



# Pistes de réflexion thématiques

*Cyril Blesson, Mickael Clévenot  
Achévé de rédiger le 16 juillet 2009*

## L'INFLATION



# Le débat inflationniste en question

**N**ous abordons ce débat en trois points : 1/ L'état des anticipations d'inflation sur les marchés. 2/ L'inflation est elle une solution politiquement envisageable ? 3/ D'où viendraient les forces inflationnistes en Europe alors que cette zone a plutôt été à tendance déflationniste depuis 1992 ?

- Après avoir anticipé la déflation, les marchés obligataires sont revenus à des anticipations d'inflation modeste, autour de 2.0%, et pourtant, la menace inflationniste est omniprésente dans les préoccupations des investisseurs.

- Le traitement par l'inflation de la montée des dettes publiques, alors même que les dettes implicites liées aux engagements futurs de retraites sont élevés, est tentant mais : 1/ l'inflation ne se décrète pas ; 2/ son impact économique serait négatif en cas d'emballlement et il est difficile et coûteux de la maîtriser; 3/ le poids démographique et donc politique des générations « rentières » est important ; 4/ Notre partenaire allemand y est structurellement rétif.

- Nous jugeons faibles les probabilités d'une inflation en Europe due à : 1/ un excès de demande par rapport à l'offre. 2/ une montée des coûts salariaux. 3/ un excès de création monétaire avec une Banque Centrale Européenne indépendante. 4/ une dévaluation compétitive de l'euro.

- Les tensions inflationnistes pourraient venir : 1/ d'une franche montée des prix des matières premières, mais elle aurait des implications récessives sur la demande mondiale générant de fait des contre feux déflationnistes. 2/ du protectionnisme et de la création de champions nationaux sous l'impulsion des états cherchant à sauvegarder leurs industries. Cela mènerait à la création de situations oligopolistiques, avec des acteurs ayant un pouvoir de fixation des prix. 3/ d'un changement institutionnel majeur en zone euro, avec soit un démantèlement de la zone euro, soit la conversion progressive de l'Allemagne à un modèle de croissance moins tourné vers les exportations et son corollaire la compétitivité par les coûts salariaux (impliquant un changement d'objectifs de la BCE). Ce basculement historique, s'il doit avoir lieu, sera long à se dessiner.

- Au global, nous pensons que la zone euro devrait plutôt rester un espace économique où les forces déflationnistes domineront au cours des 5 prochaines années.

## Balance des risques inflationnistes :

Facteurs inflationnistes
Impôt indolore
Envolée des bases monétaires
Montée des prix des matières premières
Dévaluation de l'euro ?
Montée des revendications sociales, notamment salariales ?
Reprise économique
Constitution de champions nationaux (oligopoles, montée du protectionnisme)
Facteurs déflationnistes
Ne se décrète pas, très douloureux de sortir de l'hyperinflation des années 1970, poids politique des rentiers
Multiplicateur de crédit en berne, décroissance des masses monétaires élargies
Transferts de revenus vers des pays à forts taux d'épargne: contraction de la demande mondiale. Désindexation des salaires sur les prix.
Dollar structurellement faible
Concurrence des pays émergents Montée du chômage, menaces de délocalisation (perte de pouvoir de négociation des salariés)
Ecart durable au potentiel Politiques économiques orthodoxes (restriction budgétaire, credo anti-inflationniste Allemand, BCE indépendante)
Demande insuffisante, supervision de Bruxelles



## 1. Le point sur l'inflation instantanée et les anticipations des marchés

L'inflation atteint actuellement des niveaux extrêmement bas en Zone euro en raison principalement du recul passé des coûts des matières premières, en particulier le pétrole.

Pour autant, alors que les signaux conjoncturels s'améliorent grâce aux stimuli sans précédents des politiques monétaires et budgétaires, les investisseurs s'inquiètent du retour de l'inflation dans les années qui viennent. Il faut bien avouer, qu'un scénario de retour de l'inflation serait une menace majeure pour les institutionnels, tant sur les actifs en portefeuille que sur les passifs.

