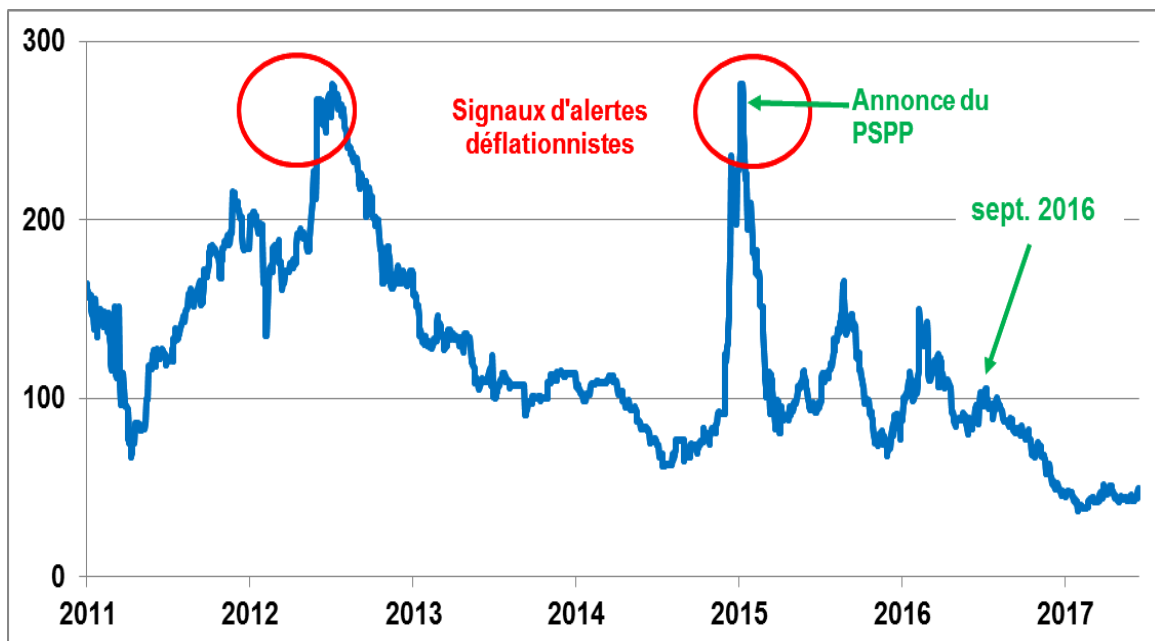


# Les marchés signalent-ils la fin du risque de déflation?

Par [Hervé Le Bihan](#) et Imène Rahmouni Rousseau

*Les marchés financiers confirment que, depuis l'automne 2016, les risques de déflation se sont dissipés en zone euro. Les indicateurs – certes sujets à de nombreux biais - continuent toutefois à refléter des anticipations d'inflation plus basses à moyen terme que la cible d'inflation de l'Eurosystème (une inflation inférieure à, mais proche de, 2%).*

**Graphique 1 : Le coût de protection contre la déflation sur le marché des options baisse nettement**



*Coût de la protection contre le risque que l'inflation soit négative sur une des 5 prochaines années (prime d'option « floor » d'inflation 0%, « Year-on-Year », de maturité 5 ans). Une hausse de ce coût s'interprète comme une hausse du risque d'un épisode de déflation au cours des 5 prochaines années. Unité : points de base; source: Bloomberg.*

La période 2011-2016 s'est caractérisée, selon les indicateurs tirés des marchés financiers, par plusieurs « alertes déflationnistes » en zone euro, notamment mi-2012 et début 2015. Depuis septembre 2016, ces indicateurs émettent un message clair, la quasi-disparition du risque de déflation, c'est-à-dire d'une baisse générale et auto-entretenu des prix. Ainsi, le coût d'une protection contre le risque d'inflation négative a été divisé par six entre janvier 2015 et mai 2017 (voir graphique 1). Il s'établit aujourd'hui à son plus bas niveau depuis la crise souveraine, soit environ 45 points de base à horizon de 5 ans.

