

« Les crises sont, comme les pointes d'un iceberg, le symptôme d'un vrai dysfonctionnement de l'économie mondiale »

Joseph.E.Stiglitz¹

Crise immobilière, crise bancaire, crise des marchés financiers, crise des institutions financières...

Alors qu'une nouvelle crise semble à chaque fois en chasser une autre, un véritable sujet d'inquiétude s'installe durablement : l'inflation.

La flambée du cours du brut menace la croissance et le pouvoir d'achat des ménages, les marchés boursiers sont confrontés à des situations inédites, le secteur immobilier s'enfoncé dans la morosité : la mondialisation semble fonctionner à l'envers....

Il y a tout juste 1 an, le 14 juin 2007, la banque new-yorkaise Bear Stearns procédait au renflouement d'un de ses fonds d'investissement incapable d'honorer le paiement de ses appels de marge adossés à ses 15 milliards de dollars de positions spéculatives sur le marché des obligations adossées à des crédits hypothécaires...

9 mois après, le 16 mars 2008, la Réserve Fédérale, soutenue par la Maison Blanche, intervenait dans l'urgence pour sauver la même Bear Stearns confrontée à la rapidité de l'effondrement de ses liquidités.

Ce cas de sauvetage in extremis illustre toute la vulnérabilité des banques mais aussi l'immense fragilité du système économique et financier mondial face à la crise des « Subprimes » : il cristallise, à l'instar du scandale qui frappa le Tour de France, les méfaits du dopage aux résultats à outrance dont s'est rendue coupable toute l'industrie bancaire et financière via notamment la titrisation du crédit.

Confronté à une crise bancaire majeure et à une lourde chute des marchés financiers, Ben Bernanke, président de la Réserve fédérale, s'est mobilisé ardemment pour endiguer la crise et éviter son risque systémique : 7 baisses de taux en 4 mois (de 5,25 à 2%), des dizaines de milliards de dollars injectés dans le système bancaire, la possibilité exceptionnelle et inédite offerte aux banques d'investissement de se refinancer au propre taux d'escompte de la Fed (fenêtre d'oxygène jusqu'alors réservée aux seules banques commerciales), la prise en pension de prêts nantis sur une vaste palette d'actifs jusqu'à ces 30 milliards de dollars d'actifs fortement dégradés de Bear Stearns que la Fed décide en dernier ressort de racheter, avant la reprise de la banque d'affaires par JP Morgan : geste inédit et symptomatique de la volonté américaine d'éviter le pire... ;

Mais la bonne gestion de la crise financière mettra t-elle fin pour autant à ces turbulences ?

N'est-elle pas au contraire l'apparente pointe d'un iceberg syndrome d'un vrai dysfonctionnement de l'économie mondiale, signe avant-coureur d'un dérèglement de la globalisation menacée par un mal plus sournois : l'inflation ?

¹Prix Nobel d'économie 2001.

Nos renseignements, puisés aux meilleures sources, sont donnés à titre indicatif sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité de SGA Finances. Ils ne sauraient constituer ni un conseil personnalisé, ni une offre d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente.

Les turbulences financières sont le révélateur du dysfonctionnement de l'économie mondiale frappée par la résurgence des tensions inflationnistes

Le monde change, vite, très vite. Les risques aussi : délocalisations, excès de liquidités mondiales, variation forte du prix des actifs, ...

Au cours de la décennie écoulée, la montée en puissance des économies émergentes a été une bénédiction pour les pays développés : le vaste éventail de biens bon marché exportés par centaines de milliards de dollars vers les marchés des nations développées a largement contribué à alimenter les flux de consommation et à soutenir la croissance, cet afflux de marchandises accessibles à tous créant une spirale déflationniste qui faisait le bonheur des responsables économiques et monétaires.

Cette période bénie est révolue. L'essor rapide des nouveaux venus sur la scène économique mondiale est en passe de tourner au cauchemar pour tout le monde.

Afin d'alimenter la chaudière de la croissance, la Chine, l'Inde, le Brésil et les autres économies dynamiques absorbent une part grandissante des ressources naturelles de la planète. Dans un contexte où l'offre n'a pas su s'adapter à cette demande nouvelle, ce surcroît de besoins exerce une pression de plus en plus pénalisante sur les prix. Et personne n'est épargné. Pays développés, pays émergents ou pays en développement, tous les pays voient grimper le montant de leurs factures : + 95 % pour le pétrole en un an, deux à trois fois plus pour certaines denrées alimentaires de base, des hausses à deux chiffres sur les matières premières industrielles.

