, en partie, à la réduction du déficit budgétaire et à l'adoption de mesures d'austérité en Espagne, ainsi qu'au succès des émissions d'obligations des États de l'UE, début janvier, lesquelles – bénéficiant du fait que le Japon s'était engagé à en acheter 25 % – ont été sursouscrites. La diminution des primes s'explique sans doute aussi par une baisse du nombre de positions courtes sur les marchés de

Les préoccupations concernant les finances publiques persistent



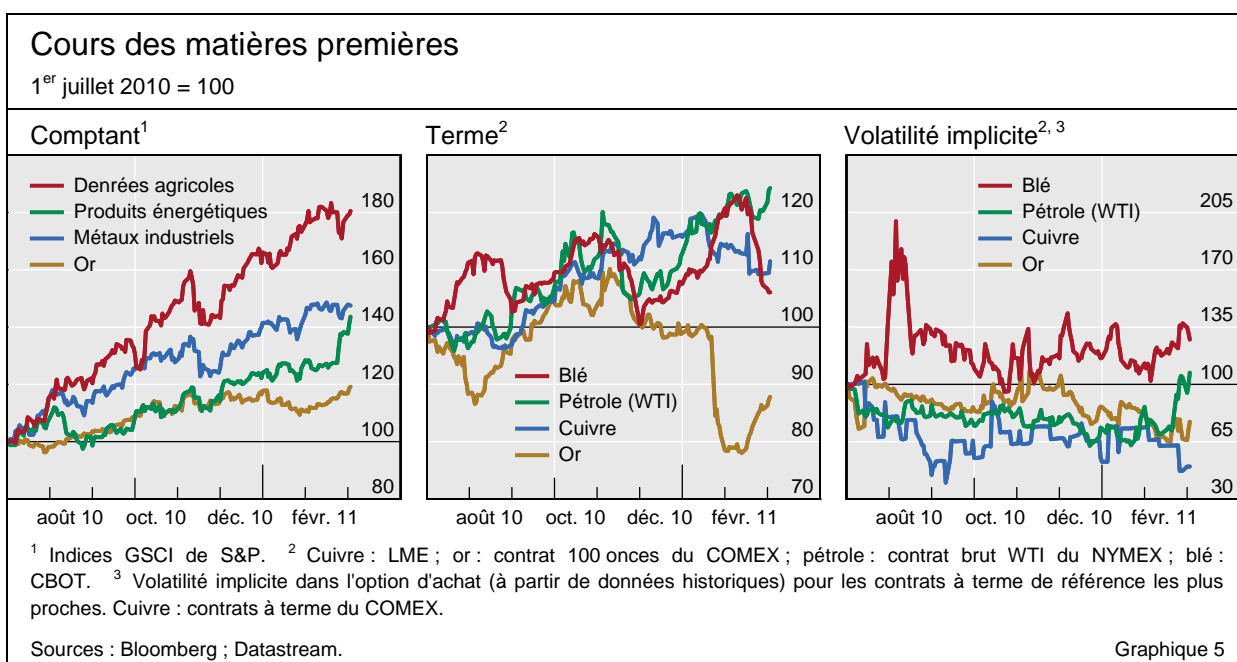
la dette et des changes, sous l'effet de l'amélioration du sentiment des investisseurs. Cette embellie a également entraîné une hausse des cours des valeurs bancaires européennes et une baisse des primes de risque sur les obligations bancaires. Pour les banques espagnoles, cette évolution a également traduit, en janvier-février, la publication d'informations plus détaillées sur leurs expositions envers le secteur immobilier ainsi que l'instauration d'exigences de fonds propres plus strictes.