L'inflation entraînerait une remontée rapide des taux longs conduisant potentiellement à un krack obligataire, tandis que les passifs seraient alourdis. Ces inquiétudes vont sans doute se renforcer quand l'effet de base de la baisse des prix de l'énergie va s'estomper et que les rythmes d'inflation vont repartir modérément à la hausse à compter de l'automne.

Les points morts d'inflation sur les marchés financiers, après avoir envisagé la déflation au cœur de la déflagration financière de la fin 2008, sont revenus à des niveaux proches de ceux d'avant la crise. L'inflation reviendra à la fin de l'été avec la remontée des prix du pétrole et ce malgré des pressions baissières sur l'inflation sous jacente (notamment sur les produits manufacturés). Contrairement aux chocs pétroliers de la fin des années 1970, il y a peu de risque de voir s'enclencher une spirale prix-salaires, comme la période 2003-2008 l'a confirmé.

## 2. L'inflation est elle une solution politiquement envisageable ?

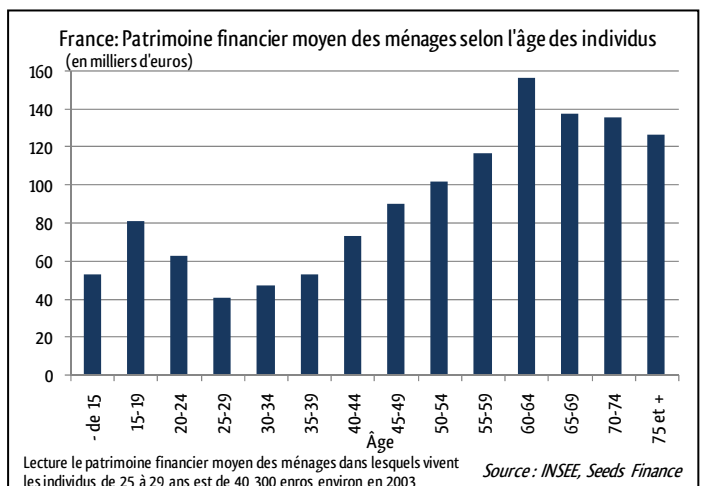
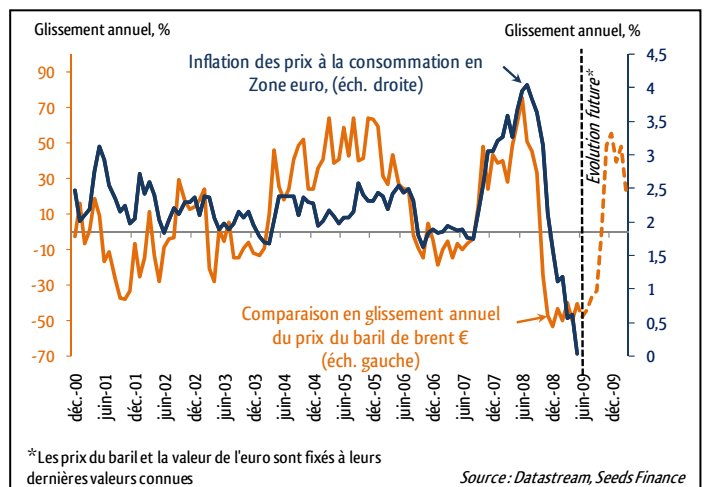
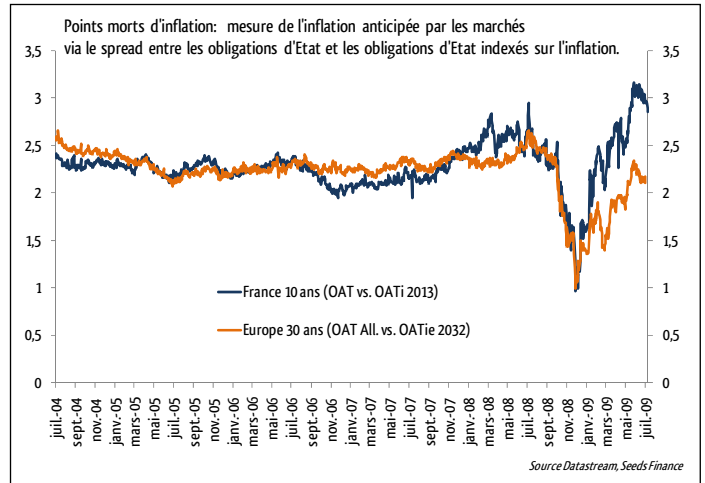
L'utilisation par les Etats de l'inflation comme traitement de l'envolée des dettes publiques est séduisante car plus indolore politiquement que des hausses d'impôts. Tout arbitrage en faveur de l'inflation sera malgré tout politiquement dangereux, et ce dans la majorité des pays européens, du fait du poids électoral des seniors détenteurs du patrimoine.

