



Au commencement, il y a le cycle conjoncturel. La pause observée depuis le mois de janvier par la Réserve fédérale (Fed) dans le resserrement de sa politique monétaire n'est qu'une phase transitoire avant que de nouvelles mesures ne s'imposent soit pour éviter l'aggravation des préoccupations liées aux risques baissiers extérieurs, soit pour répondre à l'augmentation du taux d'utilisation des capacités de production et à la remontée des tensions inflationnistes dues à une croissance intérieure supérieure à la tendance durant quelques années encore. Selon notre propre analyse, ce deuxième scénario est bien plus probable que le premier. Le troisième, celui d'une croissance oscillant, à jamais, autour du potentiel, correspond peut-être aux anticipations moyennes du marché, mais il est le moins probable de tous à en juger par les cycles conjoncturels antérieurs. Nous sommes d'avis que le cycle américain n'a pas dit son dernier mot, ne serait-ce qu'en raison de l'assouplissement des conditions financières et du caractère initialement redistributif d'une guerre commerciale. Dans un tel scénario, la question que l'on doit se poser d'un point de vue macroéconomique n'est pas tant de savoir s'il y aura ou non de l'inflation cyclique, mais quand elle se fera jour. À l'inverse et bien curieusement, le discours sur la mort de l'inflation prend aujourd'hui une tournure quasi religieuse. La faible probabilité attribuée à une réaccélération de la croissance américaine pour quelques années encore n'y est pas étrangère. La Fed elle-même a explicitement exprimé sa frustration quant à atteindre l'objectif de 2 % d'inflation, tant dans le cycle conjoncturel actuel (pour justifier la pause observée en ce moment), que dans un cadre plus structurel (via le réexamen de sa stratégie monétaire).

Depuis le milieu des années 1990, la mesure préférée de l'inflation de la Réserve fédérale (à savoir le déflateur de l'indice PCE sous-jacent) se situe en moyenne autour de 1,72 %, oscillant entre 1,0 % et 2,5 %. Le changement attendu de l'objectif de politique monétaire de la Fed, visant une inflation moyenne de 2 % sur la durée du cycle économique, semble correspondre à la réalité de ces deux dernières décennies. Pour autant, sur une période aussi longue, un « manquement » moyen de 0,2 % aurait systématiquement imposé un assouplissement des conditions monétaires. Toutefois, considérant les incertitudes entourant la mesure du déflateur de la consommation privée, le chiffre de 0,28 % s'inscrit dans la marge d'erreur statistique. On peut, donc, soit y accorder une grande importance, soit l'ignorer purement et simplement. Il revient à la Fed d'en décider. Cette question ne doit, cependant, pas être considérée comme décisive pour cette année, car la transition sera gérée en douceur et dans la perspective du prochain cycle conjoncturel plutôt que de l'actuel. Pour ce dernier, le contexte du moment sera vraisemblablement déterminant. Au cours des trois derniers cycles conjoncturels, l'inflation cyclique s'est manifestée à deux reprises (à la fin des années 1980 et en 2006-2007), et ne s'est pas montrée en une occasion (à la fin des années 1990).

L'absence d'inflation cyclique, à la fin des années 1990, s'explique par la productivité qui a, alors, connu une augmentation historique, alors qu'elle est restée stable au cours des deux autres cycles. Selon la logique macroéconomique, la dernière phase du cycle conjoncturel coïncide avec une forte croissance et une inflation cyclique, sachant qu'une accélération marquée de la productivité peut engendrer une croissance plus soutenue encore tout en empêchant l'inflation de dépasser l'objectif, comme ce fut le cas à la fin des années 1990. Or, cette période constitue un modèle pertinent pour le cycle actuel. À défaut d'une augmentation en flèche de la productivité, comme à la fin des années 1990, l'inflation américaine devrait dépasser l'objectif conformément à son évolution classique de fin de cycle. Plus précisément, un tel événement survient lorsque le marché du travail est suffisamment tendu pour engendrer des hausses de salaires réels, comme c'est le cas depuis 2017, mais aussi lorsque, sous l'effet des tensions du marché des biens et des services, les entreprises sont en mesure de répercuter l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre sur

les consommateurs. La première partie, qui correspond à la courbe de Philips originale liant les hausses de salaires et le taux de chômage, fonctionne correctement. La deuxième partie, qui correspond à la capacité des entreprises à imposer leurs prix de vente, ne s'est pas encore vérifiée. Avec des décalages, certes plus longs que d'habitude, on a assisté, au cours du cycle conjoncturel actuel, à une succession d'évolutions économiques typique. Sur fond d'orientation à la hausse des salaires réels et de maintien de la croissance au-dessus du potentiel, l'étape suivante est celle de l'affirmation par les entreprises de leur « *pricing power* », contribuant ainsi à l'inflation de fin de cycle.

