**Philippe-Nicolas Marcaillou**

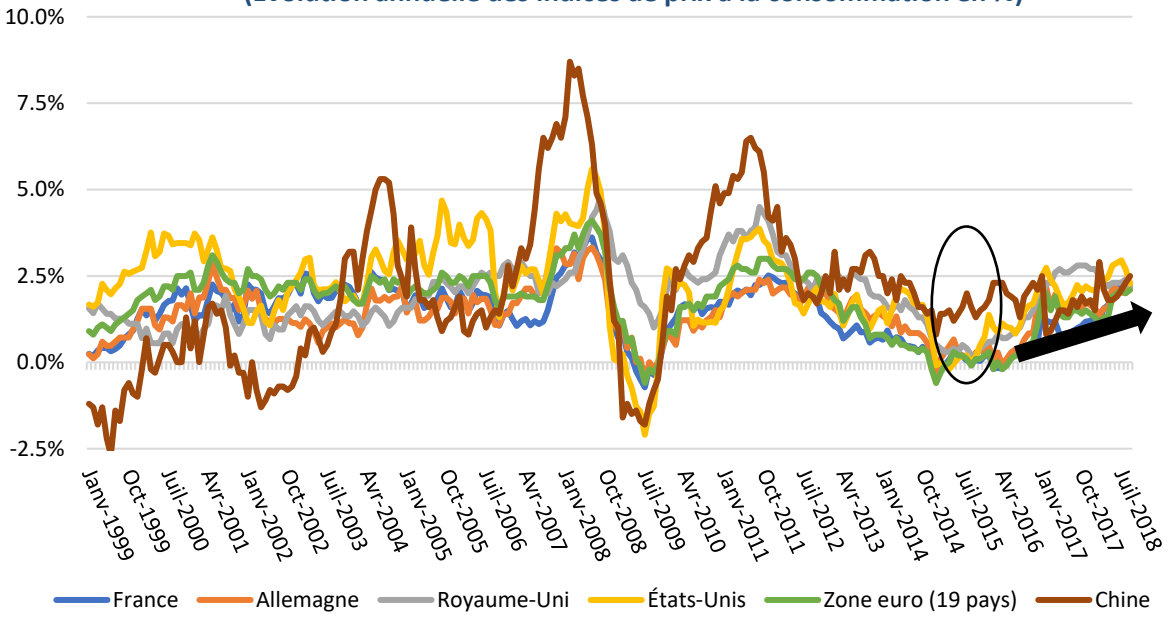
Auteur de *Defined Benefits Pension Schemes in the UK - Asset & Liability Management* (Oxford University Press 2016) et d' articles financiers.

# Faut-il avoir peur de l'inflation ?

A fin octobre 2018, l'inflation française mesurée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC calculé l'INSEE), atteint 2,2% sur un an (par rapport à septembre 2017), un niveau identique à celui observé en septembre et un recul minime par rapport aux 2,3% observés en juillet et août. Surtout, avec une inflation à 2,2%, il s'agit d'un niveau toujours proche des plus hauts observés sur une période post crise des subprimes (pour mémoire, l'inflation française avait atteint un plus haut à 2,5% en novembre et décembre 2011).

En Europe, à fin octobre 2018, l'inflation s'établit à 2,2%, après 2,1% en septembre, pour l'ensemble de la zone euro (2,4% en Allemagne, 2,3% en Espagne, 1,7% en Italie); 2,7% (en août) au Royaume-Uni; et même 3,8% en Norvège (en septembre) (1). Ailleurs dans le monde, à fin septembre 2018, l'inflation atteint 2,3% aux Etats-Unis, 2,5% en Chine ; 4,5% au Brésil).

**Graphique 1 : Zone Euro, Etats-Unis, France, Allemagne, Royaume-Uni et Chine**
**(Evolution annuelle des indices de prix à la consommation en %)**




*Source : OCDE Database*

Cette tendance haussière de l'inflation entamée début 2016 (après une année 2015 marquée par une inflation globalement nulle en Europe, inférieure à 1% aux Etats-Unis) et les derniers niveaux atteints

