

CONJONCTURE. Les effets de l'expansion

Le retour de l'inflation ?

La désinflation des actifs reste annoncée.

par Jean-Jacques Rosa

Il n'y a pas si longtemps, dans les turbulences de la crise financière en Asie, en Russie et en Amérique Latine, le risque que l'on pouvait redouter pour l'économie mondiale était celui de la déflation. Dans certains pays, notamment la France, l'indice des prix à la consommation flirtait avec une croissance nulle et même parfois négative. Les prix des produits industriels et de matières premières connaissaient eux une franche diminution sur tous les marchés du monde. Et puis les cours du pétrole se sont réorientés à la hausse, la dévaluation de près de 17 % de l'Euro par rapport au dollar en un an a sorti les économies européennes de l'enlisement où les avaient plongé depuis plus de dix ans une politique macroéconomique et de change punitive, tandis que l'expansion américaine se poursuivait imperturbablement. Certes, la Russie restait frappée de confusion économique tandis que le Japon ne parvenait pas à sortir de sa crise. Mais dans l'ensemble l'économie mondiale semble s'être éloignée d'une situation de vulnérabilité dans laquelle une correction boursière d'importance aurait pu à tout instant servir de détonateur à une contraction cumulative des économies nationales.

Il est vrai que les autorités monétaires n'ont pas lésiné sur la création de liquidités. Tandis que la Banque centrale européenne choisissait la stratégie de la dévaluation compétitive, M. Greenspan n'avancait qu'à petits pas comptés dans la direction d'un relèvement des taux d'intérêt d'intervention qui aurait permis de calmer un peu l'euphorie - peut-être irrationnelle en effet - des marchés boursiers. L'inflation américaine qui est passée en rythme annuel de 1,6 pour cent au début de 1999 à 2,7 pour cent à la fin de la même année, va probablement le conduire à durcir encore sa politique. En même temps en Europe, la reprise de l'expansion en France et en Allemagne entraîne, conformément à l'expression la plus classique de la courbe de Philips, une légère diminution du chômage et une remontée de l'inflation qui nous fait sortir de la zone de danger déflationniste depuis environ un an.

Il est donc vrai que le contexte international a changé, puisque les Etats-Unis ne sont plus seuls à soutenir la croissance. Mais plusieurs raisons font que l'inflation ne risque guère d'accélérer, à politique macroéconomique inchangée, dans les prochains mois.

En premier lieu l'extraordinaire progression de la productivité américaine dont on apprend cette semaine qu'elle a cru de 5 % au deuxième semestre de 1999, un rythme qui dépasse de très loin la tendance observée depuis 1995 qui se situait à 2,6 % en moyenne. Dans le même temps le coût unitaire du travail a baissé de 1 % dans le dernier trimestre de l'an dernier, écartant toute perspective d'inflation par les salaires. Cette accélération de la productivité signifie que plus de biens et services sont déversés sur les marchés à un rythme qui dépasse l'augmentation des salaires. L'accroissement de l'offre excède l'augmentation de la demande, ce qui ne peut que peser sur les prix.

Dans le même temps la relation entre les taux courts et les taux longs vient de s'inverser aux Etats-Unis. Les taux sur le marché monétaire sont désormais supérieurs aux taux sur les obligations publiques à 30 ans, ce qui constitue traditionnellement un signe avant-coureur de retournement conjoncturel. Certains y voient aussi la traduction d'une baisse des anticipations inflationnistes à long terme qui se répercutent habituellement sur les taux obligataires. Et il est

probable en effet que l'inversion des taux annonce au minimum une modération de la croissance, et par suite une réduction du peu de tensions sur les prix qui peuvent se manifester actuellement.

Pour l'Europe, il ne faut pas perdre de vue que la croissance reste modérée et que le plein de l'effet de la dévaluation de l'Euro a déjà été engrangé. Il est peu probable que la dépréciation de la devise se poursuive. On ne voit pas de raison dans ces conditions pour que l'Europe constitue un foyer d'inflation dans l'année à venir, et d'ailleurs les taux obligataires à long terme baissent légèrement. Reste le cas du Japon, qui, en dépit de toutes les médications, se trouve confronté à la perspective d'une nouvelle récession, qui sera avérée si les derniers chiffres de 1999 confirment le recul de la production, pour le deuxième trimestre d'affilée.

Au total, l'économie mondiale qui apparaît stabilisée depuis la passe périlleuse des années 97-98, semble bien loin d'une situation de regain inflationniste.

A une exception près, toutefois. Les marchés d'actifs continuent sur la lancée de hausses de prix exceptionnelles. Les liquidités excédentaires venant d'une augmentation de la quantité de monnaie dépassant le rythme de hausse des prix des biens et services, alimente en effet les achats d'actifs, financiers ou réels. Mais les actifs réels sont en quantités qui n'augmentent guère tandis que les opérations de restructuration, de fusion et de <downsizing> tendent à réduire les quantités d'actions en circulation, alors que les entreprises nouvellement créées ne se financent pas directement à la bourse. La demande d'actifs tend ainsi à excéder l'offre et les prix s'envolent. La faiblesse de l'inflation des biens et des services a ainsi pour contrepartie l'inflation des actifs.

Sur ce tableau de fond, les relèvements envisagés des taux d'intérêt d'intervention, aux Etats-Unis et en Europe, pourraient un jour ou l'autre dégonfler les spéculations boursières, ce qui ne ferait que stabiliser un peu plus les anticipations de prix concernant les biens et les services.

Une telle évolution ne serait pas nécessairement dangereuse. L'expérience des corrections boursières de 1987 et de 1998 a montré que les péripéties financières n'entraînaient pas mécaniquement de contractions réelles lorsque les autorités monétaires réagissent rapidement et énergiquement.

Il est par conséquent difficile d'envisager une accélération générale de l'inflation. Elle peut tout au plus se manifester çà et là dans tel ou tel pays connaissant une croissance hors du commun. Il faut plutôt s'attendre un jour ou l'autre, à une désinflation des actifs. Et en la matière le diagnostic n'a toujours pas changé depuis 1997, même si, ou parce que, les évolutions effectives ne l'ont pas entériné.

JJR

Le Figaro, 11 février 2000