

7 Inflation ? Le risque c'est toujours la désinflation !

Revoilà l'inflation. Ce retour n'est pas vraiment observé à l'exception de l'envolée des prix des actifs sur lesquels s'est concentrée la création monétaire depuis près de 9 ans. Ce qu'on qualifie généralement d'inflation, c'est à dire la dérive des prix à la consommation ne se trouve pas dans les statistiques économiques, mais est bien présente dans les débats.

Le président de la Buba affirme la perspective d'un retour de l'inflation

Une fois encore l'alerte vient d'Allemagne. Le président de la Bundesbank a affirmé ce lundi au journal espagnol El Mundo que « *les perspectives pour l'évolution des prix correspondent au retour de l'inflation à un niveau suffisant pour maintenir la stabilité des prix.* » Sur la base de cette proclamation, le grand argentier plaide une nouvelle fois pour une politique monétaire plus restrictive pour la BCE : « *à mon sens, il serait justifié de fixer un terme clair pour les rachats d'actifs obligataires en arrêtant une date concrète.* ».

La position de Jens Weidmann n'est pas nouvelle : au sein du conseil des gouverneurs de la BCE comme dans la presse ou à l'occasion de déclarations diverses, il s'est opposé à de multiples reprises au programme d'ajustement quantitatif mis en place par la Banque Centrale Européenne.

L'argument de l'inflation est plus novateur. Il est vrai qu'au-delà de la politique monétaire des mois qui viennent, M. Weidmann se pose aussi en qualité de candidat à la succession de Mario Draghi à la tête de la BCE en octobre 2019. Son accession serait une reprise en main allemande dans la lignée des premiers présidents – Win Duisenberg et Jean-Claude Trichet – qui, suivant la formule des salles de marché, voyaient dans l'euro un « *deutsche mark über alles* ».

L'inflation des actifs, immobiliers, obligations, actions et spéculations de luxe ou de haut de gamme, elle n'est pas contestée, mais la BCE n'est pas le premier acteur des injections monétaires qui l'ont provoquée. Ce que vise le président de la Bundesbank, c'est une hausse généralisée des prix, qui, si on en reste à la communication de la BCE implique qu'on peut « *acheter moins de biens et services pour un euro (et), inversement qu'un euro vaut moins qu'avant* ».

Une conjoncture en dehors des analyses basées sur les historiques

L'inflation c'est bien d'abord un chiffre, celui de la perte de pouvoir d'achat d'une monnaie. La hausse des prix des biens et services consommés par les ménages (dont les calculs retiennent les biens durables, mais pas l'immobilier) est ce chiffre de référence.

Classiquement, on distingue l'inflation provenant de la demande (afflux de liquidités monétaires ou créées par une forte croissance) et l'inflation par les coûts de production (essentiellement les salaires, mais aussi ponctuellement celui des importations). L'afflux de demande peut être régulé par la banque centrale. Pour la spirale coûts salariaux-prix, le recours à une politique monétaire restrictive est aussi une arme classique : en réduisant la croissance elle limite les prétentions salariales en pesant sur le marché de l'emploi.

La conjoncture inflationniste hors norme depuis le début des programmes d'injections monétaires américaines en 2008 a pris les théories à contrepied. L'afflux de monnaie n'a pas créé de tension sur les prix. Le plein emploi aux États-Unis et au Japon, un chômage inférieur à sa moyenne historique en zone euro, n'ont pas davantage enclenché le fameux cycle salaires-prix.

La concurrence salariale mondiale a cassé les vellétés de hausse du coût du travail manufacturier, devenu en quelque sorte une commodité comme une autre. L'excès de liquidités et les taux d'intérêt proches de zéro ont amplifié cette concurrence pour les produits en permettant des constructions de capacités à moindre coût. Dans le même temps, les services sont entrés aussi en concurrence mondiale par le truchement de la révolution des technologies numériques.

On a compris que la Réserve Fédérale et le Japon suivant un processus un peu différent ont opté pour des politiques monétaires moins agressives sur le plan des liquidités. M. Weidmann presse la BCE d'annoncer qu'elle fera de même en donnant un calendrier – a priori en septembre prochain à la fin du programme annoncé. Les motivations d'un retour à une certaine orthodoxie monétaire en visant une réduction de l'endettement mondial sont assez solides. Mais l'inflation peut-elle réellement être un argument ?

La nécessaire normalisation des politiques des Banques centrales pourrait se heurter à un manque de dérive des prix

Le débat est ouvert et il est même assez vif entre économistes. La mondialisation et la globalisation numérique auront forcément leurs limites et, une fois atteintes, les coûts ne pourront que repartir à la hausse. La question est de savoir si les limites sont

en vue alors que, finalement, c'est la population de la planète - 7,6 milliards d'individus - qui forme le réservoir. Et le développement numérique débouche ou va déboucher sur une utilisation intensive de l'intelligence artificielle créant en quelque sorte une nouvelle concurrence salariale. Ce ne sera qu'une poursuite de l'évolution. Les spécialistes d'Invesco notent que pour dégager des profits assez proches (entre 12 et 14 milliards de dollars en 2012) en monnaie constante, General Motors employait 840.000 salariés en 1979 alors que Google en comptait 38.000 en 2012.

La conjoncture déflationniste cadre en tout cas toujours les évolutions. Si la croissance mondiale proche de 4 % cette année se traduit par une tension des prix des matières premières, on constate qu'elle n'est pas amplifiée ou même simplement répercutée dans les prix à la consommation. Elle est amortie par des gains de productivité. Moins de 1,5 % aux États-Unis et moins de 1 % en Europe pour l'inflation hors alimentation et énergie, ces chiffres mesurent la pérennité de cette conjoncture de croissance sans inflation.

Les projections de rebond de la dérive des prix à la consommation s'appuient sur des observations historiques qui la lient au marché de l'emploi (la fameuse courbe de Philips) ou à l'utilisation des capacités de production. Mais les marchés financiers ne suivent pas la théorie et l'aplatissement de la hiérarchie des taux d'intérêt en fonction de la durée le montre de façon très explicite. Tant que l'endettement reste à ses niveaux records (au total 2,2 fois le PIB mondial hors entreprises financières), on voit mal comment l'inflation cyclique se manifesterait.

On en revient à la question du QE de la Banque Centrale Européenne. Ce n'est pas l'inflation qui justifiera une normalisation nécessaire sur le plan financier. Le risque est sans doute inverse : une inflation toujours très faible limitera la normalisation de la Réserve Fédérale et, finalement celle de la BCE.