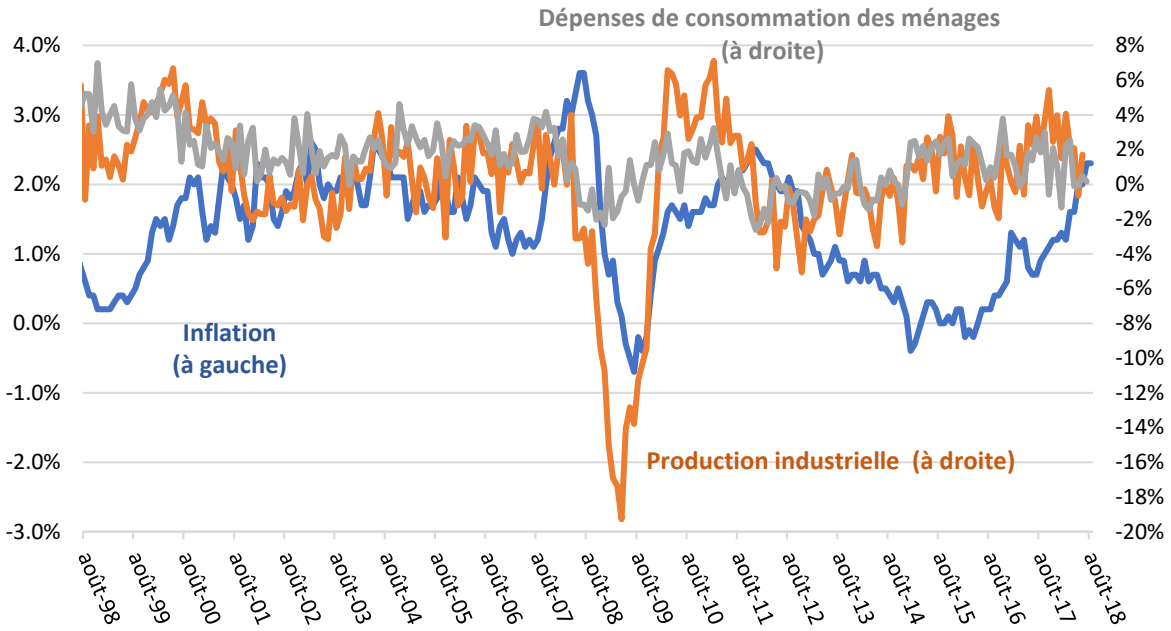
(1) Sources: INSEE pour la France ; Eurostat pour les pays européens sur la base de l'indice IPCH (A titre de comparaison, l'inflation française atteint 2,5% en suivant cet indice), OCDE pour les pays non européens (données disponibles non encore disponible pour le mois d'octobre 2018).
Note: Les données à fin octobre 2018 sont des estimations produites par les instituts statistiques en charge (INSEE ou OCDE).

supérieurs à 2% partout dans le monde (Cf. Graphique 1) font craindre pour certains, une reprise des poussées inflationnistes en France, en Europe et dans le monde contre lesquelles il faudrait, a minima, se protéger.

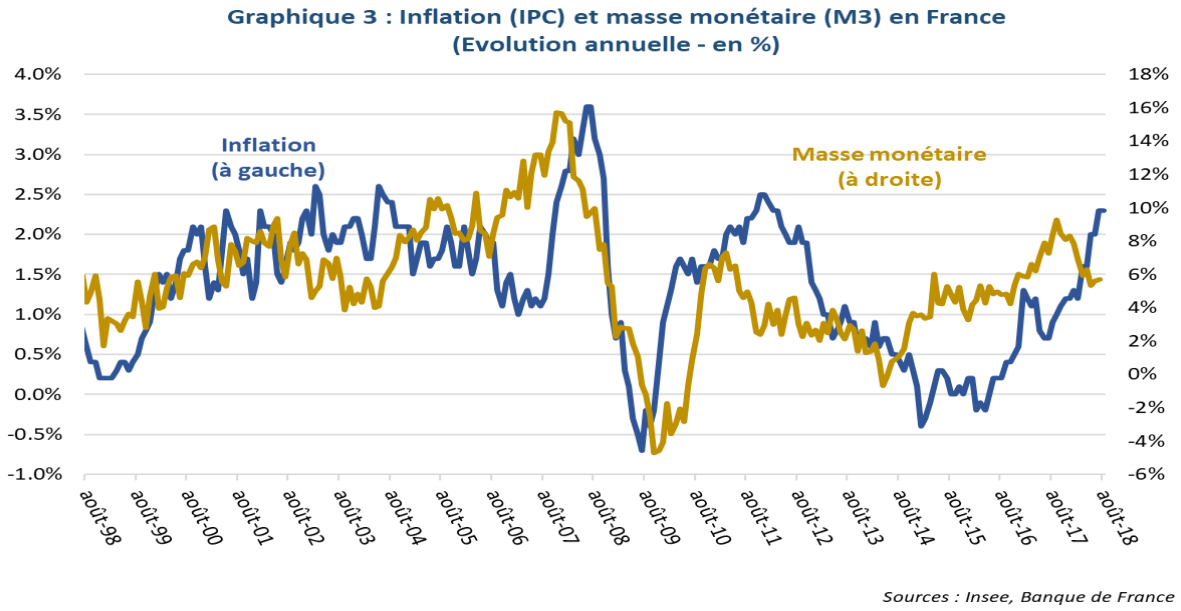
**En réalité, faut-il aujourd'hui avoir peur de l'inflation ? La réponse est non au moins à court terme !**

