

Lettre Thématique

Numéro II – 2011

 **BORDIER & CIE**
BANQUIERS PRIVÉS DEPUIS 1844

Et si une stagflation se présentait à l'horizon ?

1. La stagflation: définition et comment la mesurer
2. Causes et effets d'une stagflation
3. Réponse à donner à une stagflation par une banque centrale
4. Les chocs pétroliers entraînent-ils nécessairement une stagflation ?
5. Les craintes actuelles d'une stagflation imminente
6. Actifs recommandés dans un contexte de stagflation

Et si une stagflation se présentait à l'horizon ?

1. La stagflation: définition et comment la mesurer
2. Causes et effets d'une stagflation
3. Réponse à donner à une stagflation par une banque centrale
4. Les chocs pétroliers entraînent-ils nécessairement une stagflation ?
5. Les craintes actuelles d'une stagflation imminente
6. Actifs recommandés dans un contexte de stagflation

1. La stagflation: définition et comment la mesurer

La stagflation désigne une situation conjoncturelle où la croissance économique stagne (« *stag* ») ou même devient négative et où l'inflation est à un niveau élevé (« *flation* »). Une telle situation était inconcevable pour les économistes classiques dans les années de l'après-guerre. Selon l'opinion alors dominante, lorsqu'une banque centrale décidait de relancer la croissance par une politique monétaire souple, le taux de chômage baissait, mais le prix à payer pour les citoyens était une hausse de l'inflation, il y avait donc un « *trade-off* » (arbitrage) entre l'inflation et le chômage, c'est la fameuse courbe de Phillips.

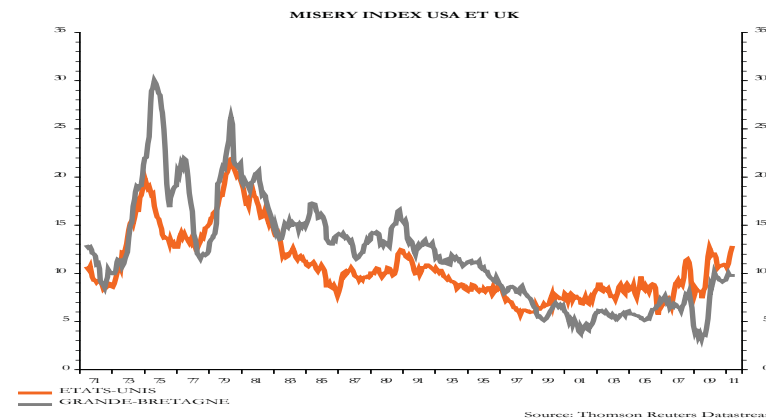
Il n'est donc pas étonnant que ce soit un politicien, en l'occurrence le Britannique Iain Macleod, qui a forgé le néologisme de stagflation lors d'un discours devant le Parlement en 1965.

La première stagflation observée a eu un coût économique très élevé. La croissance économique mondiale avait été de 5.1% par an durant la période 1960-1973; elle tomba à 3.2% par an durant la période 1973-1989. Lors du choc pétrolier de 1973, les banques centrales menèrent une politique de forte expansion monétaire pour restaurer la croissance; il en résulta une forte inflation au lieu d'un redémarrage de la croissance.

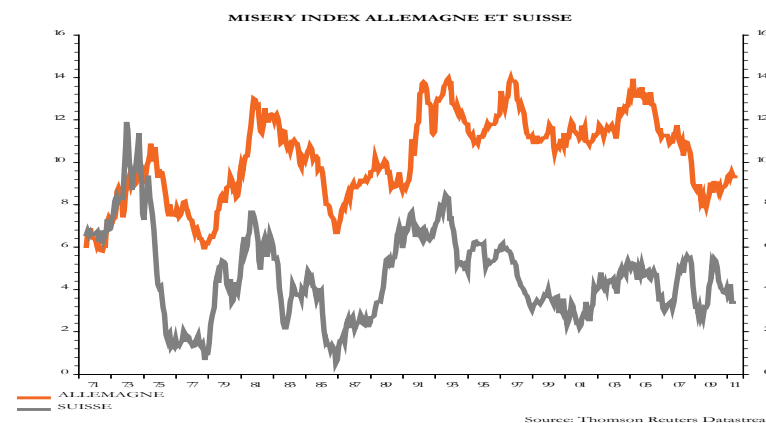
Cette période 1973-1989 eut également de fortes conséquences sur le plan idéologique. En 1972, le Club de Rome publia un manifeste intitulé « *Limits to Growth* » (les limites de la croissance) dans lequel il

