



# Le Bulletin Perspectives

## → L'inflation est-elle un risque ?

### Sommaire

Des liquidités très abondantes et peu d'inflation, pour combien de temps ? . . . . . P. 1

Les banques centrales et la portée de leur action . . . . . P. 2

L'inflation n'est pas qu'un phénomène monétaire . . . . . P. 2

Inflation et croissance . P. 2

Faciliter l'ajustement des finances publiques à travers l'inflation ? . . . . P. 3

Fixer un objectif d'inflation ? . . . . . P. 3

L'avenir des politiques des banques centrales . P. 3



**Philippe Uzan**  
Directeur des gestions  
Edmond de Rothschild  
Asset Management

Les politiques monétaires mises en oeuvre actuellement dans les pays développés mais aussi dans de nombreux pays émergents contribuent à une croissance exceptionnelle des liquidités dans le monde.

Ces liquidités risquent-elles de provoquer à terme une accélération de la hausse des prix ? Le phénomène de longue durée (de 1981 à nos jours), appelé un temps « grande modération », pourrait-il céder la place à une phase de progression rapide des prix analogue à celle des années 70 ?

### DES LIQUIDITÉS TRÈS ABONDANTES ET PEU D'INFLATION, POUR COMBIEN DE TEMPS ?

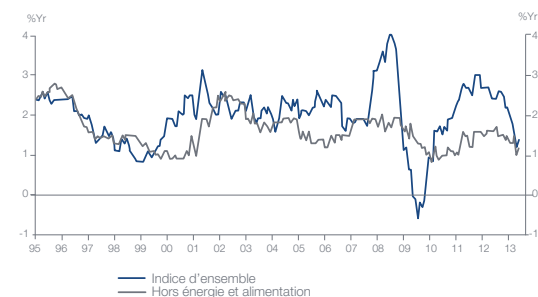
La majorité des banques centrales poursuivent des politiques monétaires libérales, voire très libérales. La Chine constitue une exception mais sa politique est moins restrictive qu'elle ne l'a été antérieurement (2010-2011). Les taux directeurs sont presque partout en baisse et la croissance des liquidités comparée à celle de l'activité mesurée en termes nominaux est élevée.

En contradiction avec les données du passé (y compris celles d'un passé aussi récent que 2008 et ses tensions, en particulier sur les prix alimentaires), le taux d'inflation, quelle que soit

sa mesure, est, en revanche, en baisse dans de nombreux pays aussi bien dans les pays développés que dans les pays émergents.

La réalité est que si l'inflation est un phénomène monétaire, les liquidités disponibles n'en sont qu'un aspect.

### ▶ ÉVOLUTION DES PRIX EN ZONE EURO



Source : HSBC Global Research

### ▶ ÉVOLUTION DES PRIX AUX ÉTATS-UNIS



Source : Bureau of Labor Statistics



## LES BANQUES CENTRALES ET LA PORTÉE DE LEUR ACTION

Les Etats-Unis, le Royaume-Uni et maintenant le Japon, ont décidé de pratiquer une politique de stimulation monétaire directe, consistant pour la banque centrale à acheter des actifs financiers sur le marché (un montant mensuel de 85 milliards de dollars aux Etats-Unis, 80 milliards au Japon). En fait, il s'agit moins ici de monnaie que de manipulation du prix même des actifs et de réduire le coût réel (net de l'inflation) de l'endettement pour soutenir la croissance de l'économie. Pour la Banque du Japon, l'objectif est également de faire baisser une devise dont le niveau relatif est jugé trop élevé et facteur de déflation. Les mesures non-conventionnelles de la Banque Centrale Européenne n'ont pas eu l'ampleur de celles de ses consœurs car ses statuts l'en empêchent. Elle s'est toutefois montrée capable d'utiliser des méthodes non-conventionnelles pour soutenir la liquidité bancaire.

Les politiques suivies aujourd'hui (taux d'intérêt - nominaux et réels -, liquidités, évolution du bilan des banques centrales) présentent-elles un danger pour la stabilité future des prix ? Les critiques en ce sens n'ont pas manqué.