Renchérissment des produits de base, notamment denrées alimentaires et pétrole

Envolée des cours des produits de base

Les produits de base se sont vivement appréciés sur le trimestre, denrées alimentaires et produits pétroliers en tête (graphique 5, cadre de gauche). La forte hausse des prix alimentaires reflétait, en partie, les préoccupations quant à l'offre future, suite à une baisse de la production mondiale attribuable aux aléas climatiques. Certains responsables et observateurs se sont inquiétés des effets possibles de cette flambée des prix sur le climat politique et l'inflation dans les économies émergentes et en développement.

Le renchérissement des denrées alimentaires tenait essentiellement aux préoccupations suscitées par la faiblesse de l'offre future en raison des inondations en Australie et des récoltes décevantes pour cause d'intempéries en Ukraine, en Russie, en Chine et au Pakistan. Le bas niveau des stocks de plusieurs de ces denrées a accentué les tensions sur les prix. L'impact le plus visible a été sur le blé, un des produits de base au centre des préoccupations concernant l'offre. Les cours à terme indiquaient cependant que l'offre alimentaire devrait s'accroître et que les prix pourraient se stabiliser dans le courant de l'année. La hausse des prix de l'énergie et des métaux semblait, quant à elle, s'expliquer par les tensions sur la demande à plus long terme, dans la perspective d'une reprise mondiale.



La rapide appréciation des denrées alimentaires s'est accompagnée d'une hausse sensible des positions de place sur les contrats à terme (graphique 5, cadre du milieu). Les contrats à terme sur le blé, le maïs et le soja ont connu les hausses les plus importantes et les plus rapides, en raison de la diminution des stocks et de l'intensification des préoccupations quant au risque d'une insuffisance de l'offre future. Malgré la hausse des positions à terme, on ignore à quel point les facteurs financiers ont influé sur les cours au comptant. Sur plusieurs marchés, en particulier, l'augmentation des cours a précédé celle des positions à terme. En outre, les placements financiers liés aux indices des produits de base, autre facteur possible du renchérissement des produits de base, ne semblent pas s'être beaucoup accrus sur le trimestre. Signalant un équilibre tendu, mais prévisible, entre l'offre et la demande, plusieurs marchés de produits de base ont connu une baisse de la volatilité implicite dans les options (graphique 5, cadre de droite) ainsi qu'une pentification de la courbe des prix des contrats à terme.

Les prix pétroliers ont fortement augmenté la dernière semaine de février : les intervenants redoutaient de plus en plus que les troubles politiques en Libye puissent se propager à d'autres grands producteurs de pétrole de la région et perturbent la production mondiale de pétrole. L'assurance donnée par le cartel des producteurs de pétrole que celui-ci se tenait prêt à accroître l'offre pour prévenir toute pénurie n'a guère eu d'effet. La détérioration de la situation politique en Libye a entraîné la fermeture de plus de la moitié des installations de production du pays. Il en est résulté de fortes hausses des cours au comptant et à terme, les premiers atteignant des niveaux inconnus depuis deux ans. L'envolée des prix pétroliers, vue comme une menace pour la croissance mondiale, s'est traduite par une baisse des cours au comptant des produits de base hors énergie et une vive hausse de la volatilité implicite dans les options sur le pétrole et autres produits de base.

Les violences en Libye accentuent les tensions sur les prix pétroliers

La politique monétaire mobilise l'attention tandis que les tensions inflationnistes s'accroissent

