

Inflation, le retour ?

C'est depuis près d'un an un thème sur les marchés financiers, s'ajoutant à celui de la «démondialisation ». La reflation - pour ne pas dire un retour de l'inflation – commence à entrer dans les faits. La profondeur de la tendance, ses perspectives d'accélération ou de modération, ne sont pas faciles à appréhender. Pour faire court, inverse-t-on une tendance de plus de 35 ans, où connaissons-nous une période d'ajustement conjoncturel au sein de cette direction ?

De l'hyperinflation en 1980 à la peur de la déflation en 2014-2016

L'hyperinflation des années 1970 a été cassée aux États-Unis par la Réserve Fédérale de Paul Volker. Le grand argentier, nommé en 1979 par Jimmy Carter et confirmé ensuite par Ronald Reagan a tenu les rênes de l'institut d'émission américain jusqu'en 1987. Il a pris le job avec une dérive des prix supérieure à 13 % et l'a lâchée sur un score de 4,4 %. Le remède de cheval des taux d'intérêt – l'objectif de rendement des Fed Funds a été porté à 20 % en 1981 – a d'abord provoqué une sévère récession, mais les mesures pro-business Reagan aidant, a débouché sur une croissance très durablement non-inflationniste.

Le mouvement a touché les grandes économies et jusqu'à la France, la championne de l'inflation depuis 1919, après avoir été celle de la stabilité monétaire pendant 110 ans. C'est le professeur d'économie Raymond Barre qui a mis en musique les bases de cette politique de lutte contre l'inflation, les gouvernements qui lui ont succédé à partir de 1981 s'alignant sur la direction américaine. La dérive des prix en France s'est stabilisée pas loin de 3 % entre 1986 et 1991 et sensiblement au-dessous de 2 % depuis. La convergence dite du franc fort, puis de l'euro est passée par là.

Le bilan de 35 ans de désinflation relativise toutes les théories économiques. Par exemple, le lien entre inflation et emploi des écoles keynésiennes est inopérant, la même situation produisant le plein emploi comme aux États-Unis ou en Allemagne et le chômage de masse de la France, la Belgique et de l'Europe du sud. Les situations démographiques et, plus encore, le partage de la valeur ajoutée entre capital et travail jouent d'autant plus que les données ne sont pas troublées par la dérive des prix.

Cela posé, la fin de la période de désinflation a débouché, après la crise de 2007-2011, sur la peur de la déflation, contrecarrée par des injections massives de monnaie - dollar, yen, livre sterling, puis euro, renminbi. Cette peur de la spirale déflationniste de baisse des coûts, des salaires, des matières premières et de l'anticipation de ces chutes qui stoppe les agents économiques a encore été le thème de 2015 et 2016. On en est loin aujourd'hui.

Des statistiques de janvier qui montrent un retour de la dérive des prix

La statistique marquante est l'inflation américaine de janvier : 2,5 % en rythme annuel. Évidemment, la forte croissance sur un an des prix de l'énergie a apporté 0,9 % à la dérive, mais le chiffre brut marque assez clairement le changement conjoncturel. L'objectif de la Réserve Fédérale de 2 % se calcule sur l'évolution des prix liés à la consommation des ménages. On n'y est pas mais on s'en rapproche. Croissance économique et plein emploi amplifient l'effet matières premières (malgré une pression persistante sur les prix alimentaires).

En Europe la tendance est aussi engagée : + 1,8 % en janvier au Royaume-Uni où les conséquences du Brexit jouent, mais + 1,8 % également dans la zone euro de la rigueur salariale. Évidemment, les carburants et l'agroalimentaire ont apporté un peu plus du tiers (0,64 %), mais le sujet n'est vraiment plus la déflation et février pourrait marquer une légère accélération.

Les marchés obligataires ont pris en compte cette évolution : les rendements à 10 ans se sont renchérissés depuis six mois. On pointe +0,7 % pour le Treasury Bond américain, +0,5% pour les Gilts britanniques, +0,3% pour le Bund allemand et même +0,13% pour les JGB japonais. Les incertitudes au sein de la zone euro ont pu amplifier la remontée des dettes souveraines des pays au gré des variations de l'écart avec l'Allemagne (spread). Ainsi le rendement de l'OAT 10 ans française affiche une progression de 0,77 % depuis la fin du mois d'août dernier.

La question pour les investisseurs et, en particulier pour les gérants des contrats d'assurance-vie, est de s'adapter : l'environnement est-il durablement marqué par le retour de l'inflation ?

À court terme, pas d'emballement, à moyen terme des pressions de désinflation

L'exercice de prévision est particulièrement difficile car il s'agirait d'une rupture et que les ruptures ne sont pas faciles à percevoir en amont. On peut essayer de se placer dans une optique de court terme et une vision plus longue.

À court terme, le regain d'inflation a toutes les chances de se trouver sur un pic en Europe. La croissance économique est réelle mais trop faible pour que des effets de second tour prolongent la hausse des cours de l'énergie. Sur les niveaux actuels, elle produirait sur l'année un effet de 0,5 % à 0,7 % sur le rythme annuel de hausse des prix en zone euro. Malgré l'affichage flatteur de janvier, le rythme de l'inflation sous-jacente reste au-dessous de 1% depuis l'automne de 2013 et n'en sort pas. En données publiées, on doit s'attendre à un pic en février ou en mars, puis à un net reflux, pour un score annuel peu supérieur à 1,5 %. En revanche, aux États-Unis la politique Trump et le plein emploi permettent à l'inverse de viser un taux affiché de 2,4-2,5 % cette année et l'année prochaine.

À plus long terme, les données générales ne plaident pas sur un emballement : la démographie des pays développés est le grand frein. S'y ajoute la numérisation de l'économie qui se traduit par une rémunération du capital (les logiciels, les machines) supérieure à celle du travail, qui coiffe la croissance et freine, sinon empêche, un effet boule de neige salaires-pouvoir d'achat-prix.

Il y a bien sûr des facteurs exogènes d'inflation, en particulier géopolitiques et même politiques, on le sait particulièrement bien en France. Mais les gestions ne semblent pas avoir de raisons de s'emballer en intégrant dans les stratégies un univers inflationniste retrouvé.