

« Team Transitory » versus « Team Permanent » : deux perspectives d'inflation

17 Janvier 2022 – Marc Brüttsch, Chief Economist, Swiss Life

« Dans une grande forêt vivaient un pauvre bûcheron, son épouse et ses deux enfants ; le garçon s'appelait Hansel et la jeune fille Gretel. Il avait peu à manger et à partager, et lorsque les prix s'envolèrent dans le pays, il ne put plus ramener le pain quotidien. »

L'inflation ne se retrouve pas seulement dans les contes de Grimm, ce spectre récurrent hante aussi notre quotidien depuis plusieurs siècles. Il y a cent ans, l'Allemagne plongeait dans l'hyperinflation, et en ce début d'année 2022, l'inflation est à nouveau sur toutes les lèvres.

Face à l'évolution future de l'inflation, les avis sont partagés: le premier camp, appelé « Team Transitory » aux Etats-Unis, considère la hausse récente des taux d'inflation comme temporaire ; l'autre camp, qualifié de « Team Permanent », met en garde contre un changement durable du régime inflationnaire.

Même si, après la crise financière de 2008, certains estimaient que les programmes d'achat d'obligations et la politique de taux zéro des banques centrales pourraient conduire à une inflation, ces prophéties ne se sont pas réalisées jusqu'en 2021. Ceux qui pensaient avoir raison peuvent désormais jubiler. Les médias en font volontiers leurs choux gras et si l'on en croit le nombre record de recherches effectuées sur Internet sur le terme « inflation », de larges pans de la société en Allemagne semblent désormais plus que préoccupés.

En dépit de ces apparences, la majorité des économistes se déclarent partisans du « Team Transitory » dans leurs prévisions sur l'inflation en Allemagne en 2022 : selon l'enquête de consensus de la société londonienne Consensus Economics, le taux d'inflation moyen devrait se situer à 2,7% en 2022. Pour que cette prévision se réalise, le taux d'inflation, qui est actuellement supérieur à 5%, devra repasser sous la barre des 2% d'ici le quatrième trimestre de 2022. Peut-on vraiment se débarrasser du spectre de l'inflation aussi rapidement ?

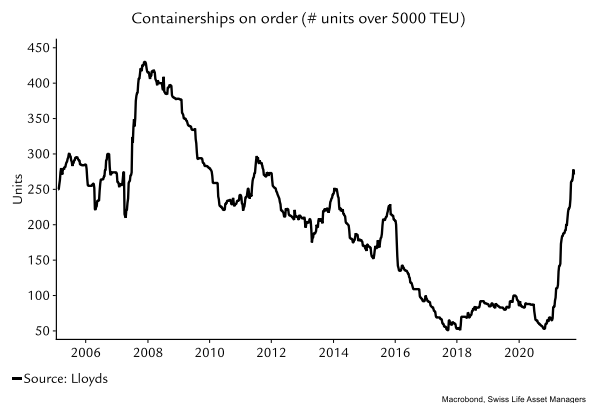
Il est fort probable que le « Team Transitory » compte de nouveaux adhérents dans les mois à venir. En 2021, des mesures fiscales spéciales comme la nouvelle imposition en matière de CO₂ et le retour à des taux normaux de TVA ont en effet entraîné une hausse du taux d'inflation en Allemagne. La disparition de ces effets de base entraînera une nette baisse des taux d'inflation au premier trimestre. Mais le thème de l'inflation ne se limite pas à l'Allemagne et ne s'explique pas seulement par des changements de taux d'imposition. Qu'en est-il des autres facteurs à l'origine de l'inflation et de leur impact sur l'évolution future des prix ? Pour poursuivre notre analyse, nous distinguerons, sans entrer dans les détails, trois causes en matière d'inflation, à savoir les effets du côté de la demande, les effets du côté de l'offre et les raisons structurelles.