De plus, les anticipations d'inflation tirées des marchés de *swaps* se sont rapprochées des anticipations extraites des enquêtes comme l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*, SPF par la suite) (voir graphique 2). Les premières avaient, par contraste, été systématiquement plus basses que ces dernières depuis mi-2014. La décrue puis la disparition du risque perçu de déflation et la réconciliation des anticipations de marché avec les données d'enquêtes, ont suivi la

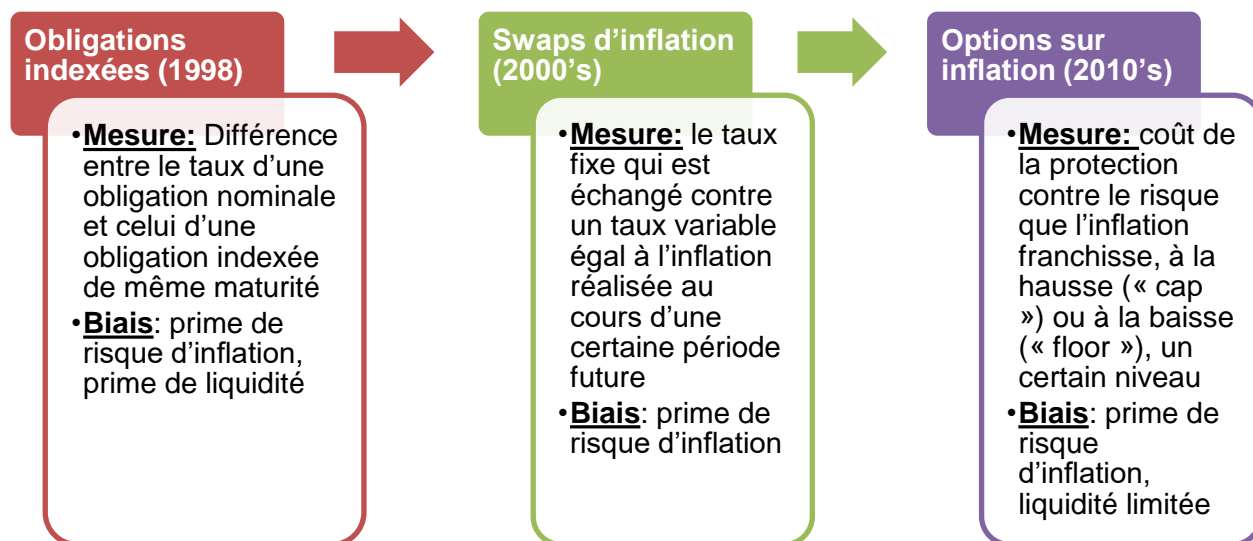
mise en place des programmes d'achat d'actifs de la BCE (voir, sur ces programmes, [Banque de France \(2016\)](#)) Le redressement observé sur les derniers trimestres ne signale pas pour autant d'alerte inflationniste et indique plutôt un scénario d'inflation positive mais durablement faible au regard des objectifs de la politique monétaire (*lowflation*).

### Les marchés financiers fournissent des anticipations d'inflation « en temps réel »

Depuis le début des années 2000, se sont développées des mesures d'inflation anticipée issues de la valorisation d'instruments financiers, qui reflètent le consensus de marché sur l'inflation future.

Initialement limitée aux obligations indexées sur l'inflation, la palette des produits financiers liés à l'inflation s'est étoffée avec l'adjonction des *swaps* puis des options (voir diagramme 1). Au fur et à mesure que les intervenants sont devenus plus actifs sur ces instruments pour satisfaire leurs besoins de couverture et de prises de position, la mesure d'inflation anticipée qu'ils fournissent est devenue plus pertinente. Le taux d'inflation anticipé « 5 ans dans 5 ans » extrait du marché des *swaps*, c'est-à-dire la prévision implicite de la moyenne de l'inflation sur 5 ans, à partir d'une date située dans 5 ans, est ainsi un indicateur de marché fréquemment suivi par les banques centrales.

*Diagramme 1 : La palette d'indicateurs d'inflation anticipée extraits des marchés*



Ces indicateurs extraits des prix de marché présentent deux avantages par rapport à d'autres mesures tirées d'enquêtes comme le SPF. D'une part, issus d'instruments cotés tous les jours sur les marchés, ils fournissent des mesures fréquentes et réactives des anticipations d'inflation. En particulier, ils permettent, sans attendre l'actualisation de prévisions, d'évaluer l'impact d'une nouvelle ou d'un choc sur les anticipations d'inflation. D'autre part, ils sont fondés sur des transactions réelles où les investisseurs s'exposent à un risque financier lié à la justesse de leurs anticipations. Ils ne sont ainsi pas sujets au risque de biais déclaratif ou de faible incitation à répondre précisément, comme c'est le cas dans les enquêtes.