prédisait que l'économie globale irait au-delà (« *overshoot* ») des limites des ressources naturelles de la terre et donc s'effondreraient à terme.

L'indicateur économique généralement utilisé pour mesurer la stagflation est le « Misery Index » dérivé tout simplement de l'addition du taux d'inflation et du taux de chômage.



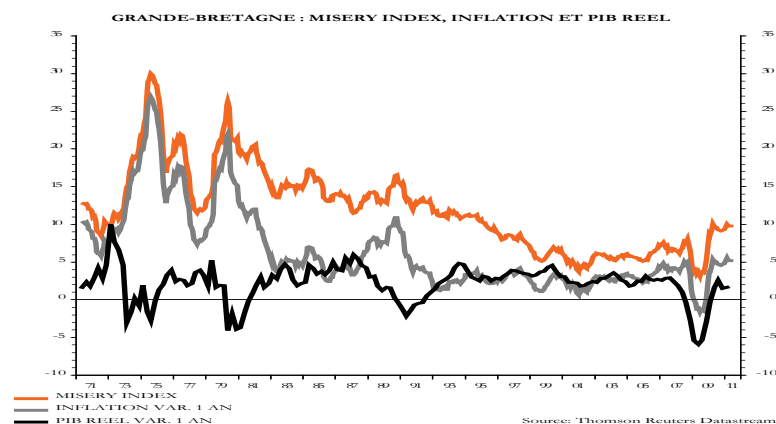
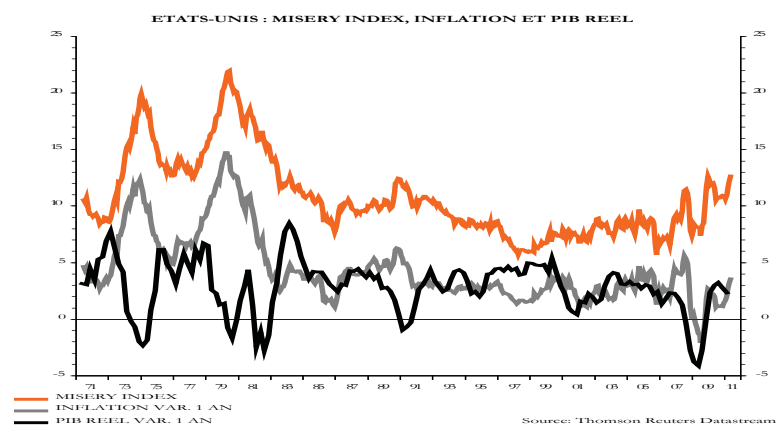
On voit que dans les années 1970, le « Misery Index » a atteint des sommets à 20%, puis à 22% aux Etats-Unis, à 30%, puis à 27% en Grande-Bretagne.



La situation a été moins catastrophique en Allemagne et surtout en Suisse où on notera que l'indice est tombé à deux reprises à un niveau inférieur à 1%.

Cette divergence peut s'expliquer par deux facteurs:

- Une politique monétaire moins expansive en Allemagne et en Suisse.
- La baisse du dollar et de la livre entraînant une forte inflation importée aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne.



Les graphiques « Misery Index, inflation et PIB réel » visent à vérifier qu'un niveau élevé du « Misery Index » est associé à une forte inflation – ce qui est logique puisque l'inflation est un composant de l'indice – mais surtout que l'indice est un bon instrument pour prédire une récession.