L'alerte est donnée, l'ennemi commun, c'est la hausse des prix.

Si rien n'est fait, les conséquences sont potentiellement désastreuses : stagflation, surchauffe ou, pour les plus pauvres, famine. « *Nous avons mangé notre pain blanc, il faut donc réagir car il y a urgence* »².

Un front commun semble se dessiner. Les uns après les autres, les banques centrales commencent à resserrer les robinets du crédit. La Banque centrale européenne s'exécutera jeudi prochain, son président l'a confirmé hier. Et la Fed, qui vient de laisser passer son tour, suivra vraisemblablement le mouvement avant la fin de l'été.

Mais cette mobilisation ne pourra produire pleinement ses effets que si les pays émergents s'y joignent. Or certains, comme la Chine, éprouvent quelque difficulté à appuyer sur le frein pour canaliser une croissance effervescente dont ils sont à la fois fiers, friands et... pas toujours maîtres.

² « *Globalisation : le pire est à venir* » / Marie-paule Virard & Patrick Artus.

Nos renseignements, puisés aux meilleures sources, sont donnés à titre indicatif sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité de SGA Finances. Ils ne sauraient constituer ni un conseil personnalisé, ni une offre d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente.

Pourquoi une résurgence des tensions inflationnistes ?

« L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire, en ce sens qu'elle est et qu'elle ne peut être générée que par une augmentation de la quantité de monnaie plus rapide que celle de la production ».

Milton Friedman

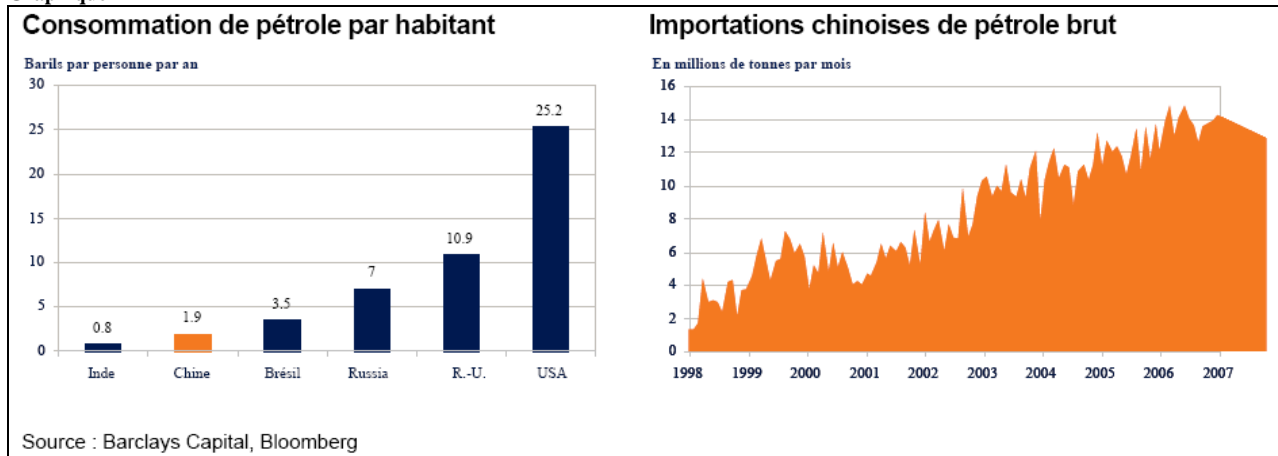
Au cours des dernières années, deux thématiques économiques d'ampleur mondiale et à long terme ont été source de pressions inflationnistes :

1- Thématique inflationniste liée à la demande :

Depuis quelques années, la demande de matières premières et produits de base a progressé massivement, parallèlement au mouvement continu d'industrialisation des pays BRIC, et en particulier de la Chine.

Notamment, la Chine figure aujourd'hui en tête de la liste des pays classés par ordre de croissance marginale de leur demande de pétrole.

Graphique 1



Nous pouvons estimer que les 5 années qui viennent de s'écouler sont la genèse d'un processus de normalisation de la richesse des pays émergents par rapport à celle des pays développés qui s'étendra sur une durée de 30 à 50 ans.

Nous nous trouvons donc bien actuellement dans ce que l'on appelle le « super cycle des matières premières³ » où l'offre a du mal à s'adapter à ce choc de la demande.