D'un point de vue pédagogique, trois types de facteurs inflationnistes sont distingués: on évoque i/ l'inflation par les coûts de production : salaires, matières premières, baisse de productivité… (Cf. Graphique 2), ii/ l'inflation par la demande (lorsque celle-ci dépasse largement l'offre et conduit en conséquence, les entreprises à relever leur prix - Cf. Graphique 2) et iii/ l'inflation monétaire liée à l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation (via une politique monétaire expansionniste caractérisée par des taux bas et couplés ou non à des mesures quantitatives d'injection de liquidités dans le système - Cf. Graphique 3).

**Graphique 2 : Inflation, Consommation et Production en France**
**(Evolution annuelle en %)**

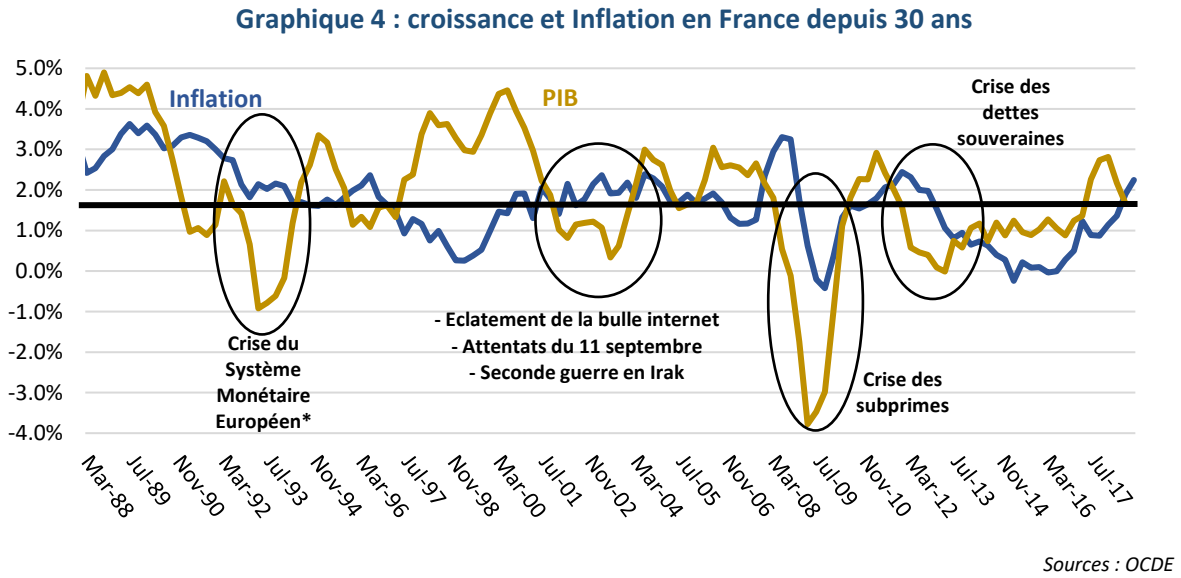



*Sources : Insee*




Concrètement, l'inflation ne relève jamais d'un seul type : en particulier, il n'y a pas d'inflation par les coûts ou par la demande si n'apparait pas en parallèle, une augmentation de la masse monétaire. En réalité, les différents courants de la théorie économique s'opposent sur les facteurs inflationnistes dominants et l'impact de la variation des prix sur la croissance et l'emploi (Monétaristes vs Keynésiens).

Il n'en reste pas moins qu'inflation et cycle économique sont liés. Le degré de corrélation entre inflation et croissance est cependant très variable selon la durée de la période d'observation (court terme vs long terme) et selon les périodes elles-mêmes (Cf. Graphique 4). Il sera donc nécessaire de distinguer les facteurs inflationnistes de court terme des facteurs inflationnistes de long terme.



