

## Le pic d'inflation, c'est pour quand ?



Nous nous interrogeons au crépuscule de l'année 2020 sur le phénomène de hausse des prix qui commençait à se manifester dans les statistiques de l'économie mondiale. Le choc pandémique avait été violent, la réponse des pouvoirs publics inédite. Il n'était pas illogique que l'hydre inflationniste réapparaisse. Mais elle finirait par se heurter, pensions-nous, aux forces structurelles qui l'avaient mis sous l'éteignoir pendant quarante ans.

Dix-huit mois plus tard, l'inflation est plus présente que jamais. Elle a atteint dans les pays occidentaux des niveaux inimaginables il y a quelques mois (proche de 10 % aux Etats Unis par exemple) et, fait preuve, jusqu'à présent, de résilience.

Après avoir minimisé la menace, les banques centrales, garantes de l'orthodoxie monétaire, viennent de lancer, au moins verbalement, la guerre contre l'inflation.

Comment expliquer cette résurgence d'un phénomène que l'on croyait suranné ? Pourquoi les banques centrales ont-elles autant tardé à réagir ? Quelles conséquences sur les économies occidentales ? Les banques centrales peuvent-elles gagner la guerre qu'elles viennent d'engager ?

## Retour vers le futur

Les raisons expliquant le retour de l'inflation sont aujourd'hui bien connues et largement reprises par la presse financière.

Premièrement la réponse monétaire et budgétaire au choc pandémique a été violente. La quantité de monnaie supplémentaire injectée dans l'économie n'avait jamais atteint dans le passé de telles proportions. En économie, l'augmentation de la masse monétaire constitue traditionnellement un terreau fertile pour l'inflation.

Secondement, la période post pandémique s'est traduite par un bouleversement de l'équilibre entre l'offre et la demande mondiales. Contraints dans leurs déplacements, les consommateurs se sont rués vers des biens matériels, notamment technologiques. Les industriels, pour beaucoup d'entre eux asiatiques, n'ont pas pu s'ajuster immédiatement à la hausse de la demande. L'appareil productif était insuffisamment dimensionné, le personnel salarié partiellement confiné à chaque éruption du virus, la chaîne logistique étranglée par des goulots multiples. La science économique nous enseigne que si la demande est supérieure à l'offre, les prix montent. C'est ce qui s'est produit après la réouverture des économies. Les tensions se sont certes apaisées depuis quelques mois mais continuent à peser, comme peuvent l'attester les acheteurs putatifs de véhicules automobiles.

Dernièrement, la guerre lancée par la Russie contre l'Ukraine a enflammé la situation. La Russie, ainsi que, dans une moindre mesure, son allié biélorusse et l'Ukraine, sont de gros pays producteurs d'énergie et de matières premières. Les sanctions infligées au camp russe par les occidentaux ont conduit à une explosion des prix et un rationnement des quantités. La crainte que de nouvelles sanctions ne soient imposées en cas d'aggravation de la situation géopolitique, sur le gaz notamment, accentue la pression. Les chaînes de production industrielles ont pu enfin être affectées par la mise à l'arrêt de l'économie ukrainienne. La hausse des prix de l'énergie et des matières premières innerve progressivement les usines mondiales.

L'inflation est donc due à la fois à un excès de demande, provoqué par une réponse probablement trop laxiste des autorités, et une pénurie d'offre, due à la pandémie et à la guerre.

## Jeremy le Bienheureux

Le président de la banque centrale américaine, Jeremy Powell, trésorier de fait de l'économie mondiale, semble avoir sous-estimé le défi inflationniste. Au contraire de ses confrères en charge des économies émergentes, il a passé une bonne partie de l'année 2021 à tenter de rassurer les marchés en promettant que la hausse des prix était transitoire et qu'il n'était de ce fait pas nécessaire de durcir prématurément la politique monétaire américaine.

Deux raisons principales expliquent cette vision optimiste de la situation.