A terme, la demande et l'offre finiront par s'équilibrer, moyennant de fragiles augmentations de l'offre et de lentes améliorations de la productivité. Ainsi, l'agriculture est sous-productive en Chine et en Inde. Le niveau de productivité y est proche de celui de l'Europe occidentale et des États-Unis au début du XX^{ème} siècle.

Il y a là une marge gigantesque d'amélioration de la productivité. Mais il s'agit là d'une évolution à long terme.

Dans l'intervalle, la normalisation de l'offre et de la demande passera par une forte augmentation des prix.

2- Thématique inflationniste liée à la théorie monétaire :

Le problème monétaire est lié à l'assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis et à la faiblesse du dollar.

Depuis l'éclatement de la bulle technologique en 2000, la Réserve Fédérale s'est fixée pour règle une politique monétaire à la fois agressive et flexible. Elle a réduit les taux d'intérêt jusqu'à un niveau de 1%, niveau qu'elle a maintenu jusqu'en avril 2004 (cf : graphique 2).

³ Cf : les précédentes Perspectives Financières de SGA Finances :

- octobre 2006 : « Les enjeux du développement de la Chine, ses répercussions sur le prix de l'énergie et des matières premières, ses risques pour la croissance mondiale » ;
- novembre 2006 : « Les facteurs fondamentaux des cycles haussiers du pétrole et des matières premières agricoles » ;

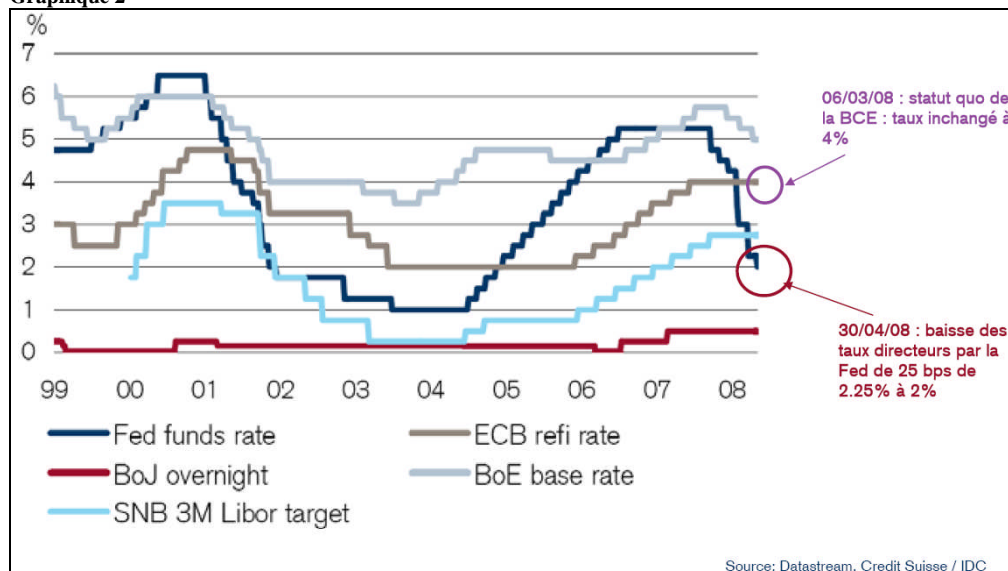
Dossiers consultables sur le site www.sgafinances.com, rubrique Actualités Financières.

Malgré l'augmentation des taux d'intérêt à partir de ce moment, les taux réels ne sont devenus positifs que fin 2005. Grâce à cette politique monétaire, les dépenses de consommation se sont maintenues.

En revanche, la récession de 2001 n'a pas coïncidé avec une réduction de l'endettement général aux États-Unis. L'économie américaine a donc perdu une occasion de rééquilibrage, ce qui a sans doute permis le développement d'une bulle immobilière, portée par des achats généreusement financés par l'endettement et par les renégociations des prêts.