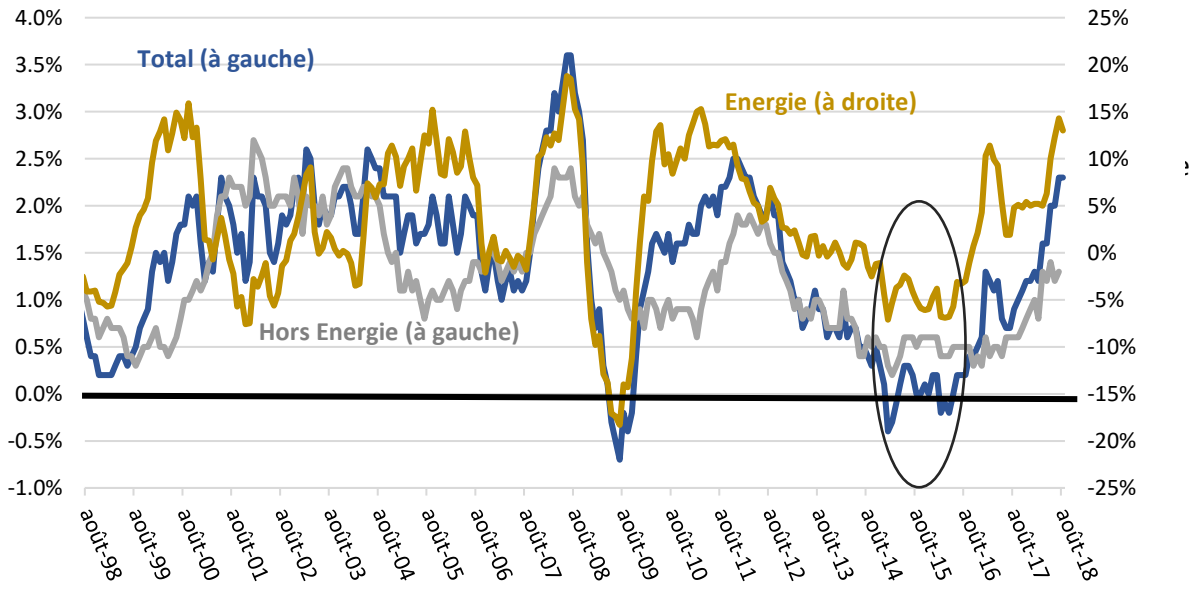

———

*(*) Pour mémoire, les années 1992-1993 ont été marquées en Europe par la sortie de la livre Sterling et de la Lire italienne du SME et un élargissement des marges de fluctuations autorisées autour des parités de référence. Le choc de demande inflationniste lié à la réunification allemande en 1991 avait conduit*

*la Bundesbank à relever fortement ses taux d'intérêt, impliquant un relèvement des taux directeurs des autres banques centrales de la zone (notamment en France) afin de maintenir la parité des changes. Ces hausses de taux, jugées inadéquates à la situation économique des pays concernés, ont impliqué le déclenchement des attaques spéculatives sur les monnaies les plus faibles de la zone mais également sur le Franc français. La hausse des taux directeurs français a conduit à l'entrée en récession de l'économie française et à une très forte baisse de l'inflation.*

Au cours des différentes phases du cycle, il faudrait également distinguer l'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie et de l'alimentation ayant un fort caractère saisonnier) et l'inflation totale (Cf. Graphique 5).