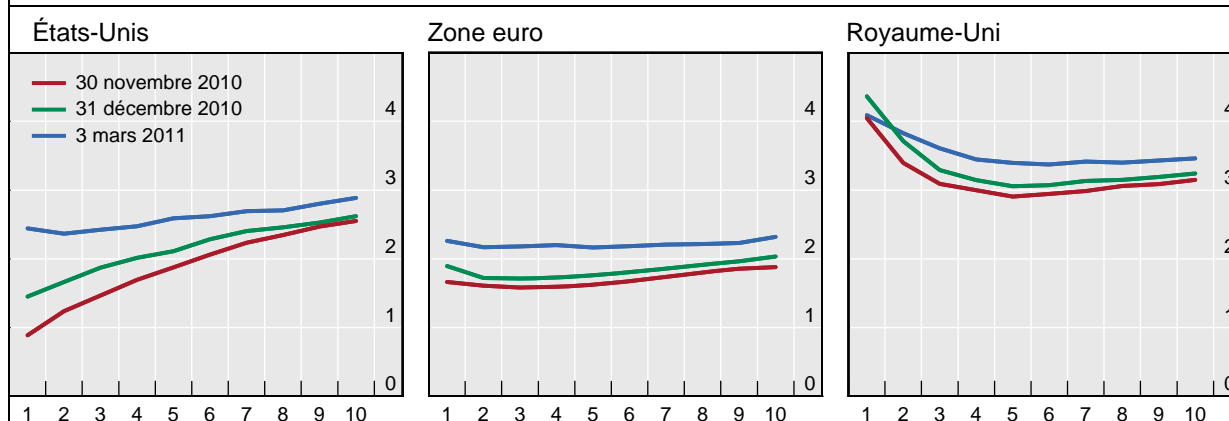
Devant l'envolée des prix des denrées alimentaires et des produits de base et l'accélération de l'inflation IPC, les investisseurs ont commencé à intégrer dans leur stratégie une hausse des taux d'inflation dans les principales économies avancées, surtout à court terme. Les taux des swaps d'inflation (point mort d'inflation négocié sur le marché des swaps) se sont graduellement accrus ces derniers mois. Si ces mouvements étaient assez uniformes sur l'ensemble de la courbe des échéances pour les swaps d'inflation de la zone euro et du Royaume-Uni, les taux des swaps américains se sont tendus nettement plus à court qu'à long terme (graphique 6). Face à la montée des tensions inflationnistes, les investisseurs ont davantage focalisé leur attention sur la probabilité et le moment d'un resserrement monétaire.

Les investisseurs misent sur une hausse de l'inflation...

La hausse des taux des swaps d'inflation a coïncidé avec un réveil de l'inflation IPC aux États-Unis et dans la zone euro, alors même que l'inflation sous-jacente restait à un niveau bien plus bas et plus stable (graphique 7). Cette évolution n'a rien de surprenant, car les swaps d'inflation sont référencés

Swaps d'inflation : structure par échéance¹

En %



¹ Abscisse : horizon (en nombre d'années). Un swap d'inflation consiste (pour le swap d'inflation à coupon zéro, le plus liquide) à payer à l'échéance un montant à taux fixe en échange d'un montant lié à l'évolution, sur la période, d'un indice de prix. Le taux fixe, ou taux du swap d'inflation, correspond ainsi à la valeur de marché du point mort d'inflation.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique 6