L'engagement persistant des entreprises américaines en faveur de l'investissement futur est le signe qu'elles ont de plus en plus la capacité d'imposer leurs prix. En effet, face à la hausse des coûts et à des carnets de commandes bien garnis, les entreprises peuvent soit refuser de nouvelles commandes, ce qui limiterait la croissance potentielle, soit investir pour accroître les capacités et, *in fine*, recruter plus de personnel. La nature de l'investissement est importante en ce qui concerne les gains de productivité. Le renforcement de l'intensité capitalistique, c'est-à-dire l'augmentation du capital par travailleur, est habituellement la conséquence d'une hausse des coûts de main-d'œuvre par rapport au capital. L'investissement accroît la capacité d'offre, mais la technologie choisie a tendance à être moins consommatrice de main-d'œuvre pour contourner la pénurie grandissante dans ce domaine. L'accélération de la productivité, observée aux États-Unis au cours des trois derniers trimestres, est le signe préliminaire qu'un certain accroissement de l'intensité capitalistique pourrait être à l'œuvre. Pour l'heure cependant, le rythme reste inférieur au niveau observé à la fin des années 1990, ce qui devrait se traduire par une hausse de la croissance et une inflation encore plus forte. Les cycles conjoncturels précédents illustrent bien la question de l'arbitrage entre croissance et inflation. Plus les gains de productivité sont élevés, plus la croissance est forte et l'inflation maîtrisée. Cependant, concernant la politique monétaire, la décision requise concernant le taux nominal n'est pas très différente. Un relèvement des taux est nécessaire soit pour ralentir l'inflation cyclique, soit pour répondre à un taux réel d'équilibre plus élevé, associé à des gains de productivité plus importants. Ces deux trajectoires concurrentes de fin de cycle ont, néanmoins, des effets différents pour les actions, la dernière ouvrant la voie à une expansion plus longue et plus vigoureuse que prévue.

L'absence d'inflation cyclique à la fin des années 1990 est également due au prodigieux écart de production (« *output gap* ») généré par la crise asiatique. Compte tenu de l'ampleur du manque à produire et de la dépréciation monétaire, la désinflation importée dans les pays du G3 fut particulièrement importante en 1998 et 1999. L'Asie, qui représentait alors environ le quart de l'économie mondiale, se battait désespérément pour accroître sa part de marché à l'exportation, et compenser ainsi l'effondrement de sa demande intérieure. Ainsi, le pouvoir de fixation des prix des entreprises du G3 dans les secteurs protégés était largement compensé par l'absence totale d'emprise sur les prix des exportateurs asiatiques. Aujourd'hui, la situation en termes d'*output gap*, en dehors des pays du G3, est sensiblement différente. Seuls quelques pays, représentant moins de 5 % de l'économie mondiale, ont eu leur période de « crise asiatique » (Brésil, Argentine et Turquie). Le ralentissement économique en Chine depuis 2011 a été, pour l'essentiel, structurel, avec un marché du travail tendu, au moins, jusque mi-2018. Pour survivre, le Parti communiste chinois continue de tout mettre en œuvre pour retarder tout fléchissement du marché du travail d'importance macroéconomique. Les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni souffrent de pénuries de main-d'œuvre, tandis que le chômage dans la zone euro se situe à 0,5 % à peine au-dessus du point bas du cycle économique précédent. Conclusion : l'*output gap* mondial est beaucoup plus faible qu'à la fin des années 1990.

Enfin, l'inflation cyclique se caractérise également par des pénuries de main-d'œuvre dans les secteurs les moins exposés à la concurrence étrangère, à savoir le logement et les services locaux à forte intensité de main-d'œuvre et présentant peu de possibilités de substitution immédiate du capital (restauration, transports, loisirs, etc.). Ces secteurs enregistrent déjà des hausses de salaires bien supérieures à la moyenne nationale aux États-Unis et au Japon. Ce sont là les signes précurseurs

qu'une inflation cyclique est en vue au niveau national. La simple poursuite de l'expansion économique dans les pays du G3 est, par conséquent, une condition suffisante à l'apparition d'une inflation de fin de cycle. Dans la zone euro, le point bas de la croissance du PIB a probablement été atteint au quatrième trimestre 2018, et continue d'être révisé à la hausse. Compte tenu des très bons chiffres enregistrés au premier trimestre 2019, les prévisionnistes devront, pour la plupart, revoir à la hausse leur croissance du PIB pour l'année en cours. Aux États-Unis, la croissance ne semble guère avoir ralenti, démentant ainsi les craintes exprimées par la Fed à la fin de l'année dernière. La Chine est le seul pays où la croissance n'a cessé de décevoir, bien que modérément. Si, comme nous le pensons, l'expansion conjoncturelle endogène des pays du G3 a encore beaucoup de chemin à faire, l'inflation cyclique est le scénario le plus probable pour les prochains mois. Il est d'autant plus important de garder cela à l'esprit que, sous l'effet d'incertitudes transitoires, l'exposition à un tel scénario de la plupart des investisseurs semble être aujourd'hui négative.

*Publié par H2O AM à Londres, le 28 mai 2019*

*Le présent document s'adresse à des clients professionnels. Il ne saurait être utilisé à d'autres fins que celles auxquelles il est destiné, ni être reproduit, distribué ou transmis en totalité ou en partie à des tiers sans l'autorisation écrite et préalable de H2o Asset Management LLP. Ce document a été élaboré uniquement à des fins d'information. Il s'agit d'une présentation conçue et créée par la société H2o Asset Management LLP à partir de sources qu'elle juge fiables. H2o Asset Management LLP décline toute responsabilité en cas de décision prise ou non sur la base des informations contenues dans le présent document ou en cas d'utilisation, quelle qu'elle soit, desdites informations pouvant être faite par un tiers.*