Pour en savoir plus: « *Stagflation is back. Here's how to beat it* » Jeffrey D. Sachs, CNN Money, 27 mai 2008.

2. Causes et effets d'une stagflation

Pour expliquer l'arrivée d'une stagflation, les économistes donnent deux pistes principales. Tout d'abord, la stagflation surgit lorsque la capacité de production d'une économie est réduite après un choc défavorable sur l'offre tel qu'une forte augmentation du prix du pétrole dans un pays qui importe du pétrole. Le choc va atteindre progressivement de nombreux produits et déboucher sur une hausse générale des prix ralentissant une production qui va devenir plus coûteuse et moins rentable. Ensuite, la stagflation peut résulter de politiques macroéconomiques inappropriées. Par exemple du côté des banques centrales qui tolèrent une croissance excessive de la masse monétaire ou des gouvernements qui créent de nouveaux impôts ou augmentent les taux existants d'imposition, ou encore qui régulent de manière trop stricte les marchés des biens ou du travail. Pour mémoire, on citera également les politiques protectionnistes, les économies dirigées ou planifiées et les économies de guerre.

La stagflation est souvent un cocktail des trois causes qui viennent d'être décrites:

- Trop de liquidités qui entraînent une hausse de l'inflation, ce qui fait que les ménages dépensent de plus en plus, car ils anticipent de nouvelles hausses des prix, ce qui crée un effet boule de neige.
- Une hausse du prix du pétrole telle que de nombreuses entreprises deviennent moins rentables et se mettent à réduire leurs effectifs.

- La hausse du chômage réduit le pouvoir d'achat global et gêne la croissance économique.

Les principaux effets d'une stagflation sont:

- Une baisse des rentrées fiscales et, pour ne rien arranger, la nécessité pour le gouvernement de dépenser plus pour relancer la croissance, par exemple plus de dépenses d'infrastructures ou d'aides aux entreprises.
- Il en résulte des déficits publics importants qui entraînent des taux d'intérêt élevés et une raréfaction du crédit bancaire pour les investissements privés.
- Les banques qui ont dans leurs bilans une part élevée de prêts hypothécaires à taux fixes connaissent des jours difficiles.
- Il y a sous-utilisation des capacités de production et même un phénomène généralisé de désindustrialisation.
- Les anticipations de bénéfices des entreprises par les investisseurs sont faibles et l'évaluation des actifs financiers doit être revue à la baisse.
- Les sociétés qui ont beaucoup d'actifs à court terme et une bonne notation de crédit auprès des banques vont pouvoir faire des acquisitions dans leur secteur; ainsi, de nombreux secteurs vont devenir des oligopoles.

3. Réponse à donner à une stagflation par une banque centrale

Dans une situation de stagflation, la banque centrale se trouve dans une impasse: il est impossible de stimuler l'économie en baissant les taux tout en combattant l'inflation; augmenter les taux pour diminuer l'inflation signifie aggraver le ralentissement économique. De nombreux économistes utilisent l'image d'une banque centrale qui se trouve dans la situation d'un automobiliste qui a un pied sur le frein et un autre sur l'accélérateur.

Au début des années 1980, le président de la Réserve fédérale, Paul Volcker, a clairement choisi de privilégier la lutte contre l'inflation. Le

taux des Fed Funds a été augmenté de manière drastique de 1979 à 1983 dans ce qui a été appelé « un scénario déflationniste ».

Le « *prime rate* » aux Etats-Unis a dépassé le seuil des 10%, ce qui ne s'était jamais vu auparavant. On peut féliciter Paul Volcker pour avoir mis fin à l'inflation; toutefois l'économie américaine n'a vraiment redémarré qu'en 1983 grâce au stimulus fiscal et à une croissance de la masse monétaire. Durant la désinflation, le taux de chômage a progressé pendant six ans.