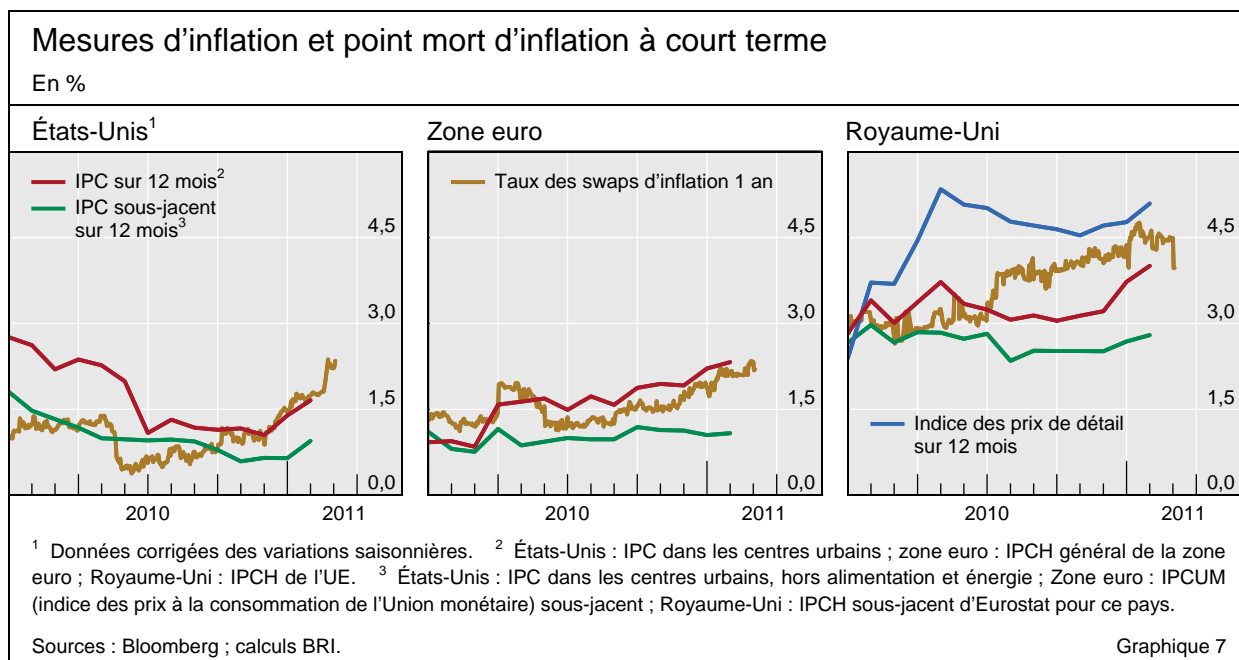
sur l'indice des prix à la consommation (indice des prix de détail au Royaume-Uni), et ceux-ci ont tendance à réagir assez rapidement aux fluctuations des cours des produits de base et des denrées alimentaires. Les indices des prix sous-jacents, par contre, ne tiennent généralement pas compte des denrées alimentaires et des produits énergétiques, composantes qui, durant la période, se sont appréciées le plus vivement. La stabilité des taux des swaps d'inflation à long terme aux États-Unis montre que, pour l'heure du moins, la récente poussée d'inflation a surtout été perçue par les investisseurs comme un phénomène ponctuel, plutôt que comme le début d'une tendance persistante². Il reste maintenant à savoir si cette impression se vérifiera.

Dans l'ensemble, la récente hausse des indicateurs des anticipations d'inflation à court terme ne s'est pas accompagnée de signes d'incertitude accrue au sujet de l'évolution de l'inflation à court terme. La volatilité implicite dans les options 2 ans sur inflation est restée globalement stable pour les États-Unis et la zone euro, alors même que le taux du swap d'inflation 2 ans augmentait fortement (graphique 8, cadres de gauche et du milieu)³. Le Royaume-Uni a fait figure d'exception, des signes de hausse de la volatilité implicite, ces derniers mois, indiquant que les investisseurs devenaient plus incertains quant à la trajectoire probable de l'inflation à horizon 2 ans (graphique 8, cadre de droite)⁴. Cette tendance a coïncidé avec une hausse

² Voir aussi, dans le présent *Rapport trimestriel*, l'étude de Gerlach *et al.*, qui examine divers indicateurs des anticipations d'inflation depuis la crise financière jusqu'en janvier 2011.

³ La volatilité implicite à long terme est également restée relativement stable ces derniers mois ; voir l'étude de Gerlach *et al.* déjà citée.

⁴ Il semble aussi que la volatilité implicite soit plus marquée au Royaume-Uni qu'aux États-Unis ou que dans la zone euro. Cette tendance peut toutefois être le signe d'une moindre liquidité du marché britannique des dérivés d'inflation, plutôt que d'une volatilité structurellement plus élevée.



graduelle du taux du swap d'inflation 2 ans jusqu'au-delà de 4 % et avec la publication de données montrant que l'IPC atteindrait 3,7 % en décembre 2010⁵. Si une part non négligeable de cette hausse était due au récent relèvement de la TVA, l'incertitude accrue à court terme peut être le signe que les investisseurs craignent un dépassement persistant de la cible d'inflation IPC (2 %). L'annonce inattendue que l'économie britannique s'était contractée de 0,5 % au quatrième trimestre 2010 a compliqué encore les perspectives d'orientation de la politique monétaire⁶.