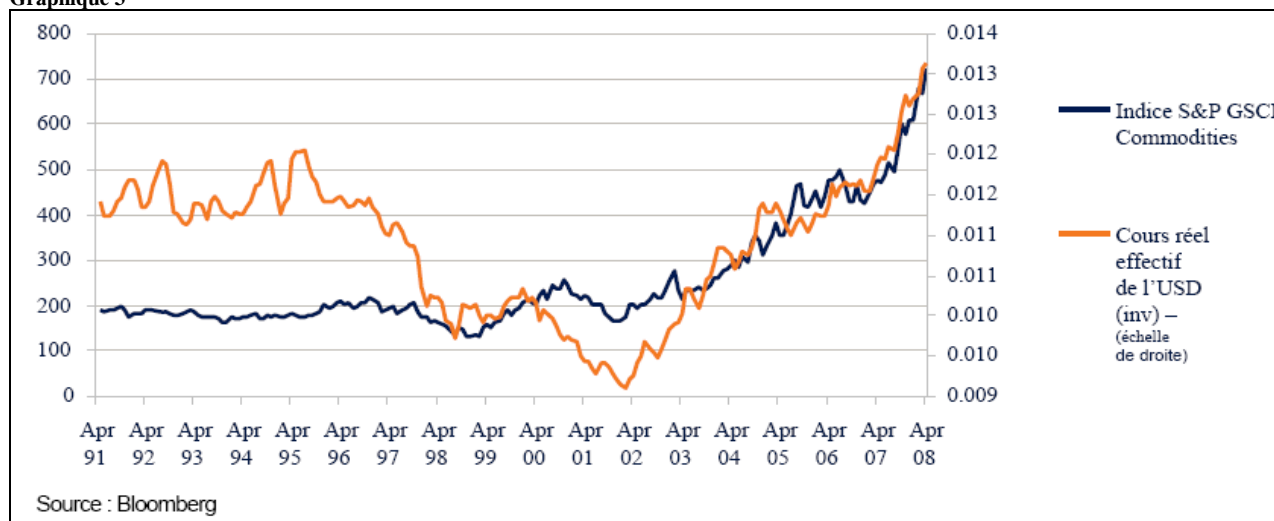
En effet, les niveaux d'endettement et le déficit de la balance courante sont restés élevés, de même que le volume de dollars en circulation. Il en a inévitablement résulté un affaiblissement du dollar. Or la plupart des matières premières sont cotées en dollars, et de nombreuses devises émergentes lui sont liées : ce laxisme de la politique monétaire américaine s'est donc propagé partout dans le monde.

Graphique 2



L'effet de la faiblesse du dollar américain apparaît clairement dans le graphique 3 ci-dessous, qui compare les prix des matières premières (d'après un indice composite intégrant l'énergie, les métaux et les produits agricoles) et la courbe inversée du cours effectif du dollar pondéré par les échanges :

Graphique 3



Pendant les premières années, il n'existe aucune corrélation avérée entre les deux courbes. Cependant, dès l'instant où la Réserve Fédérale entame, en 2000/2001, cette baisse agressive de taux d'intérêt, le dollar commence à s'affaiblir et les prix des matières premières commencent à augmenter, mettant clairement en évidence avec quelle force les effets monétaires influencent les prix des matières premières.

Pourquoi l'inflation ne posait-elle aucun problème avant aujourd'hui ?

Une des premières raisons qui peut expliquer le fait que l'inflation pose dorénavant un problème, procède des changements structurels en Chine :

Tout d'abord, l'urbanisation a entraîné un exode de main d'œuvre vers les grandes villes, mouvement parfois décrit comme la plus importante réaffectation de main d'œuvre de l'histoire.

Conséquence : le coût de la main d'œuvre est resté très faible en Chine. Et la Chine a exporté cette déflation vers le monde entier par le biais d'une devise faible, liée au dollar. Ainsi, l'énorme amélioration de la productivité en Chine a causé une déflation à l'échelle mondiale.

Si cet effet salarial a suffi à contrer de puissants effets inflationnistes depuis 2001, qu'est ce donc qui a changé en 2007 ?

S'il est trop tôt actuellement pour avoir des certitudes, il existe cependant deux possibilités :

- la politique salariale chinoise a évolué (*une nouvelle législation du travail, introduite en 2007, accorde de nouveaux droits aux travailleurs comme par exemple celui de payer les heures supplémentaires*) et les campagnes chinoises ont déjà bien entamé leur capacité de migration de main d'œuvre ;
- la crise du crédit aux Etats-Unis a accéléré le mouvement de recul du dollar après la création spectaculaire de monnaie par la Réserve Fédérale depuis le mois d'août 2007. Sachant que de nombreux pays émergents ont lié leur monnaie au dollar, les pressions inflationnistes dans ces pays ont augmenté.

Quid de l'inflation des salaires ?