4. Les chocs pétroliers entraînent-ils nécessairement une stagflation ?

La notion de choc pétrolier fait référence aux conséquences sur l'économie globale d'une modification brutale des conditions de l'offre de pétrole, combinant hausse du prix et baisse de la production.

Les économistes se sont mis d'accord sur le fait qu'il y a eu trois chocs pétroliers: en 1973, en 1979 et en 2008.

Le choc pétrolier de 1973 est dû d'une part à la fin du système monétaire de Bretton Woods et d'autre part à la guerre du Kippour.

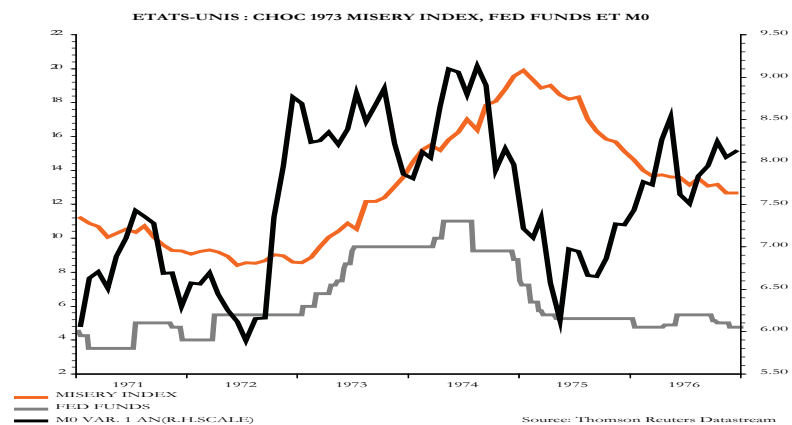
Le 15 août 1971, les Etats-Unis suspendent la convertibilité du dollar en or en permettant au dollar de flotter. Le système des taux de change fixes s'écroule globalement en mars 1973 avec l'adoption du régime des changes flottants. Le résultat principal est une dépréciation de la valeur du dollar, monnaie dans laquelle les prix du pétrole sont fixés, ce qui a pour conséquence une baisse des revenus en termes réels des pays producteurs de pétrole. Les pays de l'OPEP décident de fixer le prix du baril de pétrole par rapport à celui de l'or. De 1947 à 1967, le prix du pétrole en dollars avait augmenté de moins de 2% par an.

Les 16 et 17 octobre 1973, pendant la guerre du Kippour, les pays arabes membres de l'OPEP annoncent un embargo sur les livraisons de pétrole en direction des Etats qui soutiennent Israël. En outre, les

pays du Golfe augmentent unilatéralement le prix affiché du brut de 70% sans l'accord des compagnies. Le prix du baril sur le marché libre passe de 3 à 18 dollars en quelques semaines. Fin décembre, le prix du baril de l'OPEP était toutefois « réuni » à USD 11.65.

Le premier choc pétrolier a eu pour conséquences:

- Un prix du brut quadruplé.
- Pour les Etats-Unis, une inflation de 15.2% en 1974 et un nombre de chômeurs qui passe de 450'000 à 900'000 durant 1974 et 1975.

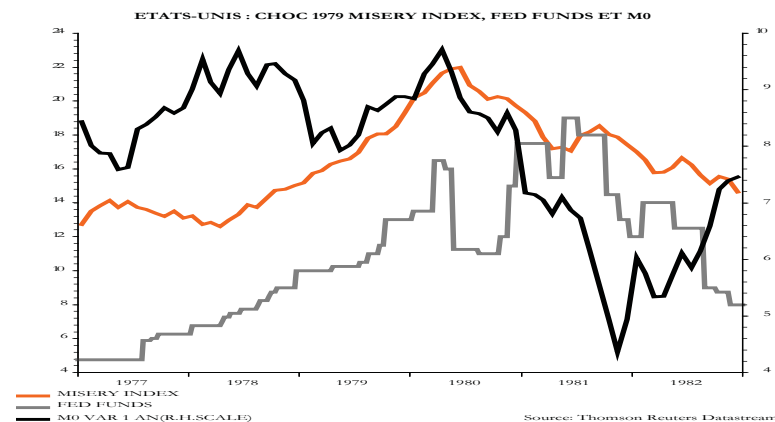


On voit que la réaction initiale de la Réserve fédérale a été de continuer à laisser croître la masse monétaire, ce qui ne pouvait que contribuer à renforcer l'inflation. En outre en 1974, le taux des Fed Funds n'a pratiquement pas bougé.