Plus que l'attitude des banques centrales, c'est celle des banques commerciales qui conduit à l'inflation à travers une création excessive de crédit. Le crédit est en effet la vraie source de la monnaie en termes concrets, celle qui affecte l'économie réelle. Plusieurs indicateurs sont disponibles pour apprécier la situation de la monnaie. La première est celle de l'évolution des masses monétaires mais celle-ci ne saisit qu'un aspect quantitatif limité. Le multiplicateur monétaire mesure, de son côté, le rythme de la transmission effective à l'économie réelle des liquidités des banques centrales à travers le crédit bancaire. Enfin, la vitesse de circulation de la monnaie (ratio du PIB par la masse monétaire) est un indicateur de la dynamique monétaire dans l'économie, une vitesse élevée étant une alerte et révélant un risque de tension.

### ► VITESSE DE CIRCULATION DE LA MONNAIE

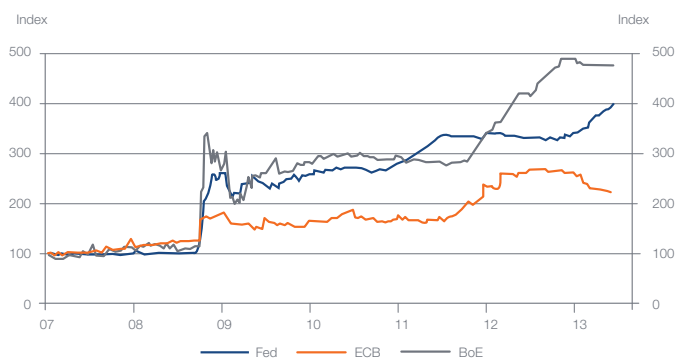


Source : Federal Reserve Bank of St. Louis

Selon ces différentes données, les liquidités sont abondantes mais rien n'indique un risque immédiat. La distribution du crédit est pour le moment prudente, au moins dans les pays développés. Le risque dans les pays développés est encore celui de la

déflation. Aux Etats-Unis, malgré le retour à une croissance réelle (bien que modeste), le taux d'inflation a reculé ces derniers mois et la zone euro est dans la même situation. Le Japon n'est pas le seul pays concerné par des prix en faible hausse. Dans les pays émergents, la tendance principale est au ralentissement de la hausse des prix.

### ► LE BILAN DES BANQUES CENTRALES EUROPÉENNES



Source : Thomson Reuters Datastream, HSBC

## L'INFLATION N'EST PAS QU'UN PHÉNOMÈNE MONÉTAIRE

L'inflation a besoin de relais pour se propager une fois que ses mécanismes purement monétaires sont en place. Parmi ces relais, celui des salaires (et leur indexation) est déterminant (ils représentent entre 60 et 70 % des coûts d'une entreprise) mais les rigidités du contexte réglementaire (notamment les règles de la concurrence) jouent leur rôle.

Un risque d'inflation du prix des actifs réels et financiers préoccupe les autorités monétaires. Les comportements spéculatifs abondent et M. Bernanke s'est exprimé récemment sur les dangers qu'ils impliquent pour le fonctionnement des marchés et des circuits financiers.

Quelles sont les conséquences pour l'évolution des prix des biens et des services dans un monde globalisé où les coûts de la main-d'oeuvre et la généralisation du low-cost créent une pression sur les prix d'ensemble ? D'une manière générale, la concurrence s'est accrue et pèsera sur l'évolution des prix mais aussi sur les salaires.

Le risque d'inflation ne peut que difficilement renaître quand le cycle du crédit reste perturbé par le désendettement, du secteur privé comme du secteur public, dans de nombreux pays, d'une méfiance des agents économiques à l'égard du crédit. Cette attitude peut changer avec une baisse progressive de la défiance comme on l'a observé lors des cycles passés mais la crise financière a ébranlé bien des certitudes et le retour de la confiance risque de s'en trouver retardé.

Avec Bâle III, les années à venir verront un durcissement du cadre réglementaire des banques, par nature défavorable à l'expansion du crédit.

Aucun de tous ces points par lui-même n'est un obstacle contre l'inflation mais la modération actuelle sur les prix risque de se prolonger car, en dehors des liquidités, les principaux facteurs de l'inflation sont absents. La rupture pourrait-elle venir d'un regain de croissance, le but déclaré des politiques monétaires actuelles ?