Dans les marchés développés, il est devenu de pratique normale, pour les dirigeants des banques centrales, de porter toute leur attention sur l'inflation sous-jacente (*qui correspond à l'inflation après déduction des effets des produits alimentaires et des produits énergétiques*).

Le raisonnement est le suivant : les effets de prix induits par les matières premières sont exogènes à une économie donnée, causent des effets transitoires et restent sans effet sur le solde de l'offre et la demande monétaire.

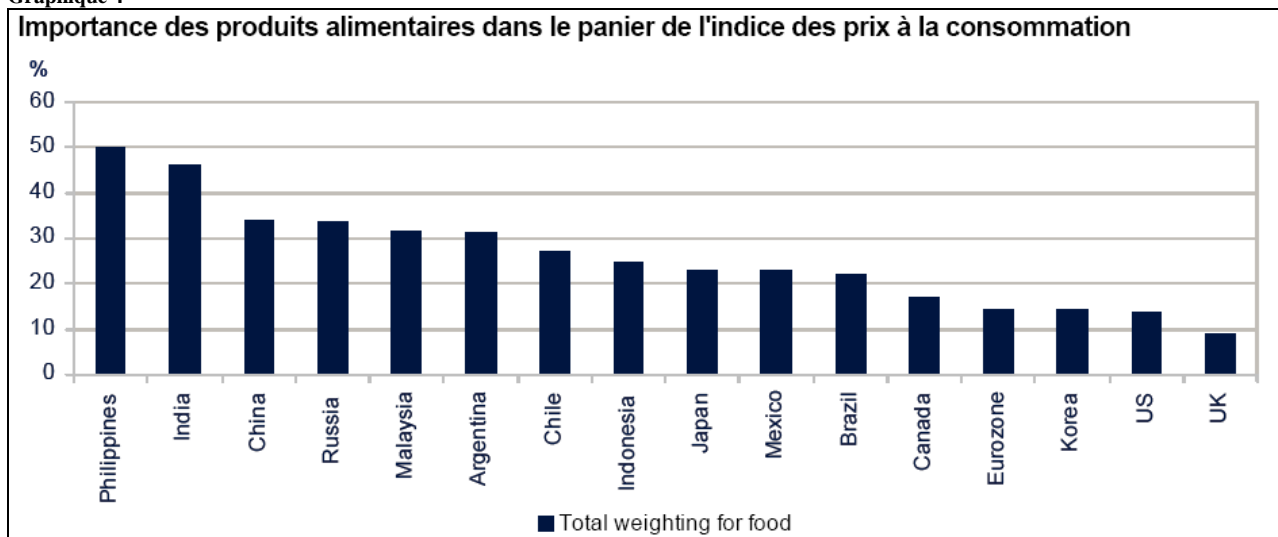
Bref, la source de l'inflation n'est pas dans les pays développés. Logiquement, la solution non plus.

Cette théorie est moins défendable aujourd'hui pour deux raisons essentielles :

- L'inflation des prix pétroliers et des prix alimentaires ne semble vraiment pas transitoire et ses effets qui peuvent paraître exogènes pour certains pays ne le sont pas pour tout le monde.

Les produits alimentaires, en particulier, représentent une plus importante portion du panier de la ménagère que dans les pays développés.

Graphique 4



- Quant à l'augmentation continue des prix, elle est véritablement de nature à influencer les attentes inflationnistes et donc les salaires :

Dans les pays émergents :

Jusqu'à cette année, l'inflation des prix alimentaires avait été compensée par l'augmentation des revenus, elle-même compensée à son tour par l'amélioration de la productivité.

Cette année, l'augmentation des prix a commencé à dépasser celle des revenus. Dès lors, les ménages éprouvent davantage de difficultés à absorber l'inflation des prix alimentaires par un autre poste de leur budget ;

L'augmentation des prix des produits alimentaires réduit donc de façon sensible les dépenses de consommation de biens durables par ailleurs.

La proportion de la population qui vit au niveau du seuil de pauvreté dans les pays émergents est importante, alors qu'il est pratiquement nul dans les pays développés. Dans les pays émergents, l'inflation du prix des produits alimentaires peut donc littéralement entraîner une famine et déclencher des troubles sociaux et politiques...

Dans les pays développés :

L'inflation semble pour le moment cantonnée pour l'essentiel à l'énergie et au produit alimentaire, mais si les banques centrales ne peuvent à elles seules contrer les hausses de prix provoquées par un choc externe, elles voudront impérativement éviter la dangereuse spirale prix salaires.