D'une part, Jeremy Powell croyait vraiment ce qu'il disait. Les économistes qui avaient anticipé pendant quarante ans un retour de l'inflation ont systématiquement été démentis par la réalité. Pourquoi la situation serait-elle différente alors que la hausse des prix pouvait aisément s'expliquer par des ruptures provisoires d'approvisionnement ? Il suffisait d'attendre que les pénuries se résorbent pour revenir au statu quo ante monétaire.

D'autre part, Jeremy Powell n'était pas hostile à une accélération, modérée, de l'inflation. D'abord parce que cela facilite la résorption des déficits publics ; Mais aussi parce que cela permet de maintenir l'activité à un niveau élevé, donc de créer des emplois, donc enfin de faire progresser les bas salaires (qui sont les derniers à bénéficier des effets de la croissance).

La situation est comparable en Europe, à la différence toutefois que la relance budgétaire y a été moindre et que la hausse des prix ne s'est pas, jusqu'à présent, accompagnée d'une surchauffe des salaires.

Au dernier trimestre de 2021, les grands argentiers mondiaux ont dû se rendre à l'évidence. Le transitoire allait durer plus longtemps que prévu. La hausse des prix ne donnait aucun signe de fatigue. Quelques semaines plus tard, la guerre russo-ukrainienne ôtait les dernières illusions d'une prochaine accalmie sur les prix.

Chacune à leur tour, les banques centrales mondiales ont annoncé un durcissement de la politique monétaire, consistant à faire augmenter le coût de l'argent et à réduire la quantité de monnaie qu'elles détiennent dans l'économie.

Dans les faits, les conditions monétaires se sont durcies bien avant que les banques centrales n'interviennent. Le taux des Bons du Trésor américains à 10 ans, étalon monétaire mondial, est passé de moins de 1 % à près de 3 % avant même toute intervention de la Fed.

## Une époque formidable ...

Le retour de l'inflation a fait deux victimes : l'investisseur et le consommateur.

### Du côté de l'investisseur

La hausse des taux du Bons du Trésor américains s'est étendu à l'ensemble des marchés obligataires, des entreprises les mieux notées aux plus mauvais risques, des Etats Unis à l'Australie en passant, bien sûr, par l'Union Européenne.

La dette des pays émergents a en outre été affectée par la remontée du dollar (qui incite les capitaux internationaux à revenir aux Etats Unis) et les difficultés du marché immobilier chinois.

Après la pandémie, une majorité des obligations se traitaient en dessous de 0 %. Leur part est devenue marginale aujourd'hui et pour des durées très courtes.

La baisse globale des marchés obligataires se rapproche des 10 %, ce qui est très important pour des actifs peu volatils. Les titres les mieux notés, qui étaient les plus chers relativement, ont beaucoup souffert.

Les actions n'ont pas été mieux loties.

Les entreprises cycliques ont dans un premier temps bien résisté car bénéficiant de la croissance. Cela a changé avec la guerre russo-ukrainienne. Certaines (Total, Société Générale) étaient exposées au risque russe. Toutes peuvent être affectées par la hausse de l'énergie et des matières premières et le ralentissement de l'activité.

Les entreprises « à la mode » ces dernières années, qu'il s'agisse des « blue chips », des valeurs technologiques ou de celles situées sur les secteurs environnementaux et sanitaires, ont été les plus touchées par la vague baissière. Ces entreprises ont pour point commun de prévoir des hausses importantes de bénéfices au cours des prochaines années. Elles sont prisées en période de taux bas car le « prix du temps » est faible. A l'inverse, elles sont exposées lorsque la situation se retourne. La baisse des fonds spécialisés sur ces valeurs excède aujourd'hui les – 20 %.

Les périodes associant d'aussi fortes baisses des marchés obligataires et « actions » sont assez rares dans l'histoire financière.

### Du côté du consommateur

La presse financière se fait l'écho de fortes tensions salariales. Les entreprises peinent à recruter et doivent « sortir le chéquier » pour convaincre des « millenials » devenus difficiles depuis la pandémie. Certains évoquent même le début d'une spirale dans laquelle la hausse des salaires succéderait à la hausse des prix, ce qui augurerait d'une inflation réellement structurelle.