En phase avec les signes d'un raffermissement de l'activité économique et avec l'anticipation d'une hausse de l'inflation dans les économies avancées, les investisseurs ont commencé à tableur sur un relèvement plus rapproché des taux directeurs, à tout le moins pour la zone euro et le Royaume-Uni (graphique 9, cadres du milieu et de droite), ce qui contrastait avec la situation observée durant une grande partie de 2010 ; le moment attendu des premiers relèvements avait alors été reporté à plusieurs reprises. Fin février, les taux d'intérêt à terme implicites ont indiqué que les premiers resserrements prévus au Royaume-Uni et dans la zone euro seraient opérés autour de mi-2011, alors que, fin 2010, ils n'étaient pas pressentis avant 2012. Cette révision des anticipations cadrerait avec le récent élargissement rapide de l'écart entre l'IPC et les objectifs de stabilité des prix de la BCE et de la Banque d'Angleterre. Les taux à terme implicites de la zone euro se sont accrus le 3 mars, lorsque M. Trichet, président de la BCE, a fait allusion, contre toute attente, à un relèvement prochain (graphique 9, cadre du milieu). Pour leur part, les taux

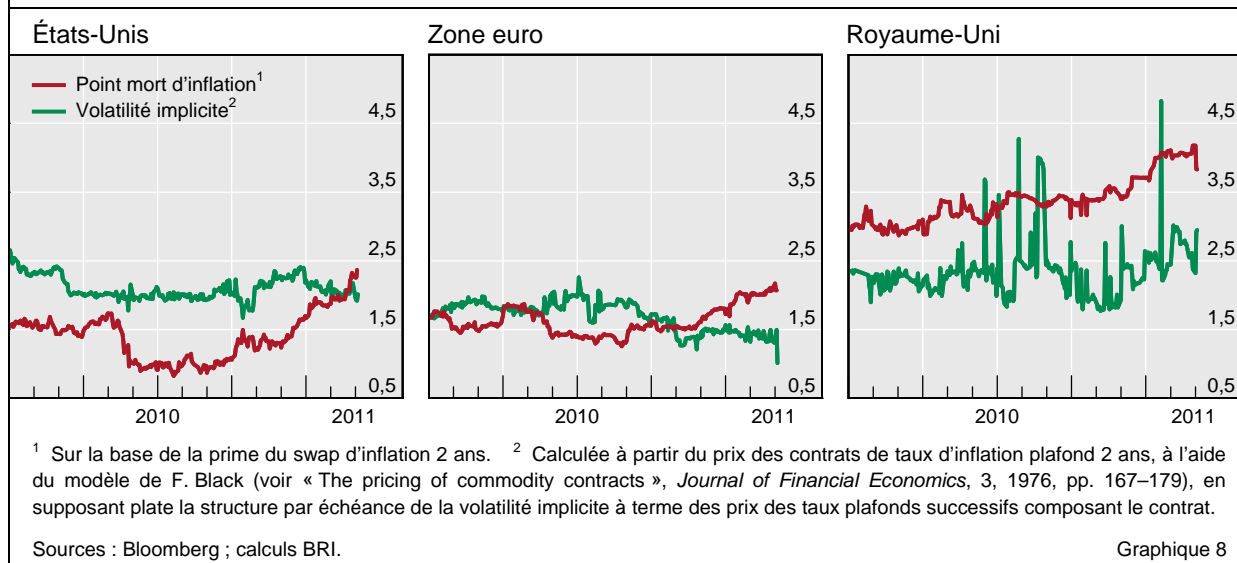
...et sur un resserrement monétaire...