**Graphique 5 : évolution des indices de prix à la consommation en France (Evolution annuelle - en %)**

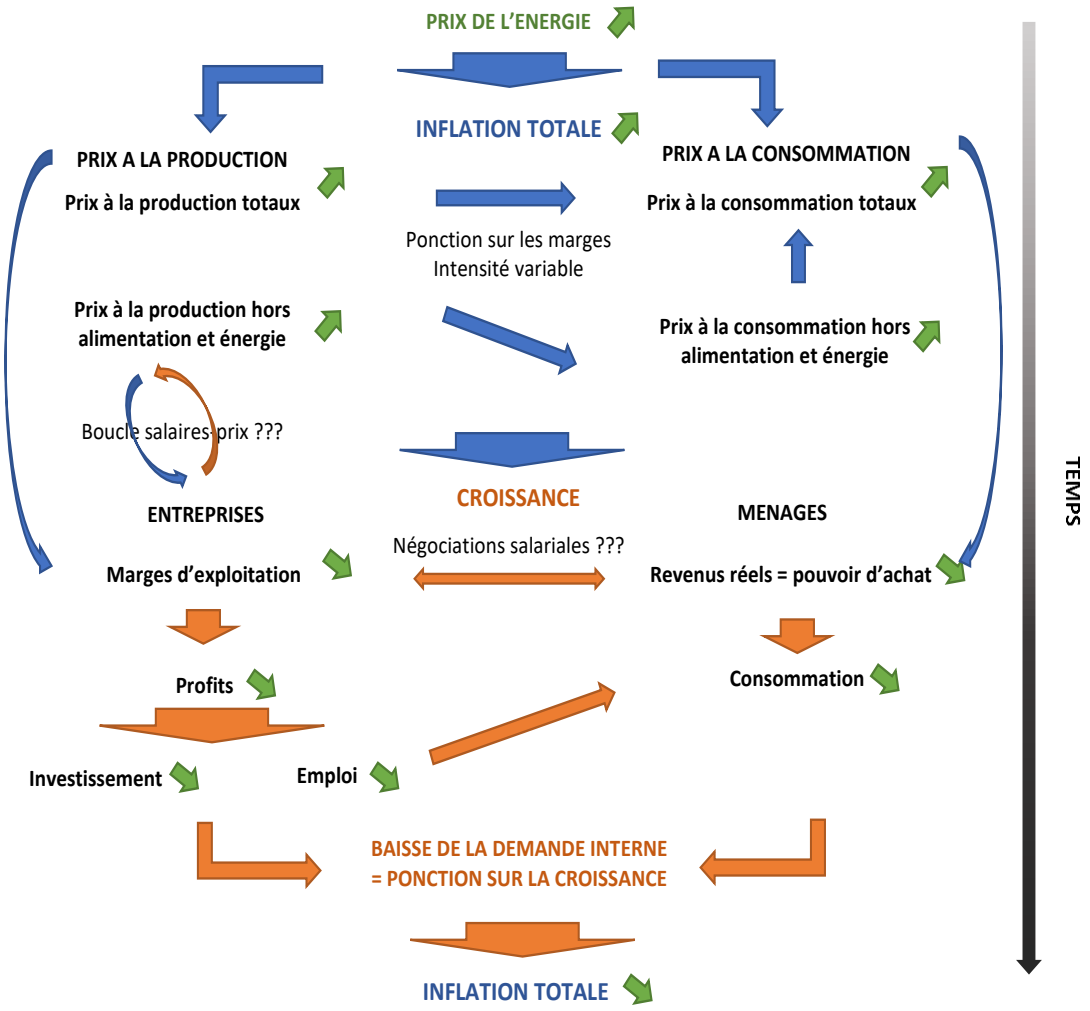



*Sources : Insee*

En substance, tant que la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés ne se répercute pas durablement dans les autres prix, soit une inflation sous-jacente qui reste contenue, les craintes d'inflation durables peuvent être écartées…

Cette possible déconnexion entre évolution des prix de l'énergie (et dans une moindre mesure de l'alimentation) et inflation totale, tient au double impact de la hausse des prix de l'énergie, d'un côté inflationniste, à travers la hausse des prix des produits intégrant de l'énergie, à court terme, mais de l'autre récessif, à travers une diminution du pouvoir d'achat des consommateurs à moyen terme (Cf. schéma 1).

