



↓ INFLATION ↑

# Sommet atteint

L'inflation continue de grimper. En mars, elle s'est ainsi élevée à 3,5 % en Europe sur base annuelle. Quelle ampleur ce phénomène peut-il encore prendre ? A quoi faut-il s'attendre ? *Cash* fait le point avec des dirigeants d'entreprise, des gestionnaires de fonds et quelques témoins privilégiés au sein des organismes financiers.

Ces dernières semaines, le spectre de l'inflation s'est remis à planer au-dessus des marchés, échauffant les esprits. Tout le monde sait désormais que la poussée inflationniste est causée par l'envol des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. En Europe, l'inflation s'élevait à 3,5% sur base annualisée au mois de mars, son plus haut niveau depuis juin 1992. Aux Etats-Unis, elle se monte même à 3,9%. Quelle est son ampleur au juste ? Que pouvons-nous attendre pour l'avenir ? En général, les observateurs que nous avons consulté ne prévoient aucun nouveau dérapage inflationniste. Certains pronostiquent même un brutal refroidissement de la machine économique et voient le problème se dissiper d'ici la fin de l'année. Merrill Lynch dresse l'analyse la plus pessimiste en faisant référence aux mesures peut-être trop restrictives prises dans les pays émergents.

## Inflation à son sommet

Pas question d'alimenter la panique chez Exane BNP Paribas, où l'on affirme que l'inflation a atteint son sommet en Europe. L'énergie et les

denrées alimentaires, qui représentent 25,6% de l'indice des prix, ont pris à leur compte 60% de la hausse des prix. Mais ces deux secteurs ont épuisé la majeure partie de leur potentiel de hausse. Exane voit le composant énergétique rapidement baisser dès ce mois-ci, alors que les prix des denrées alimentaires devraient bientôt stagner. Les prix immobiliers et les loyers devrait enfin leur emboîter le pas vers le mois d'octobre. D'autant que les prix actuellement élevés de l'énergie et des denrées alimentaires constituent simultanément, même si cela peut paraître contradictoire, un frein à l'inflation, en réduisant inexorablement le pouvoir d'achat des consommateurs. Compte tenu de tous ces facteurs, le groupe français table sur un recul de l'inflation à 2% vers la fin de 2008. Exane ajoute qu'il ne faut craindre aucune hausse substantielle de l'inflation sous-jacente, beaucoup plus dangereuse. La hausse des prix de l'énergie aura des répercussions assez réduites sur les autres éléments de la chaîne de production, en raison d'une intensité énergétique moindre que par le passé et de l'impossibilité pour les entreprises de procéder à

des hausses de tarifs, la lutte pour les parts de marché jouant ici un rôle décisif.

Erwin Deseyn, gestionnaire chez CapitalatWork, est lui aussi serein. Il constate que le point mort de l'inflation, l'écart entre le taux nominal et réel, ne dépasse pas 2,3%. Le point mort de l'inflation est le taux d'inflation futur pour lequel le rendement des obligations indexées (TIPS) est égal à celui des obligations nominales (voir encadré page 8). « Les marchés obligataires tablent sur une inflation future largement inférieure aux chiffres observés récemment dans la zone euro et aux Etats-Unis. Pour alimenter la hausse de l'inflation, les prix des matières premières doivent continuer à progresser au rythme actuel. Nous ne pensons pas que ce soit possible. Si les prix de l'énergie et des denrées alimentaires cessent d'augmenter, l'inflation va automatiquement retomber à 2,3%. » E. Deseyn rappelle que les investissements croissants en capacité de production de matières premières devraient imposer un plafond aux prix, et donc empêcher une nouvelle dépréciation monétaire. Le débat sur l'inflation n'aura été qu'une tempête dans un verre

d'eau. Il ne croit pas non plus dans un scénario de stagflation: « Si l'économie ralentit, l'inflation va également fondre comme neige au soleil. » Erwin Deysen continue à mettre l'accent sur les obligations indexées à l'inflation, une excellente alternative dans un portefeuille diversifié.