⁵ L'indice des prix de détail, dont l'échantillon est différent de celui de l'indice des prix à la consommation, notamment pour ce qui est des charges de remboursement des prêts hypothécaires et des prix du logement, a atteint 4,8 % en décembre.

⁶ Cette contraction était en partie due à des chocs négatifs sur le bâtiment et les services, en raison des rudes conditions hivernales, fin 2010.

Point mort d'inflation 2 ans et volatilité implicite

En %

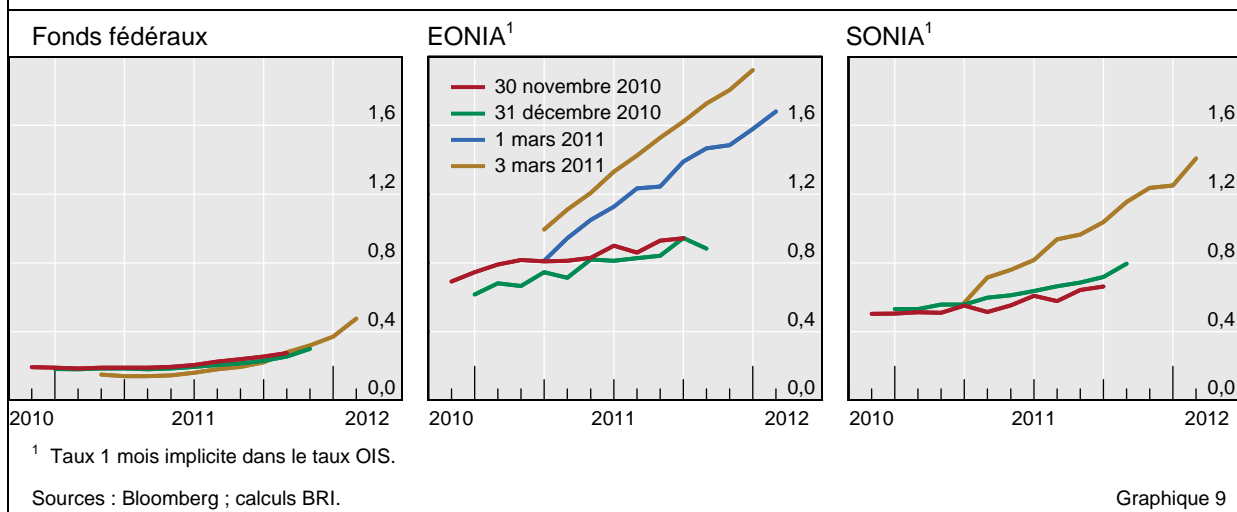


directeurs américains devraient toujours commencer à augmenter au premier semestre 2012 (graphique 9, cadre de gauche).

...faisant ainsi grimper les rendements obligataires

La conjonction d'une reprise plus vigoureuse, d'une montée des anticipations d'inflation et, par conséquent, d'une accélération du rythme anticipé du resserrement monétaire a fait grimper les rendements des obligations d'État à long terme dans l'ensemble des grandes économies avancées. Entre fin novembre 2010 et début mars 2011, les rendements obligataires nominaux 10 ans (obligations à coupon zéro) se sont accrus d'environ 55 pb dans la zone euro⁷, de près de 50 pb au Royaume-Uni et de 65 pb aux États-Unis. En phase avec l'évolution des marchés des swaps d'inflation, ces hausses étaient, en grande partie, dues à la forte