Quelles sont les politiques monétaires mises en place dans les pays émergents ?

Dans les marchés développés, l'existence d'une banque centrale indépendante, préparée à prendre des décisions impopulaires (comme augmenter les taux d'intérêt pour combattre l'inflation) est devenue la norme.

Il est également normal de cibler le loyer de l'argent à l'échelle nationale et d'autoriser les fluctuations des cours de change.

Dans les pays émergents, la situation est beaucoup plus contrastée :

- Chine : la politique monétaire est un exercice extrêmement politisé, presque entièrement subordonnée à la politique de croissance du gouvernement. Les taux d'intérêts sont fixés par la banque centrale, mais les mécanismes de transmission par l'intermédiaire du système bancaire sont insuffisants. La politique monétaire du pays est essentiellement menée par le biais du cours de change ;
- Indonésie : la banque centrale concentre ses efforts, en théorie, sur l'inflation. En pratique, elle suit de facto un objectif de cours de change ;
- Russie : la banque centrale est une institution relativement faible et soumise aux pressions politiques. Elle tend à concilier deux objectifs parfois conflictuels : maîtriser l'inflation et contenir l'appréciation de la devise ;
- Brésil : la banque centrale n'est pas, en théorie, indépendante ; En pratique cependant, le cadre de sa politique monétaire est celui, parmi les pays émergents, qui ressemble le plus à celui d'un pays développé. La banque centrale est relativement restrictive, elle contrôle l'inflation avec rigueur, ne se préoccupe pas d'un taux de change cible et n'est pas sujette à d'éventuelles interférences du gouvernement.

Autant dire que la politique monétaire peut s'exprimer dans un ensemble très varié de cadres institutionnels, dont la plupart ne ciblent pas la lutte contre l'inflation.

Néanmoins, la première mesure la plus évidente à prendre consisterait à adopter une politique monétaire restrictive dans les pays émergents qui n'ont pas oublié l'histoire récente et les effets politiques déplaisants de l'inflation :

- prise de mesures coup de poing à court terme, visant au contrôle des prix ou à une limitation politique des effets de l'inflation. Subventions, contrôle des prix, interdiction d'exportation de certains produits alimentaires, amélioration des rémunérations des fonctionnaires, ;
- augmentation des taux d'intérêts directs ;
- appréciation des devises ;
- amélioration de la productivité, particulièrement dans le secteur agricole, qui s'accompagnera nécessairement d'une amélioration de la protection sociale ;
- développement de sources d'énergie alternative.

Conclusion

Les tendances actuelles aboutissent à une augmentation de l'inflation qui s'exprime actuellement entre une tendance inflationniste à long terme (coût de la main d'œuvre en Chine, croissance des pays émergents, faiblesse du dollar, subventions sur les prix,..) et quelques tendances déflationnistes à plus court terme (baisse de la consommation aux Etats-Unis, politique monétaire restrictive dans certains pays émergents,..).

Toujours est-il que les banquiers centraux de la planète ont un seul discours pour un but commun : le recul de l'inflation.

- La Banque Centrale Européenne prépare pour son conseil du 3 juillet la première hausse « probable » de ses taux depuis treize mois ;
- La Réserve Fédérale a maintenu le 25 juin son taux directeur inchangé à 2% à l'issue de son conseil, après 6 mois de baisse, entrouvrant dorénavant la porte à un tour de vis monétaire ;
- La crainte de la hausse des prix a conduit à des durcissements monétaires en rafale, notamment dans les pays émergents : après l'Inde le 24 juin, la Norvège et la Pologne ont relevé leurs taux le 25 juin.

Quelle sera la résultante de ces tendances ?

A long terme, on peut s'attendre à une poursuite de la croissance dans les pays émergents, à la prééminence de la tendance l'inflationniste, et donc à une augmentation des taux d'intérêts réels partout dans le monde.

Si c'est le cas, le monde développé sera contraint d'accepter des prix à l'importation plus élevés et, à terme, contraint de restructurer son économie dans le sens d'une moindre dépendance des importations.

Les marchés émergents vont probablement connaître une surperformance substantielle par l'exploitation de leur pouvoir d'imposer leur tarification.

La croissance des pays émergents et l'inflation qui en résulte seront probablement l'enjeu économique majeur à l'échelle mondiale pour les années à venir.

Achevé de rédiger le 26/06/2008