L'inflation n'est pas indolore. Même si les ménages sont soumis à l'illusion monétaire, les détenteurs de patrimoines, notamment financier, y sont plus sensibles. Or, on trouve ces derniers dans les classes d'âge supérieures à 40 ans. Ces mêmes classes d'âge vont voir leur poids démographique croître de 12% entre 2008 et 2020, pour représenter par exemple les 2/3 du corps électoral français !

La solution inflationniste, bien que tentante pour adoucir le fardeau de la dette, est risquée. Car si l'on parvient à raviver l'inflation elle devient potentiellement incontrôlable car les anticipations d'inflation peuvent déraiper avec pour conséquence de brouiller les signaux de prix pour les agents. Il est difficile ensuite de les arrêter sans casser la croissance économique (cf la politique de taux d'intérêt réels élevés du gouverneur de la Federal Reserve Volcker au début des années 1980 et la récession qui en a suivi).

Enfin, l'inflation des biens et services ne se décrète pas, surtout dans un environnement puissamment déflationniste (cf le point 3 ci-après). Un objectif affiché de retour de l'inflation se traduirait plus par une re-montée des taux d'intérêt longs.

Ensuite, il nous semble improbable de convaincre nos partenaires Allemands, -dont le zèle anti-inflationniste n'a pas d'égal- de réformer les objectifs voire les statuts d'indépendance de la BCE. Il est peu probable que les Banques Centrales renoncent à leur crédibilité durement acquise.





### 3. D'où pourraient venir les forces inflationnistes ?

Pour mieux quantifier ce risque inflationniste nous passons en revue les causes théoriques de l'inflation et leur probabilité d'occurrence en Europe.

- L'inflation par la reconstitution d'oligopoles/monopoles
- L'inflation par l'excès de demande / offre
- Hausse des prix des matières premières
- Dévaluation des changes et inflation importée
- Hausse des salaires et spirale inflationniste
- L'inflation via la planche à billets.

#### Inflation par la reconstitution d'oligopoles/remontée du protectionnisme, probabilité non négligeable

L'inflation peut résulter de la détérioration des conditions de la concurrence. Les autorités de contrôle de la concurrence veillent, mais à la faveur de la crise certaines conditions d'octroi de marchés publics ont été revues à la baisse afin d'accélérer la mise en œuvre des plans de relance. De plus, la crise va également conduire à des processus de fusions absorptions importants (cf le cas du secteur bancaire), parfois induits par la volonté des pouvoirs politiques de sauvegarder des secteurs en créant des champions nationaux.

Il est clair que les intérêts nationaux sortiront renforcés par la montée de la cohorte des chômeurs qui s'avance. Plus structurellement, la montée dans les pays développés de la conscience écologique pourrait conduire à une montée des barrières non tarifaires liées à de nouvelles contraintes sanitaires et/ou écologiques.

#### Inflation par excès de demande/offre, probabilité quasi nulle

Ce n'est pas le risque majeur loin s'en faut. La demande promet d'être durablement déprimée (montée du chômage, arrêt du robinet du crédit, pressions baissières sur les salaires). On a même plutôt un problème d'excès d'offre avec la mondialisation et la montée des capacités de production inemployées, même si la crise va impliquer des destructions de capacités de production avec un investissement des entreprises déprimé. Enfin, avec la mondialisation, les marchés occidentaux sont inondés de produits à bas coûts qui impliquent une pression baissière structurelle sur le niveau des prix occidentaux, limitant le fameux pricing power.