Taux à terme implicites



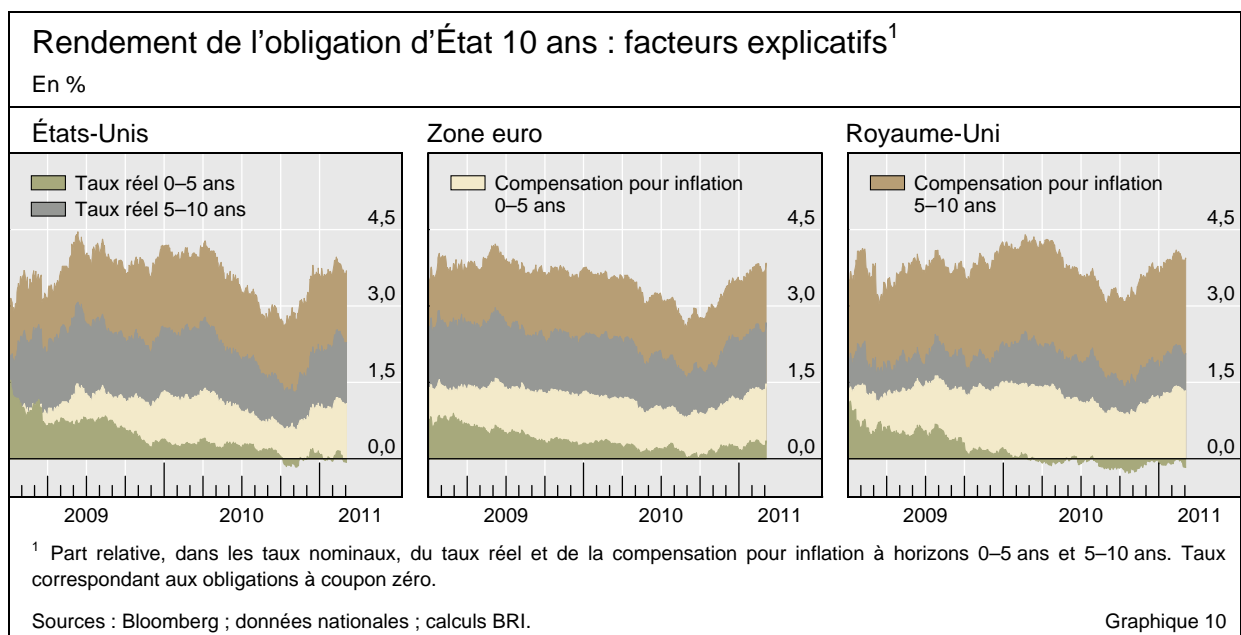
⁷ Il est fait ici référence aux rendements des obligations d'État françaises.

rémunération exigée par les investisseurs en compensation de la hausse des prix, surtout à court et moyen termes, c'est-à-dire jusqu'à horizon 0-5 ans (graphique 10). Pour les États-Unis, la composante « compensation pour inflation » à plus long terme était faible, et même légèrement négative. La hausse du rendement américain 10 ans était attribuable, à parts à peu près égales, à la prime d'inflation à horizon 5 ans et aux rendements réels à horizon 5-10 ans. Cela est conforme à l'accélération tangible de l'activité économique et à l'intégration, par les investisseurs, d'une hausse des rendements réels en anticipation d'un retour à la normale très progressif de la politique monétaire américaine. Le fait que la hausse des taux réels a été observée dans le segment 5-10 ans est le signe que ce processus prendra vraisemblablement du temps.