La demande peut faire grimper les prix à condition que les politiques monétaire et fiscale offrent simultanément des mesures de soutien à la conjoncture. Contrairement à 2008, cela a été le cas à la suite de la pandémie. Au cours des deux dernières années, les politiques monétaire et fiscale ont considérablement soutenu la demande dans les économies riches et développées. Certes, la politique monétaire a été assouplie afin de lutter contre la crise financière de 2008, mais de nombreux Etats ont opté pour une politique d'austérité, empêchant ainsi une hausse de l'inflation. Autre différence notable du point de vue de la demande : l'octroi de crédits par les banques commerciales. Ces activités ont été fortement restreintes à l'issue de la crise financière, les banques étaient avant tout occupées à remettre de l'ordre dans leurs bilans. A la fin de l'année 2021, le volume de crédit a toutefois connu une forte croissance, supérieure à la moyenne,

aux Etats-Unis ; les injections de liquidités de la banque centrale ont donc bel et bien un impact sur l'économie réelle.

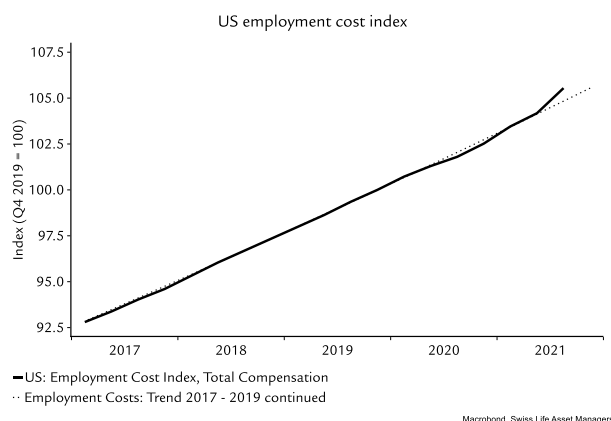
Cette situation va-t-elle perdurer ? Non. Afin de faire face aux conséquences économiques causées par les mesures de lutte contre la pandémie, il a fallu tout miser sur la même carte monétaire, et surtout fiscale, en 2020. Les autorités ont ainsi évité que le choc de l'offre n'entraîne une crise du crédit pendant le confinement. Une mesure qui s'accompagne toutefois d'un corollaire : en effet, les impulsions fiscales s'essouffent, tout comme le soutien vigoureux apporté par la politique monétaire. Les taux directeurs ont été relevés dans de nombreux pays émergents dès 2021, tandis que le Royaume-Uni et les Etats-Unis entament une phase de normalisation en matière de politique monétaire. A force de miser sur des taux d'inflation élevés, on oublie que les impulsions livrées par la demande sont déjà sur le point de s'essouffler et qu'elles peuvent même être diminuées davantage le cas échéant.

Examinons les raisons du côté de l'offre à l'origine de la hausse récente des prix à la consommation. Celles-ci aussi sont directement liées à la pandémie. L'interruption des chaînes d'approvisionnement continue jusqu'à ce jour d'impacter de nombreux secteurs de la production de biens et du commerce international. Les offrants peinent à s'adapter à la demande élevée. Cependant, de plus en plus de signes indiquent que les goulets d'étranglement sont en train de se résorber. La production de semi-conducteurs atteint des chiffres record et les Etats-Unis, le Japon et l'UE offrent des capacités supplémentaires sous la forme de nouvelles usines. Les prix des microprocesseurs sont de nouveau en baisse et les chiffres de l'industrie automobile montrent une forte hausse de la production au cours des deux derniers mois de 2021. Le secteur du transport maritime a récemment produit trois fois plus de conteneurs qu'en temps normal, tandis que les commandes de navires de charge ont atteint leur plus haut niveau en plus de dix ans. Une évolution à laquelle réagissent les coûts de fret : depuis octobre, ils sont en baisse. Il semble que les boucliers protecteurs automatiques de l'économie de marché, sous la forme d'un ajustement de l'offre et de la demande, permettent, dans la mesure du possible, de trouver rapidement de nouveaux points d'équilibre moins élevés.