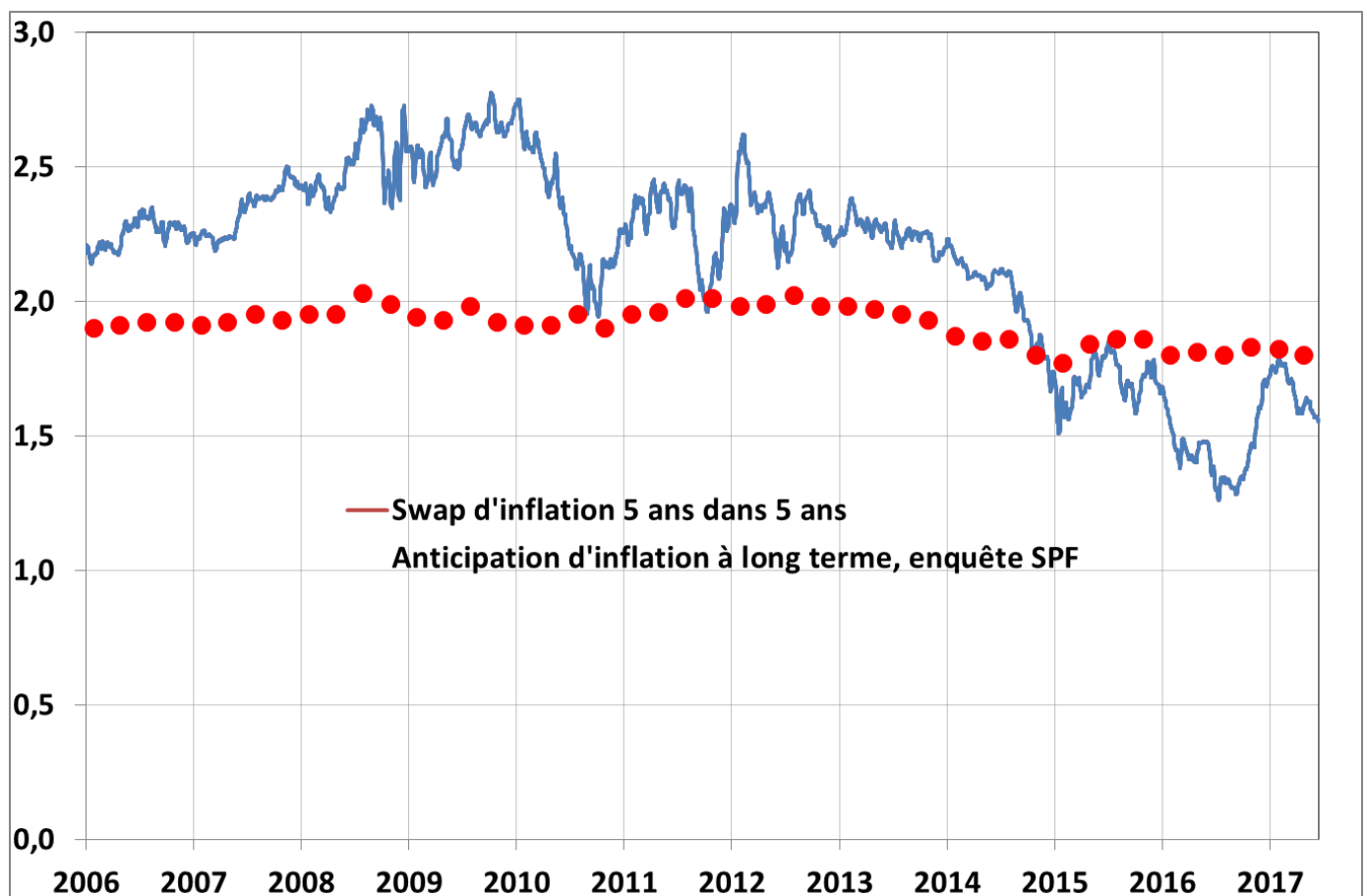
Néanmoins, ces différentes mesures tirées des prix d'instruments de marché sont entachées de différents biais : notamment elles incorporent, outre l'anticipation d'inflation, une prime de risque (variable) dédommageant les acheteurs de ces instruments pour leur exposition au risque d'une inflation plus élevée qu'anticipé. La liquidité quelquefois limitée de ces supports est une autre source de biais.