#### L'inflation par les prix des matières premières, probabilité élevée mais...

C'est un risque important. La montée tendancielle de la demande des pays émergents crée une tension alors que nombre de matières premières voient leur production contrainte (peak oil, insuffisances des investissements etc..)

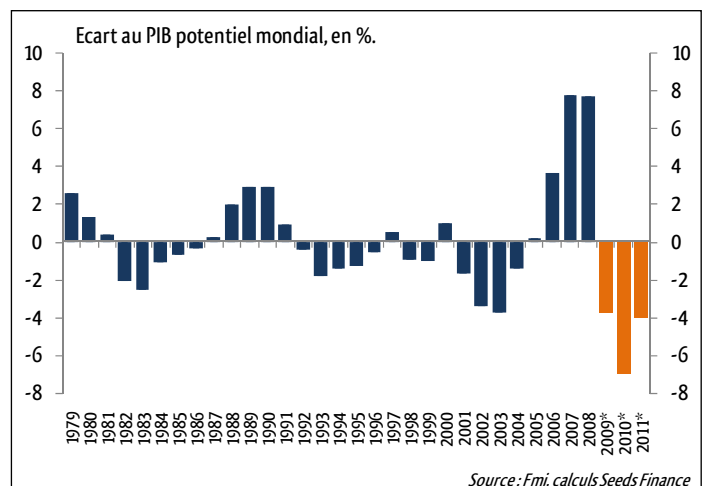
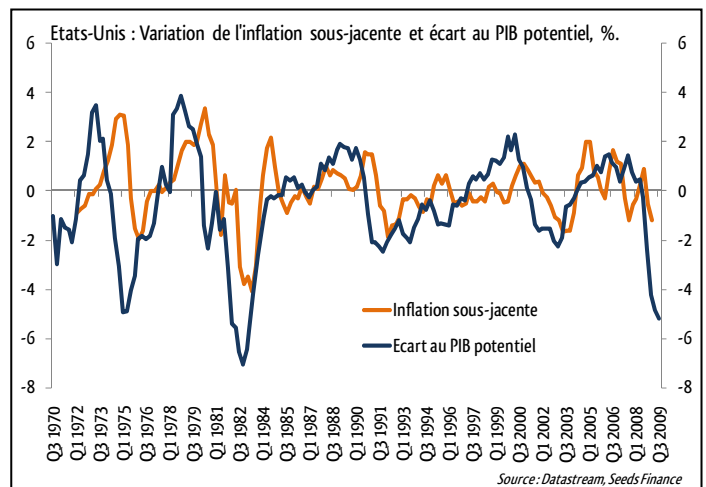
En même temps, l'avenir des pays développés passe par des innovations notamment en économie d'énergie/énergie propres, dont la rentabilité économique est une fonction croissante de la hausse des prix de l'énergie fossile. C'est le jeu de ces deux forces qui décidera de l'avenir des prix des matières premières notamment énergétiques. Toutefois, si récemment, la contraction concertée de l'offre (Cartel de l'OPEP) et un mouvement de nature spéculatif

anticipant les premiers signes de la reprise, ont pu mener à une hausse des prix du baril, une remontée trop vive de ceux-ci viendrait contrecarrer une reprise rapide, limitant également les tensions inflationnistes. Enfin, la rente pétrolière constitue structurellement un contre feu déflationniste en raison de la faible capacité d'absorption des pays producteurs : Une hausse des prix des matières premières génère un transfert de revenus vers les pays producteurs qui ont un taux d'épargne plus élevé et cela déprime donc la croissance mondiale.

A l'heure actuelle, nous penchons tout de même pour une hausse du prix des matières premières à moyen terme. Toutefois toute hausse trop abrupte, freinant immédiatement le pouvoir d'achat des ménages, ralentira la croissance et induira une baisse des cours.

Notons que le récent choc pétrolier (2003/2008) n'a pas dégénéré en une spirale inflationniste comme dans les années 1970, preuves que :

- Le reste de l'environnement économique est désinflationniste.
- La BCE arbitre en faveur du contrôle des prix (cf hausse des taux de Juillet 2008 alors que déjà une récession était engagée en Zone euro).
- On a désindexé les salaires des prix.