## INFLATION ET CROISSANCE

Le caractère singulier du cycle actuel trouve ses origines dans le cycle précédent. L'inconstance de sa tendance depuis le point bas atteint au deuxième trimestre 2009 a déjoué bien des pronostics mais elle est imputable en large part à la lenteur du processus de désendettement rendu nécessaire par une exceptionnelle accumulation de créances. Le remboursement de ces dettes est déflationniste et générateur de ralentissement mais la nature des mécanismes cycliques n'est pas pour autant différente cette fois-ci de ce qu'elle a été dans les cycles précédents. Elle est atténuée et différée.

Le prix des matières premières a reflété cette réalité. Les tensions cycliques sur les prix sont des facteurs traditionnels d'inflation mais les données propres au rapport fondamental de l'offre et de la demande n'ont pas été les seules à affecter les prix dans le cycle actuel. L'évolution escomptée des prix a dans un passé récent suscité des achats de la part d'investisseurs convaincus d'une hausse inévitable des cours provoquée par la forte croissance des pays émergents en général et de la Chine en particulier. Contrairement aux annonces du QE1 et du QE2 où l'afflux de liquidités avait provoqué ces anticipations, les prix des matières premières n'ont plus réagi à la perspective de liquidités encore plus abondantes et bon marché après l'annonce du QE3 ou la décision de la Banque du Japon. L'ensemble des prix est en fait nettement au-dessous de ceux de 2008 (CRB) et le cours de l'or a par exemple vivement décroché au cours des dernières semaines.

Des déceptions récentes sur les chiffres d'une partie du monde émergent (surtout Brésil, Russie, Inde, Chine dans une certaine mesure) ont entraîné une révision des anticipations sur la croissance. Les attentes sur les prix des matières premières en ont subi le contrecoup. Plus spécifiquement, des perspectives différentes apparaissent sur le prix du pétrole où une évolution peut-être structurelle se dessine. L'augmentation de la production pétrolière et gazière aux Etats-Unis et les exportations attendues dans ce dernier domaine constituent une donnée nouvelle qui pourrait, si elle se confirme, influencer durablement à la baisse un des facteurs majeurs de l'inflation au cours des années à venir.

Le désenchantement actuel des investisseurs à l'égard des matières premières peut se retourner et un retour aux instruments mis en place (ETF physiques notamment) demeure possible en fonction de l'évolution du cycle économique.

## FACILITER L'AJUSTEMENT DES FINANCES PUBLIQUES À TRAVERS L'INFLATION ?

La fin du processus de désendettement étant encore lointaine et sa persistance ayant un coût économique élevé, comment le réduire ? Un rythme d'inflation plus élevé se traduirait par une accélération des recettes fiscales alors que la charge de la dette publique se déprécierait parallèlement en valeur réelle. Cette thèse revient périodiquement mais il est peu probable que les autorités monétaires prennent un risque de ce type. Accompagner les efforts de remise en ordre budgétaire est une chose mais une politique délibérément inflationniste se retournerait rapidement contre ses auteurs en entraînant une hausse des taux d'intérêt à long terme. D'ailleurs, l'expérience japonaise montre qu'il n'est pas si facile de guider les prix à la hausse et c'est tout le sens des efforts pour faire baisser le yen.

## FIXER UN OBJECTIF D'INFLATION ?

Pour éviter ces inconvénients tout en respectant les principes d'orthodoxie figurant dans les statuts des banques centrales, l'idée d'un objectif d'inflation modéré a fait son chemin, y compris au FMI. La Réserve fédérale américaine s'est ainsi donné un double objectif : le retour à un taux de chômage de 6,5 % et une hausse de 2 % des prix de détail. En-deçà de ce dernier niveau, elle poursuivra sa politique de stimulation monétaire. Hors énergie et alimentation, l'indice des prix US a enregistré en avril une hausse de 1,1 % sur un an.

Les débats récents autour du calendrier des décisions de sortie des mesures non-conventionnelles de la banque centrale américaine en montrent les enjeux. La réaction des porteurs de la dette américaine est difficile à anticiper mais elle pourrait être brutale compte tenu des positions accumulées au cours de la période récente et du niveau actuel des taux à long terme, très peu rémunérateurs. Ceci ferait peser une menace directe sur la valeur de ces obligations en cas de retournement de tendance et un ajustement brutal des taux à long terme, serait très dommageable pour le coût, actuellement très faible, de la dette américaine.