## La BCE va céder

Pour Exane BNP Paribas, il est évident que la Banque centrale européenne (BCE) va procéder à une baisse des taux à la fin du deuxième trimestre ou au début du troisième. Exane souligne que la BCE avait inauguré un cycle d'assouplissement monétaire juste après mai 2001, alors que l'inflation s'élevait à 3,1%. E. Deseyn pense la BCE va intervenir dès les premiers signes de recul de l'inflation. La Réserve fédérale (Fed) n'a pas besoin d'assouplir sa politique monétaire : ses taux à court terme sont déjà suffisamment bas. Il indique également que la fuite vers la qualité a pris fin. Un élément significatif, qui souligne que le pire est passé. De plus en plus d'investisseurs accroissent le risque de leur portefeuille.

Selon l'analyste indépendant Frank Boll, la BCE a agi correctement jusqu'à présent en donnant la priorité à la lutte contre l'inflation. « La politique monétaire n'est pas faite pour stimuler la croissance. La Réserve fédérale mise tout sur la croissance. Le taux actuel de 2% et une inflation de 4% nous donne un taux réel négatif de 2%. Un stimulus monétaire plus fort encore que le taux réel négatif de 0,25% que nous avons connu début 2002 (Fed Funds Rate de 1% et inflation de 1,25%). La Fed assure la « gestion » de la monnaie de réserve mondiale et peut donc se permettre d'aller un peu plus loin. Elle oublie cependant que le profit enregistré à court terme se paiera *cash* à plus long terme. Les excès seront plus importants et plus difficiles à éliminer. On peut penser que la Fed va désormais s'intéresser davantage à l'inflation. » (NDLR : l'interview a été faite avant la dernière réunion de la banque centrale).

Johnny Debuysser de Petercam voit les choses différemment. Se-



**« Les observateurs plus indépendants ne voient que la fin du début de la crise des crédits et des turbulences sur le marché. »**

lon lui, l'inflation pourrait refaire parler d'elle si l'économie américaine devait reprendre du poil de la bête. Le ralentissement économique actuel n'est certainement pas venu à bout de l'inflation sous-jacente. La Fed a injecté énormément de liquidités dans le système et a beaucoup baissé les taux, alors que le président Bush a imposé d'importantes mesures d'aide. « Après l'été, une croissance de 2,5% n'est pas à exclure. La Fed va dès lors être plus disposée à relever les taux entre 3 et 4%. En Europe, nous observerons plutôt un ralentissement économique à 1,5%. La BCE sera contrainte de baisser son taux, à 3,75% dans un premier temps, puis à 3,5%. »

## Les hypothèses audacieuses de Frank Boll

Frank Boll observe les marchés actuels avec une grande méfiance. Il estime qu'il est beaucoup trop tôt pour affirmer que les Bourses ont atteint leur plancher en janvier et en mars. « Si nous plaçons l'évolution du Dow Jones dans une perspective historique plus large, nous observons un double sommet dans la hausse phénoménale entamée en 1982: d'abord en 2000, puis à la mi-2007. Et si nous nous basons sur les mouvements baissiers du passé, on peut prévoir un recul de 40% par rapport à ces plus hauts. Or nous n'en sommes qu'à 10%. On trouve également beaucoup de capitaux spéculatifs sur les marchés des matières premières, où ils représentent parfois plus de 50% des positions. Ce qui permet d'envisager à terme un tarissement des flux monétaires vers ce segment du marché. Il se peut même que tout le monde adopte subitement la même position, et dans ce cas, un effondrement spectaculaire n'est pas à exclure. Il n'y a rien de révolutionnaire à affirmer qu'une baisse du cours du pétrole de 20 à 30% est possible. Un tel recul n'interrompra en rien la tendance haussière à long terme. » F. Boll porte également un regard sceptique sur le marché obligataire. « La récente baisse des obligations publiques n'est pas une preuve de quoi que ce soit. Ce n'est qu'un coup d'arrêt dans la tendance haussière que nous avons observée de juin 2007 à mars 2008. » F. Boll est convaincu que le marché obligataire va poursuivre sa marche en avant et que le taux à long terme va encore reculer.