**Schéma 1 : Impact d'une hausse des prix de l'énergie sur l'inflation et la croissance**



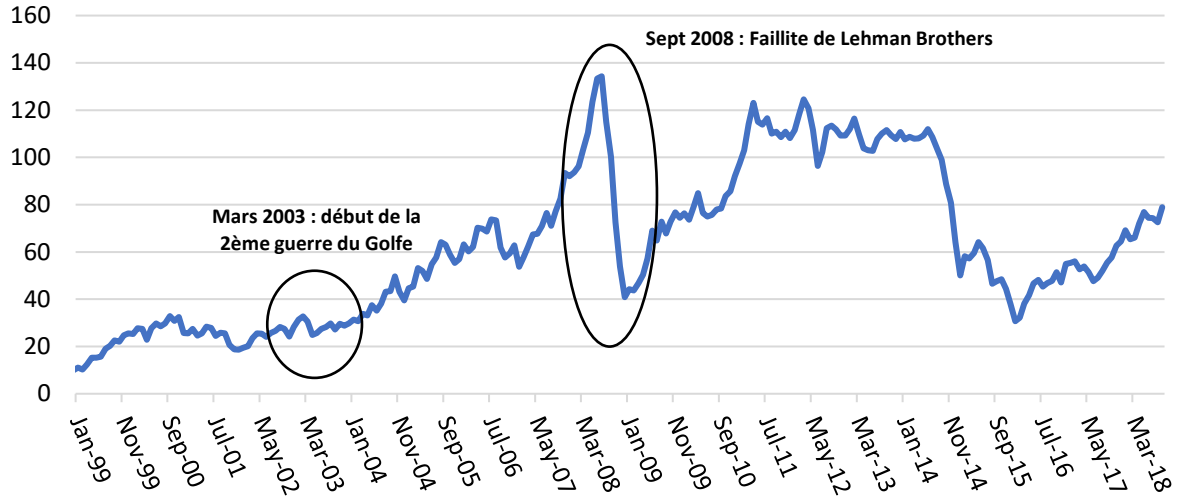

*Source : CM Economics*

L'analyse des évolutions économiques sur la période post passage à l'euro permet d'analyser assez finement l'impact des différents facteurs inflationnistes et l'évolution de la corrélation entre inflation et croissance. On peut globalement distinguer 4 périodes :

- **Sur la période 1999-2007 (post-euro, pré-crise des subprimes)** : en début de période l'économie arrive en haut de cycle et montre des signes de ralentissement. Mais avec le maintien d'une inflation élevée, les politiques monétaires tardent à s'assouplir notamment en Europe. Les attentats du 11 Septembre suivis de la deuxième guerre en Irak plongeront l'économie mondiale dans une phase récessive qui font même craindre l'apparition d'une période de déflation.
  Les banques centrales baissent massivement leurs d'intérêt tandis que les prix du pétrole flambent (passant de $10,3 / baril en février 1999 à plus de $134 / baril en juillet 2008 - Cf. Graphique 6) ponctionnant le pouvoir d'achat des ménages et pesant en retour sur la croissance ; pour mémoire, les taux FedFund sont passés de 6,5% en septembre 2000 à 1% en 2004 tandis que le taux de refinancement a été réduit par la BCE de 250 bps sur la même période pour atteindre 2%. Dans le sillage des baisses générales de taux dans le monde, l'économie mondiale se redresse. A titre illustratif, la croissance dans l'Eurozone atteint 3,1% en 2007 contre un plus bas à 0,7% en 2003. L'inflation totale progresse marginalement sur le même période à 2.2% en 2007 vs 2.1% en 2003 et un plus haut à 2,4% en 2001.

- **Sur la période 2008 – 2011** : dans le sillage de la crise des subprimes, la mise en place de politiques de relance budgétaire massive et de politiques monétaires ultra-accommodantes, avec l'ajout de mesures non conventionnelles d'injection de liquidité (Securities Market Program en Europe) ont permis aux économies occidentales d'éviter d'entrer dans une phase de dépression durable. Pour mémoire, après une année 2009 marquée par une récession majeure (la croissance des pays de l'OCDE atteint -3,4% et l'inflation 0,5%), l'économie mondiale se redresse tirée par les BRICs et l'inflation repart, alimentée par l'abondance de liquidité et la hausse des prix du pétrole qui s'était repliée au plus dure de la crise (Cf. Graphique 6). La croissance des pays de l'OCDE atteint 2,0% en 2011 et l'inflation 2,8%.

**Graphique 6 : évolution des prix du Brent coté à Londres**




*Source : BCE*

- **Sur la période 2012-2015** : l'endettement public succède à l'endettement privé (A fin 2015, la dette publique française atteint 95,6% du PIB, la dette publique italienne 131.5%, la dette publique Espagnole 99.4% (vs respectivement, 87.8%, 116.5% et 69.5% fin 2011). La crise des dettes souveraines en Europe et les programmes de réduction des déficits publics qu'elle a impliqués, ont pesé sur la croissance européenne. Celle-ci connait une nouvelle récession en 2012 et 2013 (avec successivement -0,9% et -0,2% de croissance et cela, malgré le maintien d'une politique monétaire ultra-accommodante par la BCE (intensification des mesures quantitatives TLTRO).
  Aux Etats-Unis, en revanche, l'économie se redresse sous l'effet conjugué de politique monétaire et budgétaire expansionniste et d'une croissance mondiale plus vigoureuse. La croissance américaine atteint 2,9% en 2015 contre 1,6% en 2011. La période est surtout marquée par un fort recul de l'inflation partout dans le monde qui s'explique surtout par la forte baisse des prix du pétrole, accentué en Europe par la faiblesse de l'activité, et exerçant un impact positif sur la croissance aux Etats-Unis via les gains de pouvoir d'achat qui soutiennent la demande. L'inflation dans l'ensemble des pays de l'OCDE passe de 2,8% en 2011 à 0,6% en 2015, de 3,2% à 0,1% aux Etats-Unis et de 2,7% à 0,0% dans l'Eurozone.