## L'AVENIR DES POLITIQUES DES BANQUES CENTRALES

Dans les pays développés, faciliter le désendettement en limitant ses effets économiques est la priorité des politiques non-conventionnelles d'aujourd'hui. Qu'en sera-t-il quand les signes de normalisation de la situation (finances publiques, crédit, activité) se multiplieront ? Le calendrier d'une telle évolution est difficile à apprécier mais la situation est plus fluide que généralement imaginé et, dans le passé, les changements de tendance ont souvent surpris par leur rapidité. Le redressement actuel du marché immobilier américain témoigne de ce type de réaction mais la réduction du déficit américain attendue désormais

par le Congressional Budget Office constitue peut-être une surprise encore plus grande. Elle conduira peut-être la Réserve Fédérale à se sentir plus libre de sa politique si la remise en ordre des finances publiques s'avère un moindre frein sur le plan économique.

Un discours récent de M. Bernanke, devant le Congrès confirme que le pragmatisme dominera mais la sortie de la période actuelle s'annonce délicate pour les banques centrales. Comment trouver le bon rythme dans le retrait des mesures non-conventionnelles ? Pour celles qui ont choisi d'acheter des actifs à grande échelle, à quel rythme ramener les montants à un niveau normal ?

Des éléments de risque inflationniste sont hypothétiques à ce stade mais ils existent (reprise forte du crédit, redressement des cours des matières premières) mais pour qu'ils provoquent une tension sur les prix les conditions nécessaires font aujourd'hui défaut. L'évolution structurelle intervenue au sein des économies depuis une vingtaine d'années, celle, en parallèle, des mécanismes de formation des prix (concurrence, productivité) modifient la nature et le degré du risque inflationniste.

Dans des économies de services, les prix des matières premières contribuent de moins en moins au comportement des indices de prix. Même dans le cas des biens, la composante liée aux matériaux est de plus en plus réduite au regard de la valeur ajoutée liée au contenu intellectuel de la recherche. Même dans les pays émergents, la consommation spécifique (par unité de PIB) de matières premières ne cesse de baisser et cette évolution (facilitée par l'évolution technologique) suivra celle que les pays développés ont connue. La hausse attendue de la demande globale devra probablement être revue avec un effet prévisible sur les prix. Enfin, l'indexation des salaires a depuis longtemps disparu pour l'essentiel et le mouvement de déréglementation des 20 dernières années a beaucoup réduit les rigidités internes du système économique.

## Conclusion

En dépit de ces développements, souvent irréversibles, le risque inflationniste n'a pas disparu et les banques centrales ne doivent pas sous-estimer ses facteurs traditionnels. Pour elles, la question de fond est celle du rythme stabilisé des prix après une normalisation que personne n'est en mesure de définir à ce stade. Le crédit bancaire sera au cœur du débat et les banques centrales de nombreux pays émergents considèrent que les rythmes actuels de progression sont excessifs.

Les autorités monétaires pourraient ainsi se trouver aux prises avec l'inflation du prix des actifs qu'elles ont elles-mêmes contribué à déclencher. L'avertissement récent de M. Bernanke sur des prises de risque excessives doit être pris en compte et montre que certaines banques centrales ne sont pas loin de ce point. Il implique qu'une attention particulière doit être accordée aux distorsions du prix des actifs financiers mais aussi à celui des actifs réels et aux risques financiers associés. Il est sans doute alarmant pour la Réserve fédérale de constater que, parmi les conséquences de sa politique, les prix de l'immobilier résidentiel ont progressé rapidement (23% sur un an en mars) dans une ville comme Phoenix. Les tensions observées récemment sur le prix des matériaux de construction vont dans le même sens.

Définir une politique face à des phénomènes de cet ordre alors que la fragilité de l'économie demeure est d'une difficulté inédite. Elle l'est tout autant en Europe. Les réserves d'épargne sont vastes et elles sont très liquides. Non seulement les flux annuels sont importants mais l'arbitrage des réserves d'épargne existantes en faveur de telle ou telle classe d'actif financier peut bouleverser la politique des autorités en entraînant la formation de bulles spéculatives.

Achévé de rédiger le 18/06/2013.

Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible gratuitement sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management ou sur le site [www.edram.fr](http://www.edram.fr).