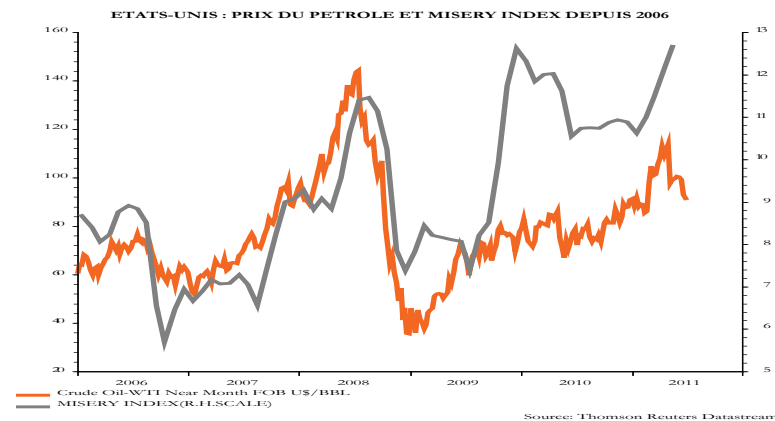
Le deuxième choc pétrolier s'est produit en 1979 sous les effets conjugués de la révolution iranienne, de la guerre Iran-Irak et d'une augmentation de la demande mondiale de pétrole à l'issue du premier choc.

Des émeutes violemment réprimées ont lieu à Téhéran le 8 septembre 1978; c'est le début de la révolution iranienne qui se concrétisera par la fuite du Shah le 16 janvier 1979.

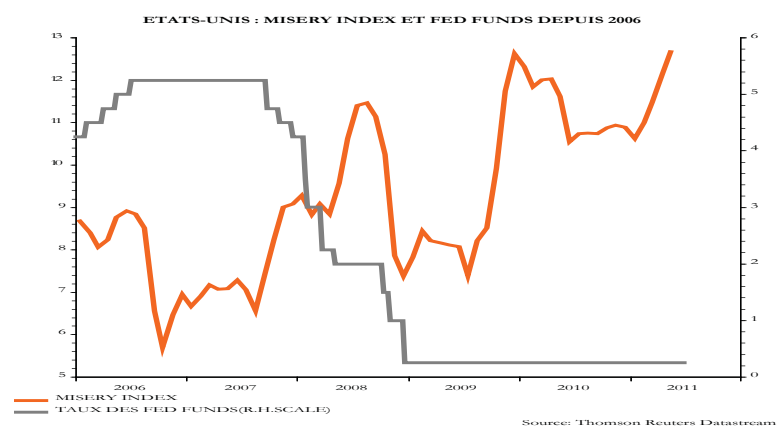
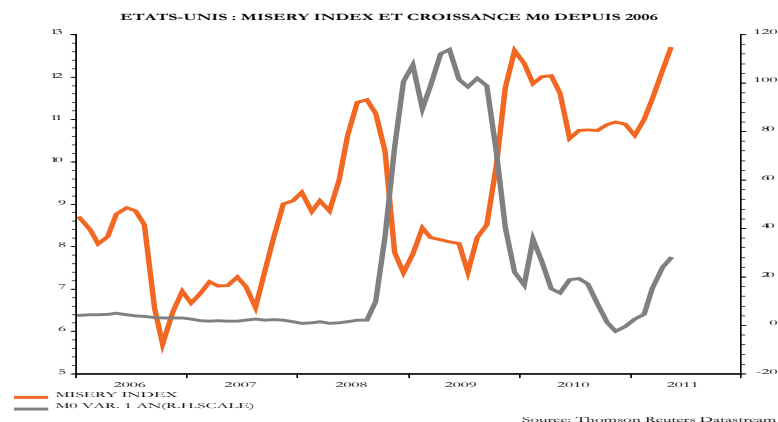
La guerre Iran-Irak débute le 22 septembre 1980 et l'offre de pétrole est fortement perturbée. Le prix de l'Arabe Léger qui était de moins de USD 13 le baril en septembre 1978 atteint USD 35 en mai 1979.