A force de s'attendre à des taux d'inflation élevés, on oublie que dans certains secteurs clés, l'offre est entrée dans un « cycle de porc », qui entraînera à moyen terme des prix plus bas, et non plus élevés.

Du côté de l'offre, le marché du travail mérite une attention particulière. En effet, une spirale prix-salaire a (notamment) été responsable de la forte inflation allemande de 1921 à 1923 ainsi que de l'inflation du début des années 1970. Aujourd'hui encore, certaines voix montrent l'évolution des salaires du doigt et accusent la pandémie d'avoir provoqué une rupture dans ce domaine. Malheureusement, les données du marché du travail ont un effet à retardement ; nous ne disposons que de peu de données fiables sur l'évolution des salaires en 2021. Concernant les Etats-Unis, les dernières données disponibles pour le troisième trimestre 2021 indiquent effectivement que la croissance des coûts de main-d'œuvre s'est accélérée par rapport à la tendance pluriannuelle qui a précédé la pandémie. En comparaison annuelle, l'indice « Employment Cost Index » a progressé de 3,7%.



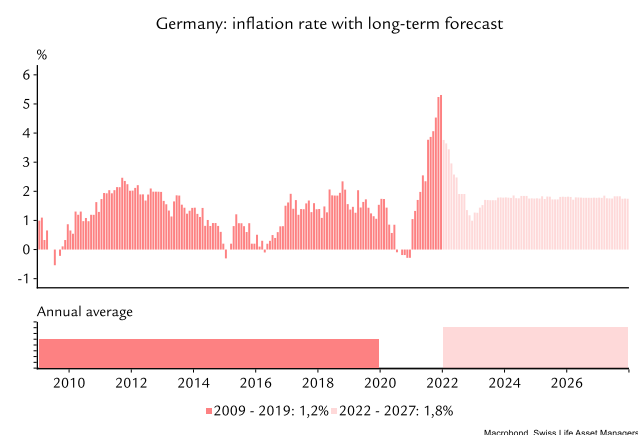
Il ne s'agit là que d'une donnée unique dont l'évolution reste incertaine. Cette évolution a toutefois constitué un signal d'alarme pour la Réserve fédérale américaine.

C'est en soulignant l'augmentation des coûts salariaux et le recul de la productivité que la Fed a justifié sa décision de mettre fin plus rapidement que prévu à son programme d'achat d'obligations et de relever les taux d'intérêt également plus tôt que prévu. Aucune accélération de la hausse des salaires n'a été constatée en Europe jusqu'à maintenant, bien au contraire : au troisième trimestre 2021, les salaires conventionnels n'ont augmenté que de 1,4% par rapport à l'exercice précédent. Pondérée en fonction de l'emploi, la hausse des salaires résultant des conventions collectives en Allemagne sera inférieure à 3% en 2022. Comme pour la croissance du crédit, l'évolution du marché du travail montre que le risque d'une inflation persistante est plus élevée outre-Atlantique qu'en Suisse.

Reste encore les causes structurelles susceptibles d'entraîner une hausse durable du régime d'inflation. Il s'agit ici de causes réglementaires, de situations de monopole ou de la perte de confiance des prêteurs étrangers dans la stabilité économique d'un pays.