## Un ralentissement économique à ne pas sous-estimer

Frank Boll maintient son hypothèse de travail d'il y a quelques mois: selon lui, le ralentissement économique sera beaucoup plus marqué que ce que l'on est prêt à croire. Ce qui aura sans nul doute pour effet de réduire l'inflation. « Il ne s'est pas passé suffisamment de temps pour corriger cette hypothèse basée sur des tendances à long terme. A court terme, il n'est pas toujours possible d'établir de liens univoques, et on peut s'écarter de la tendance longue. Aujourd'hui, le marché est trop optimiste. Il sous-estime l'effet de la crise des crédits sur l'économie réelle et a conclu ►►►



trop rapidement qu'il était possible de mettre en quarantaine le ralentissement économique aux Etats-Unis, de l'empêcher d'avoir un impact sur le reste du monde. Pour beaucoup, le début de la fin de la crise a commencé, d'où les rebonds que l'on observe aujourd'hui. Dans le secteur financier surtout, l'optimisme gagne du terrain. C'est normal : ils doivent défendre leur job. Les observateurs plus indépendants ne voient que la fin du début de la crise des crédits et des turbulences sur le marché. La crise des *subprimes* doit encore se traduire par des défauts de paiement sur les emprunts contractés pour financer des achats de voitures, des études, de l'immobilier commercial, de l'immobilier résidentiel de bonne qualité (prime), etc. »

Le niveau de l'inflation pourrait reculer plus rapidement que prévu. Si la croissance s'effrite, la lutte pour les parts de marché pourrait se révéler particulièrement âpre dans un monde mondialisé et extrêmement concurrentiel. D'autant que la moitié de l'humanité a accédé à la scène économique internationale. L'économiste répète également sa théorie sur la déflation du crédit qui est en train de faire son œuvre et a pour effet de réduire les liquidités. Il prévoit également une diminution des liquidités disponibles induite par l'énorme méfiance qui subsiste entre les différentes parties actives sur le marché.

## Les pays émergents

Chez JP Morgan, on aborde la problématique de l'inflation sous un angle différent et on rappelle que les banques centrales des pays émergents sont particulièrement sensibles à toute modification de perspectives en la matière. Les économies émergentes conservent cependant une croissance soutenue. Plusieurs banques centrales ont dès lors l'intention d'augmenter les taux dans les mois à venir. La banque centrale brésilienne a surpris les marchés en avril en relevant de manière assez agressive ses taux de 50 points de base à 11,75 % ; plusieurs hausses sont encore à prévoir. Son pendant sud-

africain nourrit également le projet de relever les taux de 50 points de base pour ramener l'inflation dans la marge de fluctuation exigée de 3 à 6 %. En Russie, en Turquie, en Inde, en Chine et dans d'autres pays, des mesures sont également prises pour juguler l'inflation.

Merrill Lynch est du même avis et va même un peu plus loin. L'organisme bancaire prévient que l'expansion économique mondiale actuelle risque de s'arrêter si les banques centrales des pays émergents intensifient leur lutte contre l'inflation. Merrill Lynch rappelle que la plupart des pays émergents ne seront

guère affectés par la récession américaine et que leur économie va continuer à tourner à un régime soutenu, avec tous les risques que cela comporte. Aux Etats-Unis aussi, il sera difficile d'éliminer l'inflation à présent que l'économie ralentit et que le consommateur réduit ses dépenses. Si de nombreux marchés émergents laissent leur monnaie s'apprécier dans le but de maintenir l'inflation en dehors de leurs frontières, il n'est pas interdit de penser que les Etats-Unis pourraient se voir contraints d'importer une grande partie de la hausse des prix. ■

Francis Muyschondt

## L'inflation effective et attendue

L'écart entre le rendement des obligations indexées et celui des obligations nominales est lié aux attentes en matière d'inflation. Si celles-ci augmentent, le taux nominal va moins diminuer ou augmenter plus rapidement que le taux réel. Le rendement des obligations indexées sur l'inflation va ainsi s'écarter positivement de celui des obligations nominales. A l'inverse, une baisse des attentes en matière d'inflation aura un impact négatif sur le rendement des obligations indexées par rapport à celui des obligations nominales. Mais à l'échéance de l'obligation, c'est l'inflation effective qui va déterminer le rendement des TIPS par rapport aux obligations nominales. Si l'inflation effective est supérieure au point mort de l'inflation au moment de l'investissement, ceux qui ont opté pour des obligations indexées auront eu raison. Si le contraire se produit, les titulaires d'obligations nominales auront enregistré un rendement supérieur.



« Le débat sur l'inflation n'aura été qu'une tempête dans un verre d'eau. »