- **Depuis 2016,** la hausse quasi-continue de l'inflation résulte de la conjonction de trois facteurs : tout d'abord, la croissance économique a été plus marquée dans les différentes régions du monde (forte réduction du chômage aux Etats-Unis, redressement en Europe). Ensuite, les politiques

monétaires restent toujours très accommodantes. Aux Etats-Unis, la Fed a entamé son cycle de hausse des taux en 2015 mais les taux restent bas (FedFund à 2%) et les liquidités abondantes. En Europe, la politique de taux zéro se poursuit et avec la mise en place en mars 2016 du TLTRO II, ce sont plus de € 4000 Mds qui auront été injectés par la BCE depuis 2011. Enfin, les tendances haussières sur les prix du pétrole ont repris : le Brent atteint près de $ 80 / baril en septembre 2018 contre seulement $ 30,6 / baril en janvier 2016.

Pourtant, les facteurs inflationnistes à l'œuvre depuis 2 ans ne semblent pas devoir perdurer :

- Aux Etats-Unis, l'économie est entrée en phase de surchauffe et la mise en place d'une politique monétaire de plus en plus restrictive se profile. Surtout, la politique protectionniste mise en place par D. Trump, au départ inflationniste via la hausse du prix des importations (à prévoir partout dans le monde en réaction) va peser sur le commerce et la croissance mondiale.
  Si le plein emploi a des conséquences inflationnistes à court terme (soit une hausse de l'inflation via une hausse des salaires), celles-ci ne paraissent pas devoir être durables.

- En Europe et plus particulièrement en France avec une accélération de la croissance au 3ème trimestre, les prévisions sont au ralentissement, notamment dans le sillage de la fin de cycle aux Etats-Unis et du ralentissement attendu du commerce mondial. La BCE va continuer de maintenir sa politique monétaire accommodante (maintien du taux de refinancement à 0% au moins jusqu'à l'été 2019), mais a annoncé la fin du « Quantitative Easing » à la fin de l'année 2018. Surtout, le maintien d'un taux de chômage élevé et des négociations salariales modérées en Allemagne, devraient prévenir d'une inflation par les salaires.

- Dans ce contexte, les prix du pétrole qui devraient rester élevés, pèseront plus sur la croissance, via la réduction du pouvoir d'achat, que sur l'augmentation de l'inflation.

Au total, après un point haut à l'automne, c'est plutôt à une stabilisation voire au recul de l'inflation auquel il faudrait s'attendre sur les prochains mois. Le consensus des économistes des principales « Global Banks » et autres organismes financiers anticipe aujourd'hui une inflation en Eurozone qui atteindra 1,8% en 2018 (min 1,5% ; max 2,0%) et 1,6% en 2019 (min 1,5% ; max 1,7%)

