

Inflation ?

Anne ma sœur Anne, je ne vois rien venir

Au centre des valorisations des marchés financiers et, aussi, des scénarios boursiers, se trouvent finalement autant que toujours les politiques monétaires. On sait que la Banque Centrale Européenne ne sera une nouvelle fois que suiviste derrière la Réserve Fédérale américaine. Au-delà de l'évolution des cycles et de l'analyse des effets des ajustements quantitatifs répétés, il y a une question qui cherche sa réponse. C'est celle de l'inflation.

Une dérive des prix très loin des objectifs des banques centrales

La dérive des prix ne se voit pas vraiment dans les statistiques. On va terminer 2017 sur un niveau d'inflation de 2 % aux États-Unis, et les projections 2018 sont équivalentes. La zone euro se cale sur 1,5 % environ. Au Japon, il y a (enfin) un peu de hausse des prix : 0,3 % cette année peut-être près de 0,5 % l'année prochaine. Il n'y a guère que le Royaume-Uni qui, payant sa dévaluation compétitive, affichera près de 3 % pour 2017 et près de 2,5 % en 2018.

Ces constats et projections parlent d'eux-mêmes. Ils prennent cependant en compte les variations des prix de l'énergie alors qu'exprimé en dollar, le baril de pétrole s'est apprécié de 21 % en un an. L'inflation de base est nettement inférieure à celle affichée. Hors énergie et produits agricoles, les scores sont à réduire de 0,2 à 0,4 %.

Les objectifs des banques centrales de 2 % de façon durable pour cette inflation de base sont loin d'être atteints.

Évidemment, les variations de change jouent un rôle d'importation ou d'exportation d'inflation. La baisse du dollar pousse un peu plus les prix américains, mais joue en sens inverse en Europe continentale et au Japon. Il y a toutefois un effet retard et les échanges intra-zone limitent la mécanique des devises en Europe et, plus encore, aux États-Unis car le dollar est indirectement la monnaie de pays émergents.

Les salaires restent bloqués malgré le plein emploi

La stabilité des prix apparaît surprenante au vu des situations des marchés de l'emploi. Le taux de chômage d'un peu plus de 4 % de la population active correspond au plein emploi aux États-Unis, le Japon a retrouvé cette année un taux inférieur à 3 %. La zone euro est à un niveau bien supérieur, mais proche de 9 %, est revenue à sa moyenne.

La théorie économique, basée sur l'observation longue (la fameuse courbe de Philips a été établie sur des données britanniques à partir de 1861), est prise à contrepied. La pression sur les salaires devrait aller de pair avec l'amélioration du marché du travail, a fortiori quand le plein emploi est atteint. Le constat américain affiche un glissement annuel de 2,4% qui est très loin d'entretenir un cycle salaires – prix.

Les tenants d'un scénario de forte reprise de l'inflation – ils sont majoritaires au sein des économistes de marché – veulent souligner des données plus favorables. Si la hausse annuelle du salaire horaire moyen américain correspond au 2,4% de l'observation globale, pour le salaire médian des employés ayant plus d'un an d'ancienneté, elle dépasse légèrement 3 %. On serait ainsi dans l'objectif de hausse de la Fed.

La statistique des « plus d'un an d'ancienneté » elle-même donne un début d'explication. La démographie joue à la baisse des rémunérations : le départ à la retraite de baby boomers bien payés est compensé par l'arrivée sur le marché du travail d'entrants moins chers. Il reste qu'il n'y a pas d'accélération : ces 3 % sont le bas de la fourchette des observations depuis deux ans. On ne peut pas vraiment extrapoler un scénario inflationniste sur ces bases.

Sans inflation, sauf des actifs, les Banques Centrales sont condamnées à rester conciliantes

Le constat ne varie finalement pas. La croissance est généralisée à un rythme mondial de 3,5 %, le plus gros du désendettement depuis la crise de 2007-2008 est effectué, l'investissement est soutenu et synchrone dans les différentes zones, le crédit est reparti et les fiscalités ont tendance à s'alléger. Malgré ces ingrédients de nature inflationniste, les prix et les salaires progressent peu.

Les pressions déflationnistes de la mondialisation sont encore bien là. Le travail et les capacités de production ne sont pas rares à travers la planète. Ils n'ont pas de raison d'être beaucoup plus chers. Il faudrait un emballement conjoncturel très vif pour en sortir un plan global. Il faudrait la mise en place de mesures protectionnistes très fortes pour qu'une zone – on pense évidemment aux États-Unis - s'affranchisse de ces conséquences de la mondialisation.

Il y a autre chose qui n'est pas rare : c'est la monnaie après huit ans de programmes d'injections massives de monnaie par les grandes banques centrales. Ces « quantitative easing » ont certes apporté de l'inflation : celle des actifs, financiers et immobiliers en particulier. Mais ils n'ont pas eu d'effets positifs sur les prix et salaires, au contraire. L'abondance de capitaux et les taux très bas qui sont liés jouent aussi contre l'inflation.

Est-ce que cela peut durer ? La question ne sera pas rapidement tranchée. Les gains de productivité venant de ruptures technologiques ne jouent pas pour le moment dans le sens de salaires révisés en nette hausse sur le plan général. En tous cas, cette absence de dérive monétaire va durablement freiner les velléités des Banques centrales américaine et européenne de reprendre massivement des liquidités (baisse du total de leur bilan) et de remonter sensiblement les taux directeurs. La stabilité monétaire qu'elles doivent assurer limiter leur initiative, faute de risquer à nouveau le passage de l'inflation faible à la désinflation.