### 3. D'où pourraient venir les forces inflationnistes ? (suite)

#### Dévaluations du change menant à une hausse de l'inflation importée, probabilité **très faible**

Une dévaluation voulue ou subie entraîne mécaniquement une hausse des prix des biens importés exprimés en monnaie locale. Toutefois, l'euro est sur une tendance d'appréciation tendancielle. La Zone euro n'est pas une zone de déficit courant vis-à-vis du reste du monde. Le risque est plus celui d'une remontée de l'euro notamment face au dollar. Depuis 2000 et l'avènement de l'union monétaire, l'euro est en hausse tendancielle, et il a joué un rôle d'amortisseur des hausses de prix des matières premières.

En fait, il faut ici envisager une rupture de l'union monétaire pour construire un scénario de retour de l'inflation dans les pays périphériques par dévaluations. Pour l'Allemagne, le retour du mark s'accompagnerait d'une franche appréciation de ce dernier et donc initialement de pressions déflationnistes majeures dues conjointement à la baisse des prix des biens importés et à la chute du moteur de la croissance allemande, à savoir les exportations.

#### Inflation par un dérapage salarial, probabilité **très faible**

80% des coûts de production des entreprises européennes sont liés aux salaires. Or ceux-ci semblent durablement déprimés, car conformément à la courbe de Phillips, la remontée fulgurante du chômage abaisse le pouvoir de négociation des salariés. Selon cette relation, les salaires devraient connaître une progression très limitée dans les années qui viennent. N'oublions pas que dans l'ensemble des pays Européens les salaires ont été désindexés des prix au cours des années 1990, à l'approche de l'union monétaire.

Seuls des mouvements sociaux de première ampleur, rendraient l'inflation salariale plausible. Mais, cela repose sur l'idée d'une capacité des salariés à se fédérer et à faire pression collectivement sur les employeurs. Or la montée du chômage, la fragmentation des processus de production et les menaces de délocalisation (importantes armées de réserve salariées dans les pays émergents) sont des freins.

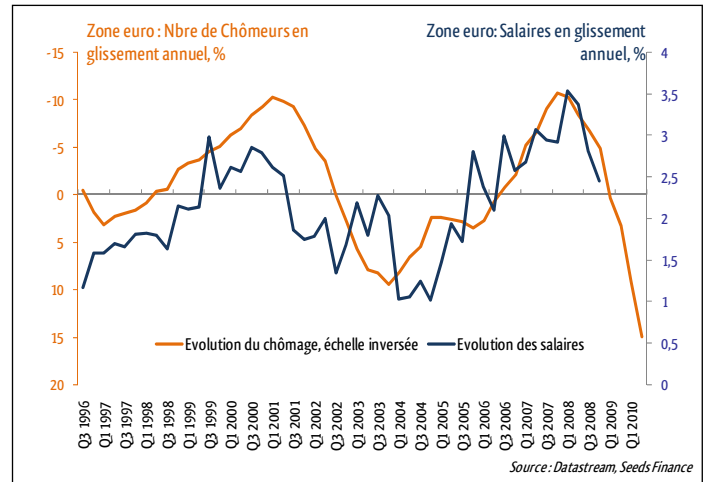
Par ailleurs une politique de générosité salariale isolée, initialement inflationniste, aurait des conséquences désastreuses pour le pays qui les octroierait. La perte de compétitivité détruirait des emplois et serait donc déflationniste à moyen terme.

#### L'inflation par la planche à billets, probabilité **faible**

Cette crainte naît du traitement de la crise en cours : forte croissance de la base monétaire avec une politique de mise à disposition illimitée de liquidités au système bancaire et un fort accroissement des dettes publiques.

Mais la vitesse de circulation de la monnaie a chuté. Durant la phase de crise économique, la lutte menée par les banques centrales pour éviter la déflation ne devrait pas conduire à une inflation d'origine monétaire en raison de la réduction de la vitesse de circulation de la

monnaie. Les autorités monétaires interviennent afin de maintenir un niveau de crédit le moins faible possible malgré la réduction de la production de crédit (offre prudente en raison des dégradations de bilans et de la montée objective des risques avec la récession et baisse de la demande de crédit avec la chute de l'investissement et la montée des comportements de précaution).