## Déflation, désancrage : élévation des risques en 2012 puis en 2014

Les anticipations d'inflation jouent un rôle important pour évaluer l'efficacité de la politique monétaire. L'Eurosystème a pour objectif la stabilité des prix, définie comme une inflation inférieure à, mais proche de, 2% à moyen terme. Des anticipations à moyen terme s'écartant durablement de cette cible, à la hausse comme à la baisse, pourraient être le signe d'une perte de confiance des acteurs dans l'efficacité de l'action de la banque centrale ou dans la crédibilité de sa détermination à atteindre son objectif.

Un tel risque est apparu dans la zone euro à partir de 2014 dans un contexte de reprise macroéconomique fragile après la crise souveraine, puis de baisse du prix du pétrole. Le taux d'inflation a glissé graduellement vers une valeur proche de zéro au début de 2015. Dans le même temps, la baisse d'indicateurs d'inflation anticipée à long terme a laissé présager un risque de désancrage des anticipations, et la possibilité d'une dynamique d'inflation faible, voire de déflation. Ainsi, le coût d'une protection contre la déflation sur le marché des options a atteint un record de 276 points de base début janvier 2015, avant l'annonce du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). Le précédent pic, de 270 points de base en juin 2012, avait correspondu à la crise souveraine européenne. Le taux d'inflation « 5 ans dans 5 ans » issu des *swaps* signalait un risque de désancrage, touchant un point bas à 1,3% en juillet 2016 (voir graphique 2). De plus, la tendance des marchés financiers à être plus pessimistes sur les perspectives d'inflation que les prévisionnistes professionnels, apparue début 2015, a persisté pendant presque 2 ans.

Graphique 2 –prévision d'inflation des experts (SPF) et des marchés (swap)



Source : BCE, Bloomberg ; Note: Anticipations d'inflation en pourcentage annualisé.

Le redressement des anticipations depuis l'automne 2016 : quels facteurs ?

Trois types de facteurs peuvent expliquer l'arrêt du déclin, et la remontée récente du taux d'inflation anticipée :

1) Les mesures de politique monétaire non conventionnelles, avec notamment la mise en place du programme PSPP. Elles ont abaissé le coût du crédit, relancé la croissance et l'inflation à court terme ([Banque de France \(2016\)](#)). Certes peu susceptible d'agir sur l'inflation et la croissance à un horizon de 5 ans, le PSPP a cependant ancré les anticipations en démontrant la détermination de l'Eurosystème à atteindre son objectif d'inflation. En attestent différentes « études d'événement » qui quantifient l'impact des annonces de politique monétaire sur les anticipations tirées des marchés (voir ainsi [Andrade et al. 2017](#), et [Altavilla et al., 2015](#)).

2) La sensibilité au prix courant du pétrole des anticipations d'inflation. Souvent relevée par les acteurs de marché, cette corrélation reste néanmoins empiriquement fragile.

3) La contagion internationale. A la suite des élections américaines, les anticipations d'inflation à long terme se sont redressées en zone euro sous l'influence apparente de celles observées aux Etats-Unis. Toutefois, le sens de cette contagion (étudiée par [Ciccarelli et Garcia \(2016\)](#) par exemple) semble peu stable sur une longue période.

Au total, s'il est délicat de faire la part des trois facteurs dans le récent redressement des anticipations de marché, une conclusion solide semble être que le risque de déflation n'est plus d'actualité en zone euro. En revanche, en dépit d'une probabilité de déflation redevenue basse, le niveau des anticipations d'inflation à moyen terme issues des *swaps* d'inflation, demeure notablement faible par rapport à l'objectif de 2%. Les différents indicateurs disponibles suggèrent une convergence lente et incertaine vers le niveau souhaité d'inflation, autrement dit un risque de *lowflation* prolongé. Ce risque constitue une des principales raisons du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire en zone euro.