



## **Et si l'inflation réapparaissait ...**

Le système financier français est en émoi. Le Haut Conseil de la Stabilité Financière, institution composée d'éminents hauts fonctionnaires, vient d'émettre une nouvelle alerte. Les banques seraient en danger car leurs encours de prêt s'accroîtraient trop rapidement et ne seraient pas suffisamment rentables. Cette noble institution s'était déjà exprimée en 2016 sur la bulle spéculative menaçant les Sociétés Civiles de Placement Immobilier. Elle n'avait pas alors vraiment été entendue car les prix ont continué de monter et la collecte d'affluer. Les banques promettent de limiter la production de nouveaux prêts d'une durée supérieure à 25 ans ou dont le taux d'effort des emprunteurs dépasserait la fameuse barrière des 33 %.

### **Le HCSF a-t-il raison d'être inquiet ?**

Nous avons indiqué lors d'un précédent éditorial en 2016 que, selon nous, le HCSF se trompait de diagnostic sur la prétendue bulle immobilière. Les prix de l'immobilier ne sont pas chers aujourd'hui comparés aux autres actifs. Le rendement d'une SCPI s'élève à 4,5 % alors que le taux de l'OAT 10 ans est nul, soit une prime de risque de 4,5 %, historiquement élevée. Les accédants ne s'y trompent pas. Avec un apport de moins de 10 %, les échéances d'un prêt immobilier de 25 ans ne sont pas supérieures à un loyer. La hiérarchie des risques est respectée. Le « problème » réside dans le fait que les taux d'intérêt restent très bas.

Le HCSF ne se trompe pas en revanche en alertant sur le suicide collectif des banques qui prêtent à des taux très faibles tout en étant contraintes de rémunérer des courtiers pour monter leurs dossiers.

Si l'on suivait le raisonnement du HCSF, tous les actifs seraient aujourd'hui surévalués puisqu'ils sont tous corrélés au coût de l'argent. La valeur d'un actif est constituée par la somme des flux financiers actualisés qu'il produit. Lorsque les taux d'intérêt baissent, toutes choses étant égales par ailleurs, le taux d'actualisation suit et le prix de l'actif monte.

Il est en revanche vrai que la situation actuelle est inquiétante. Qu'arriverait-il si les taux d'intérêt retrouvaient le chemin de la hausse ? De la même manière que le prix des actifs a profité de la baisse des taux, il serait directement affecté par une inversion du mouvement.

Les autorités monétaires ne souhaitent pas aujourd'hui durcir leur politique. La croissance est globalement atone et doit être soutenue. L'endettement public est élevé et n'offre pas une marge de manœuvre importante à la politique budgétaire.

### **La mort de l'inflation ?**

Le seul facteur qui pourrait les conduire à modifier leur politique serait un retour de l'inflation. Mais cette gangrène, qui avait sévi après la crise du pétrole de 1973, semble avoir connu le même sort que la petite vérole. L'inflation n'est même plus considérée comme une maladie. Une résurgence paraît à certains souhaitable pour absorber l'endettement colossal des acteurs économiques.

L'inflation est généralement causée par une tension sur les coûts, notamment salariaux. Ceux-ci ont tendance à croître lorsque l'économie est proche du plein-emploi. Dans cette situation, les entreprises sont supposées devoir payer plus cher pour attirer les salariés dont elles ont besoin. Un économiste américain, Phillips, a modélisé cette théorie sous la forme d'une courbe associant taux de croissance des salaires et taux d'emploi, courbe bien connue de tous les étudiants en économie.

Lors d'une récente passe d'armes au Congrès américain, la nouvelle muse de la gauche libérale, Alexandria Ocasio-Cortez a fait remarquer au gouverneur de la Fed, Jeremy Powell, que le taux de chômage avait baissé de 3 % depuis 2014 sans aucun effet sur le taux d'inflation. Elle lui a demandé s'il était possible que la banque centrale américaine se soit trompée sur son estimation du taux de chômage « neutre » (celui en dessous duquel l'inflation devrait se manifester). Jeremy Powell a reconnu que la Courbe de Phillips ne fonctionnait plus aujourd'hui comme dans le passé.