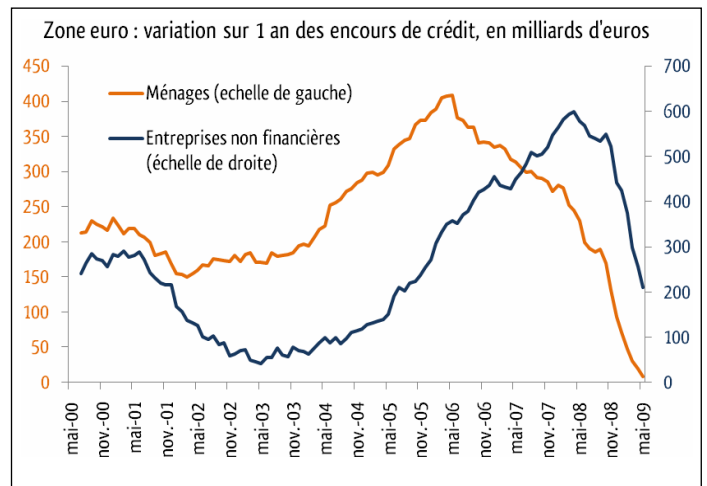
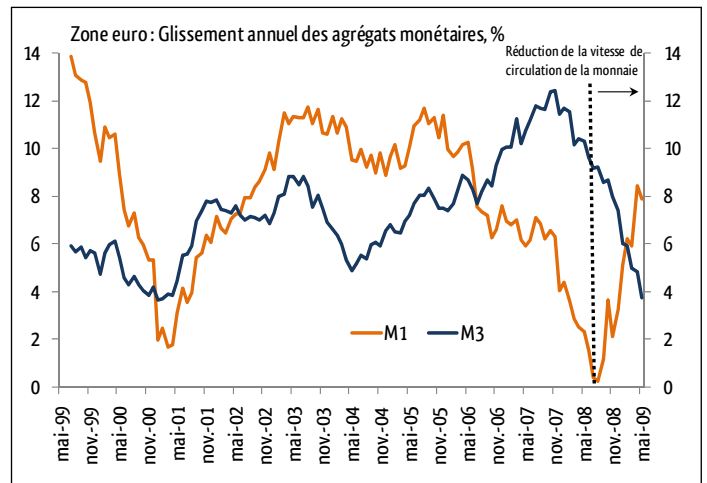
### 3. D'où pourraient venir les forces inflationnistes ? (suite)

L'inflation d'origine monétaire apparaît lorsque la monnaie en circulation croît plus rapidement que le niveau de la production. Dans ce cas, la monnaie perd de son pouvoir d'achat ce qui se traduit par de l'inflation : le pouvoir d'achat de la monnaie n'est autre que sa contrepartie réelle -la production disponible (qui est déterminée s'apprécier avec la globalisation au niveau mondial..).

M1 s'envole mais M3 s'infléchit Pour que l'inflation apparaisse avec une augmentation de la base monétaire (M1) il est nécessaire d'observer une stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie qui autorise une croissance proportionnelle de la masse monétaire élargie (M3). Les injections de liquidité tentent uniquement de compenser la baisse la vitesse de la circulation de la monnaie, i.e. le mauvais fonctionnement des canaux de transmission des impulsions de politiques monétaires.

L'inquiétude la plus sérieuse reste sur les modalités de sortie des politiques non conventionnelles, c'est à dire leur réversibilité. Les Banques centrales seront elles capables de retirer les liquidités injectées lorsque la vitesse de circulation redeviendra normale ? Par exemple, la BCE a injecté massivement des liquidités (442 milliards d'euros) via l'open market à horizon d'un an le 25 Juin, et pourras les retirer à compter de juin 2010. Enfin, les réformes en cours de la réglementation du crédit (ratio prudentiels pro cycliques, etc..) pourraient infléchir structurellement le multiplicateur de crédit (rapport de M3/M1) même une fois la crise traitée.

En économie ouverte, tout excès de création monétaire comme celui enregistré mondialement avant l'éclatement de la crise des subprimes se traduit plutôt en hausse des prix d'actifs.