Nous n'en sommes (pour l'instant) pas là. La réalité est que les salaires augmentent, mais moins vite que l'inflation. Le consommateur perd donc du pouvoir d'achat. Les plus pauvres sont les plus pénalisés car la hausse touche d'abord les biens de première nécessité qui sont sous-représentés dans les indices statistiques. Si une telle situation devait perdurer, cela aurait des conséquences sur l'activité économique. Cela devrait également exacerber les tensions sociales. L'automne promet d'être chaud.

### Printemps tardif ?

La situation paraît s'aggraver de jour en jour sur le front de l'inflation. La guerre en Ukraine s'enlise. Les centrales nucléaires françaises sont à l'arrêt. La sécheresse menace les récoltes ...

Les marchés obligataires, qui avaient anticipé la situation actuelle, ne sont pas complètement d'accord. Le taux des emprunts d'Etat à 10 ans américain est désormais inférieur à celui des emprunts à deux ans. Cela signifie qu'ils estiment que les tensions vont persister à court terme mais finiront par s'atténuer. Cette inversion de la courbe des taux est souvent annonciatrice d'une récession. L'inflation serait donc maîtrisée mais au prix d'une baisse de l'activité.

C'est effectivement le scénario qui nous paraît le plus probable aujourd'hui pour au moins deux raisons.

D'une part, les banques centrales vont durcir drastiquement la politique monétaire alors même qu'une grande partie de l'inflation est due à un choc d'offre, sur lequel le taux d'intérêt n'a que peu d'influence, et que les conditions financières se sont déjà largement durcies depuis le début de l'année du fait de la chute des marchés obligataires. A la rigueur, on peut comprendre que la Fed doive agir pour résorber l'inflation keynésienne générée par les plans de relance américains. Il n'y a pas d'urgence en revanche en Europe. Cet excès de zèle monétaire se traduira rapidement par une croissance atone puis, possiblement, par une récession.

D'autre part, la longue période de maîtrise des prix que nous avons connue ne vient pas de nulle part. De puissantes forces l'ont installée.

La mondialisation a internationalisé et segmenté les chaînes de production. Certes, ce mouvement touche à son terme après la montée en puissance chinoise, la pandémie et la guerre russo-ukrainienne. Mais, quoi qu'en disent certains analystes, le temps de la « démondialisation » n'est pas venu. Les multinationales rechercheront toujours la meilleure combinaison de leurs facteurs de production pour optimiser leurs profits. Joe Biden évoque aujourd'hui une baisse des droits de douane chinois pour soulager l'inflation américaine ...

La montée en puissance d'internet maintient une pression concurrentielle forte. Les entreprises ne peuvent pas faire n'importe quoi en fixant leur politique tarifaire. C'est ainsi que Netflix s'est récemment brûlé les ailes en pensant que ses clients pouvaient payer plus.

Enfin, et surtout, l'inflation ne peut s'implanter durablement dans des pays qui vieillissent. Les personnes âgées consomment moins. Les actifs doivent payer plus pour soutenir ce qui ne travaillent pas. L'exemple du Japon, pays dont la population recule rapidement depuis trente ans, est édifiant. Il n'arrive pas à vaincre les tendances déflationnistes. La banque centrale japonaise est aujourd'hui la seule à ne pas annoncer de durcissement de sa politique monétaire ...

**En conclusion**, l'inflation accapare les unes de la presse et des journaux télévisés. Elle appauvrit consommateurs et investisseurs. Le spectre des années 1970 réapparaît pour les plus anciens d'entre nous. Nous croyons toutefois que cette inflation est réellement transitoire et sera, malheureusement, annihilée par le retour d'un autre ennemi économique : la récession.

### **Vous souhaitez en savoir plus ?**

- ✉ [info@maubourg-patrimoine.fr](mailto:info@maubourg-patrimoine.fr)

- ☎ 01.42.85.80.00