Les libéraux américains, ayant pour allié le président Donald Trump, prennent prétexte de cette situation pour réclamer un nouvel assouplissement monétaire. Pourquoi ne pas ouvrir les robinets jusqu'à ce que l'inflation réapparaisse ?

Les raisons expliquant la persistance de taux très bas abondent. Certains évoquent le renversement des anticipations des agents économiques. Les salaires n'auraient plus à augmenter pour compenser la hausse des prix puisqu'il n'y a plus d'inflation. Ils seraient ainsi moins sensibles à la situation du marché de l'emploi. D'autres évoquent le vieillissement de la population. Les salariés épargneraient plus en vue de leur retraite, créant un afflux de capitaux sur les marchés financiers. Enfin, l'intervention des banques centrales s'est révélée être très efficace.

Mais cette situation ne devrait pas être éternelle. Un choc externe (comme la guerre du Kippour en 1973) pourrait modifier les anticipations des agents économiques. La hausse des salaires a été contenue par une augmentation du taux d'emploi (ceux qui considéraient qu'ils n'étaient plus employables reviennent sur le marché et accroissent ainsi l'offre de travail). Si cette réserve venait à s'épuiser, la courbe de Phillips pourrait de nouveau s'appliquer. Et les banques centrales seraient contraintes de durcir leur politique. L'histoire économique nous a appris à nous méfier des « nouveaux paradigmes ».

## **Comment protéger son épargne en cas de retour de l'inflation ?**

La hausse de l'inflation se traduirait par une remontée des taux d'intérêt. Comme évoqué précédemment, tous les actifs financiers seraient impactés. Mais certains souffriraient plus.

Les obligations seraient les premières victimes. Les emprunts d'Etat pourraient bénéficier d'un afflux de capitaux à la recherche de sécurité mais ce mouvement serait insuffisant pour compenser le durcissement monétaire. Les obligations émises par les entreprises souffriraient encore davantage.

Les actions figureraient également parmi les victimes, mais dans une moindre mesure. L'inflation entraînerait en effet une hausse des chiffres d'affaires et, si les salaires ne dérapent pas, des marges. Les valeurs de rendement et de croissance seraient les plus pénalisées (ce sont les plus sensibles à la composante « taux d'actualisation »).

L'immobilier subirait deux effets contraires. La remontée des taux d'intérêt serait en effet pour partie compensée par la progression des loyers. Mais il serait au global impacté par un retour de l'inflation.

Le cash ne serait évidemment pas gagnant mais les OPCVM de trésorerie retrouveraient une seconde jeunesse. Leur rendement évoluerait avec retard par rapport à l'inflation mais le capital serait préservé.

Les obligations à taux variable protégeraient l'épargnant mais imparfaitement. Dans ce type de titres en effet, le taux d'intérêt est variable mais le capital est remboursé au nominal. La couverture n'est pas suffisante contre l'inflation.

D'autres placements obligataires (tels les « Tips » aux Etats Unis) prévoient une indexation du remboursement du capital mais les coupons sont fixes ...

Enfin, certains gérants alternatifs intègrent dans leurs positions un éventuel retour de l'inflation (H2O notamment). Et l'absence d'inflation ne les empêche pas de dégager actuellement des rendements conséquents.

## **Se méfier des mots vivants**

Comme l'inflation, les experts pensaient avoir éradiqué la variole. Mais le relâchement des politiques de vaccination a conduit à sa résurgence. Alexandria Ocasio-Cortez devrait s'en souvenir avant d'encourager l'aventurisme monétaire. Le HSCF pourrait finalement avoir raison d'être inquiet.

## **Pour plus d'informations :**

- Téléphone : 01.42.85.80.00
- Courriel : [info@maubourg-entreprise.fr](mailto:info@maubourg-entreprise.fr)