### 4. Principales classes d'actifs pour jouer l'inflation

Dérivés, swap d'inflation	😊😊😊
Obligations indexées inflation	😊😊😊
Produits structurés inflation	😊😊😊
Obligations taux variable	😊😊
Matières premières énergie	😊😊
Matières premières agricoles, métaux	😊
Actions sectorielles (énergie, matériaux...)	😊
Devises des pays détenteurs de matières premières (Australie, Canada, Norvège...)	😊



# Conclusion

**A**u global, nous jugeons que les forces déflationnistes devraient l'emporter au sein de la zone euro au cours des 4 ou 5 prochaines années. Mais à terme, la faiblesse de la croissance en zone euro impliquera le creusement des difficultés sociales et de gestion de la dette, alors que le vieillissement est déjà en marche. Alors, peut être, une rupture plus majeure s'imposera. Elle aura forcément une dimension européenne.

Ainsi, pour dessiner un scénario inflationniste, il faut envisager des changements institutionnels majeurs en zone euro, avec soit un démantèlement de la zone euro, soit la conversion progressive de l'Allemagne à un modèle de croissance plus tourné vers la demande interne (impliquant une modification d'objectifs de la BCE). Mais attention, d'autres pays de la zone euro ont mené des stratégies non coopératives depuis le début des années 1990 (cf notre désinflation compétitive, ou la concurrence fiscale irlandaise). Notre union monétaire unijambiste (pas de politique budgétaire fédérale) en est la cause car elle favorise les traitements nationaux et non coordonnés des difficultés des pays de l'union monétaire.

Ce basculement historique, s'il doit avoir lieu, sera probablement long à se dessiner.

La sortie par le haut des problèmes de dettes publiques résidera dans notre capacité à stimuler les gains de productivité via des investissements dans des secteurs d'avenir, au premier rang desquels ceux liés aux économies d'énergie.



#### Mentions légales

Ce document « pistes de réflexion » Seeds Finance est une étude appartenant à Seeds Finance qui conserve l'entière propriété intellectuelle des documents produits par elle ainsi que l'exclusivité des droits de reproduction, de traduction et de présentation. La diffusion de l'information contenue dans ces documents et la reproduction même partielle et par quelque procédé que ce soit est interdite sans l'autorisation préalable de Seeds Finance. Ces informations mises à disposition par Seeds Finance ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation à investir dans un quelconque produit. Attention, ces informations sont uniquement indicatives. Ces informations n'ont aucune valeur contractuelle et ne peuvent être considérées comme exhaustives ou exemptes d'erreurs accidentelles. Seeds Finance décline toute responsabilité concernant le résultat d'investissements réalisés sur la base des informations et opinions présentées dans cette brochure.

#### Disclaimer

The information made available by Seeds Finance in no way constitutes an offer to sell or a solicitation to invest in any of the products presented. This information has no contractual value and is not guaranteed to be exhaustive or exempt from unintentional errors. Copyright Seeds Finance. No advertising, no use of any information made available therein without prior approval from Seeds Finance in writing. No distribution of the information available is authorized in any way.

SEEDS FINANCE conserve l'entière propriété intellectuelle des documents produits par elle. La diffusion de l'information contenue dans ces documents et la reproduction même partielle et par quelque procédé que ce soit est interdite sans l'autorisation préalable de SEEDS FINANCE.

Ces informations mises à disposition par SEEDS FINANCE ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation à investir dans un quelconque produit. Ces informations n'ont aucune valeur contractuelle et ne peuvent être considérées comme exhaustives ou exemptes d'erreurs accidentelles. SEEDS FINANCE décline toute responsabilité concernant le résultat d'investissements réalisés sur la base des informations et opinions présentées ci-

#### SEEDS FINANCE SA

41 avenue de la grande armée

75016 Paris

Tél. 01 75 44 96 00

Fax. 01 75 44 96 29

[www.seeds-finance.com](http://www.seeds-finance.com)

Société de conseil en investissements financiers

Enregistrée sous le n° D003806 auprès de la CNCIF

Association agréée auprès de l'Autorité des Marchés Financiers