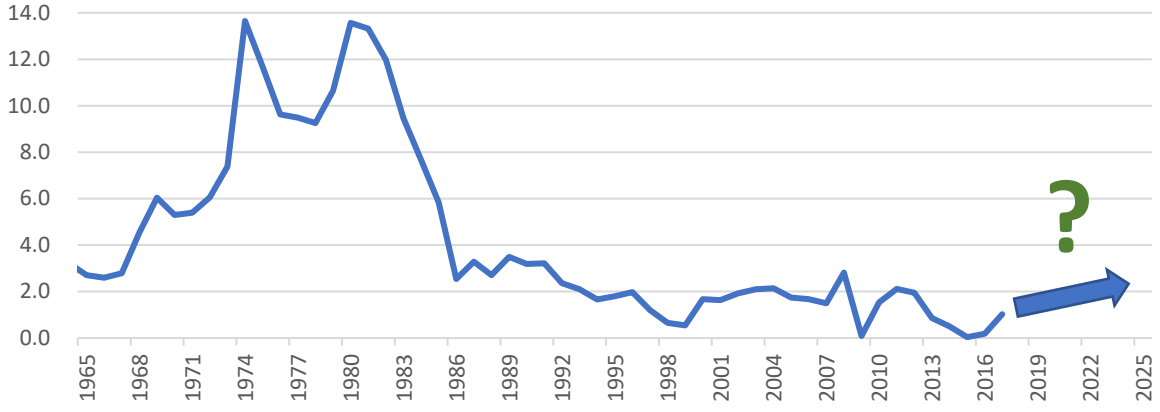
Au-delà des évolutions de court terme des prix, telles que l'on a pu les observer sur une période post-passage à l'Euro, il conviendra aussi de prendre en compte les évolutions à plus long terme de l'inflation : le risque d'une inflation forte à long terme devrait être écarté compte-tenu des gains de productivité liés aux améliorations technologiques et qui vont continuer de se matérialiser. Toutefois, plusieurs facteurs plaident aujourd'hui pour une inflation qui sera en moyenne un peu plus élevée sur la décennie à venir, que celle observée au cours des 20 dernières années (Cf. Graphique 7) :

- La résurgence des tentations protectionnistes, avec le Brexit en Europe et les mesures mises en place aux Etats-Unis s'accompagnent d'un risque inflationniste de long terme plus élevé, alors que le libre-échange constituait jusque là un facteur désinflationniste fort (spécialisation des économies, économies d'échelle, concurrence accrue) ;

- La rigueur budgétaire, caractéristique des économies européennes depuis le passage à l'Euro et surtout depuis la crise des dettes souveraines, s'infléchit aujourd'hui. Plusieurs gouvernements, à l'image du gouvernement italien, semblent prêt à s'affranchir des règles européennes, afin de soutenir une croissance en berne, et donc in fine laisser un peu plus d'inflation s'installer ;

- La crise des subprimes a conduit à un changement radical du schéma de pensée des banques centrales et notamment de la banque centrale européenne. L'objectif n'est plus aujourd'hui de lutter, coute que coute, contre l'inflation mais bien au contraire, d'éviter l'apparition d'une spirale déflationniste.

**Graphique 7 : tendance à long terme de l'inflation française**




*Sources : OCDE*

**Dans ce contexte, comment profiter des évolutions attendues à court et à moyen terme de l'inflation ?**

A court terme, le scénario est ainsi celui d'un ralentissement de l'activité et d'une inflation qui se stabilise voire recule, couplé à des politiques monétaires moins accommodantes et à des politiques budgétaires plus expansionnistes.

A moyen terme, une inflation en moyenne plus élevée constitue un risque assez net pour les investisseurs, notamment institutionnels, qui devraient couvrir leur passif. Plusieurs options s'offrent alors à eux dont celle d'investir dans des produits directement liés à l'inflation long terme soient les obligations et dérivés indexés sur l'inflation (utilisés de longue date par les Fonds de Pension pour couvrir les flux de retraite au Passif, indexés inflation)

A titre d'information, le tableau 1 ci-dessous présente les anticipations actuelles du marché concernant l'inflation européenne pour des échéances de 2 à 30 ans tandis que le graphique 7 présente l'inflation de la prévision à 10 ans depuis 2004.

**Tableau 1 : prévision d'inflation de marché (taux swaps Euro inflation)**

| Maturité | Anticipations d'inflation du marché (%) |
|---|---|
| 2 ans | 1,235 |
| 5 ans | 1,332 |
| 10 ans | 1,515 |
| 20 ans | 1,779 |
| 30 ans | 1,945 |

*Source : Bloomberg*

**Graphique 8 : évolution du taux swap euro de l'inflation 10 ans**

*Source : Bloomberg*

*Document finalisé le 25 Octobre 2018.*

*Philippe-N. Marcaillou a occupé différentes positions de management dans les secteurs de l'investissement et du financement, des marchés de capitaux et des Fonds de Pension, en France, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Philippe-N. est actuellement Managing Director au sein du département des Activités de Marchés de BRED - Groupe BPCE.*

*Philippe-N. est INSEAD Alumnus, diplômé d'un Masters Degree en Corporate Finance au Conservatoire National des Arts et Métiers et d'un Masters Degree sur les marchés de capitaux de l'E.S.L.S.C.A. Business School.*

*Il est membre du HEC Club Finance, du Centre des Professions Financières et de la Society of Authors.*