La pandémie n'a pas fondamentalement modifié le débat sur le pouvoir de tarification des monopoles. Dans le débat actuel sur l'inflation, les monopoles ne jouent pas non plus un rôle primordial. De même, la solvabilité internationale face à un « twin deficit » est pour l'heure un problème pour la Turquie, mais pas pour l'Allemagne. Et pourtant, il existe un facteur structurel qui fait flamber les prix et qui contribue dans une large mesure à la hausse récente de l'inflation : les efforts de l'économie en matière de décarbonisation en 2021. L'introduction progressive d'une taxe sur le CO₂ a non seulement entraîné une hausse des prix à la consommation en Allemagne, mais les prix de l'énergie ont continué de grimper sur les marchés internationaux des matières premières depuis le printemps dernier. Contrairement aux semi-conducteurs ou au secteur des transports maritimes, une hausse des prix ne constitue plus une incitation suffisante pour augmenter l'offre en matière d'énergies fossiles. Les émissions supplémentaires devraient être compensées par l'acquisition de titres d'émission, qui sont également devenus plus chers. Comparée à certains cycles précédents, la situation du prix du pétrole ne s'est donc pas encore améliorée. Les prix de l'énergie sont par conséquent les principaux coupables de l'inflation. Jusqu'à fin 2021, ils ont contribué à plus de la moitié des taux d'inflation élevés en Europe. Un terme désigne cette situation : la « greenflation », soit un glissement des prix relatifs en faveur de sources d'énergie plus durables, comme souhaité par les acteurs politiques.

Les prix élevés de l'énergie et l'approvisionnement toujours généreux de l'économie en liquidités par la BCE restent les principales raisons pour lesquelles l'inflation restera élevée encore longtemps. Pour l'Allemagne, Swiss Life Asset Managers table sur un taux d'inflation moyen de 1,8% pour les cinq années à venir. A moyen terme, l'inflation se stabilise donc à un niveau proche de l'objectif de la Banque centrale européenne, c'est-à-dire « proche, mais en dessous de 2% ». Si la fin de l'alerte semble être donnée, notamment au vu des chiffres actuels de l'inflation, l'histoire récente nous montre néanmoins que l'inflation se fera ressentir au quotidien dans ce scénario. En effet, au cours des dix années qui ont précédé la pandémie, le renchérissement annuel moyen en Allemagne n'était que de 1,2%.



Comment un investisseur peut-il dès lors se protéger contre une hausse de l'inflation à moyen terme et des taux d'intérêt réels négatifs sur son livret d'épargne ? Nous avons récemment étudié de longues séries chronologiques pour les Etats-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France et la Suisse. Le résultat est sans équivoque : en période d'inflation croissante, les placements en obligations d'Etat à taux fixe sont moins performants que les placements en valeurs réelles. Parmi ces derniers, les placements immobiliers ont surperformé les actions sur la période étudiée depuis 1870, lorsque les taux d'inflation étaient en hausse.

Les attentes décrites ci-dessus décrivent le scénario le plus probable à nos yeux. Nous sommes par conséquent partisan du « Team Transitory ». L'issue du débat actuel sur l'inflation reste toutefois incertaine, d'autres scénarios jouent également un rôle dans nos processus d'investissement.

En revanche, nous connaissons la fin de l'histoire de Hansel et Gretel. Une fin heureuse, comme il se doit dans les contes de fée : les enfants retournent chez leur père, chargés de perles et de pierres précieuses. Jusqu'à ce jour, les valeurs réelles restent une valeur de premier choix en période d'inflation croissante. En 2022, Hansel

et Gretel investiraient leur fortune dans des actions, des infrastructures et de l'immobilier. La fin de l'histoire reste néanmoins inchangée : « Tous les soucis avaient enfin pris fin et ils purent vivre avec bonheur ensemble. »

Clause de non-responsabilité:

Le présent document a été établi avec tout le soin et la diligence requis, mais nous ne pouvons nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et ne répondons pas des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. La présente publication a un caractère purement informatif et ne constitue ni une invitation ni une recommandation pour l'acquisition ou la cession d'instruments financiers. Le présent document contient des «déclarations prospectives» qui reflètent nos estimations et nos attentes à un moment donné. Différents risques, incertitudes et autres facteurs d'influence peuvent toutefois mener à des écarts notables entre les évolutions et résultats effectifs et nos prévisions. «Swiss Life Asset Managers» est le nom de marque des activités de gestion de fortune du groupe Swiss Life. Plus d'informations sur www.swisslife-am.com. Source: Swiss Life Asset Managers. Tous droits réservés. Contact: info@swisslife-am.