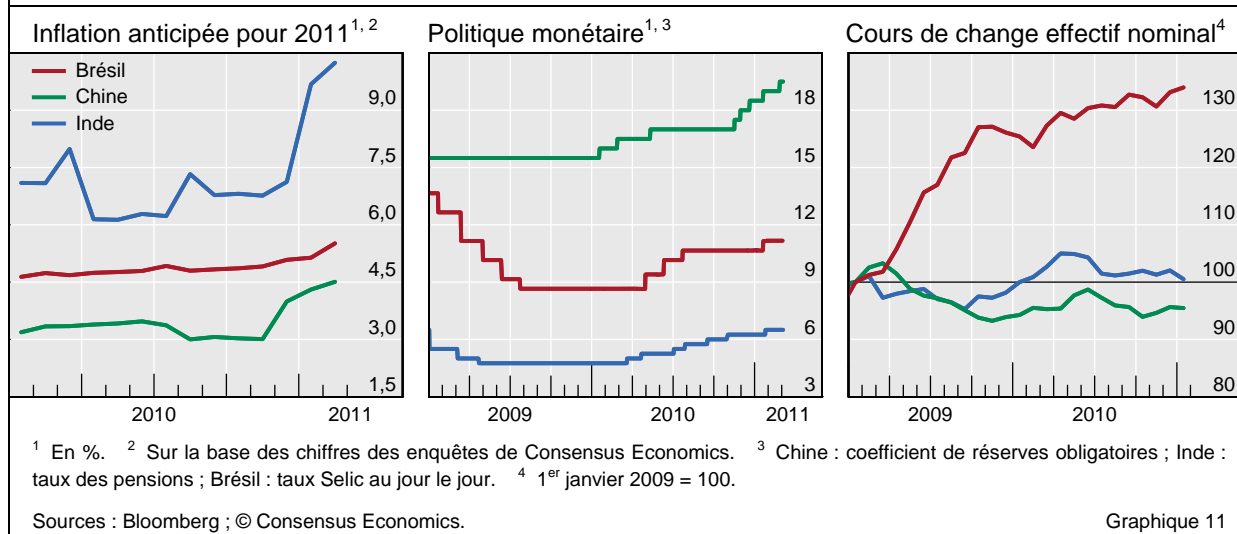
Fin février, la recherche de placements refuges suite aux troubles politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient a exercé certaines pressions baissières sur les rendements obligataires dans les principales économies avancées.

Par ailleurs, dans les grandes économies émergentes, les autorités ont continué de prendre des mesures graduelles de resserrement monétaire face à l'intensification des tensions inflationnistes. Ces tensions tenaient tant au rythme soutenu de la croissance économique – beaucoup plus élevé que dans les économies avancées – qu'au renchérissement des denrées alimentaires et des produits de base, lequel, dans le monde émergent, a une part plus importante dans l'indice des prix à la consommation. Parmi les grandes économies, les anticipations d'inflation se sont inscrites en hausse sensible en Chine, et davantage encore, en Inde (graphique 11, cadre de gauche). La Banque populaire de Chine a réagi en relevant de 50 pb le coefficient des réserves obligatoires en janvier, puis à nouveau en février, opérant ainsi les septième et huitième relèvements depuis début 2010, pour porter le ratio à 19,5 % (graphique 11, cadre du milieu). Elle a, en outre, de nouveau relevé ses

Nouveau resserrement monétaire dans le monde émergent



Grandes économies émergentes



principaux taux directeurs de 25 pb en décembre 2010 et février 2011. Arguant d'un rythme d'inflation « inacceptable », la Banque de Réserve de l'Inde a relevé son taux des pensions de 25 pb, à 6,5 %, de telle sorte que l'augmentation cumulée depuis mars 2010 a atteint 175 pb. La banque centrale du Brésil a opéré un resserrement, elle aussi, portant le taux Selic à 11,25 % en janvier, pour tenter de ramener l'inflation vers sa cible. Ces hausses des taux d'intérêt dans les principales économies émergentes se sont traduites par une augmentation des taux directeurs réels ces derniers mois (du moins sur la base taux directeurs nominaux moins inflation effective actuelle). Cela étant, si le taux réel brésilien reste relativement élevé (autour de 5 %), ceux de la Chine et de l'Inde sont toujours négatifs.

Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, les cours de change ont continué de faire l'objet de tensions dans les principales économies émergentes (graphique 11, cadre de droite). De nombreux pays ont continué de s'appuyer sur l'accumulation de réserves pour contrer une appréciation rapide du cours de change nominal.