Le « Misery Index » grimpe de 15 à 22% durant le second choc pétrolier. Cette fois-ci, la Réserve fédérale change de politique. La croissance de M0 reste constante, mais le taux des Fed Funds se calque sur le « Misery Index » en atteignant 16% lorsque celui-ci atteint son sommet.



Le troisième choc pétrolier de 2008 ne mérite sans doute pas d'être qualifié de choc. Certes, le prix du baril est passé de USD 60 au début 2006 à USD 144 à New-York le 2 juillet 2008, mais il est redescendu rapidement à USD 35 à fin 2008. De son côté, le « Misery Index » est retombé de 11.5% à 7.5% en l'espace de 6 mois avant « d'exploser » à 12.5% fin 2009 sous l'effet de la « crise des Subprimes ».



On remarquera que la Réserve fédérale a gardé une croissance zéro du M0 durant la hausse du prix du pétrole avant de paniquer pour faire face à la crise des Subprimes. Quant au taux des Fed Funds, il a

continué de baisser tout au long de 2008 pour s'établir en fin d'année dans une fourchette comprise entre 0 et 0.25%.

Pour conclure sur le « choc » de 2008, on peut ajouter que:

- La hausse des prix en 2008 n'a pas été causée par une raréfaction de l'offre, mais par une hausse d'une ampleur inattendue de la demande par les pays émergents, notamment de la part des pays asiatiques.
- Sans la crise des Subprimes, la hausse des prix du pétrole n'aurait sans doute pas provoqué de récession aux Etats-Unis et en Europe.

5. Les craintes actuelles d'une stagflation imminente

En mai, le taux de chômage officiel est de 9.1% et la hausse des prix à la consommation (CPI) est de 3.6% sur un an aux Etats-Unis, ce qui propulse le « Misery Index » à 12.7%. Ce dernier chiffre donne une vision trop optimiste de la situation réelle aux Etats-Unis.

Le taux de chômage est artificiellement bas du fait que des millions d'Américains ont renoncé à trouver un emploi.

Le CPI bénéficie de la forte pondération du logement dans son calcul; si l'on se penche sur les indices des prix à la production en mai, les produits finis sont en hausse de 7.3%, les produits intermédiaires de 10.3% et les matières premières (« *crude goods* ») de 21.5% sur un an.

Les prix des matières premières devraient continuer à être orientés à la hausse ces prochaines années, notamment du fait de la demande des pays émergents (pétrole, alimentation, mais aussi métaux industriels comme le cuivre ou l'aluminium).

Le marché du pétrole va devoir, du côté de la demande, satisfaire les besoins en électricité des pays qui ne veulent plus de la pollution causée

par les centrales à charbon et/ou qui renoncent aux centrales nucléaires ainsi que la demande grandissante et majoritaire des pays émergents et, du côté de l'offre, faire face aux risques politiques grandissants dans les pays du Golfe. Il est vrai que le développement du gaz naturel pourrait soulager la demande en pétrole.

Outre le facteur de la croissance de la population, les prix des denrées alimentaires vont être impactés par le réchauffement de la planète et par la multiplication des catastrophes naturelles (sécheresses, inondations, incendies, etc.), sans compter le développement des biocarburants.

Un autre danger est la politique monétaire menée depuis plus de 2 ans par la Réserve fédérale. Cette politique consiste à garder les taux à court terme aussi proches que possible de zéro et à peser sur les taux longs par des achats massifs de Treasury Bonds (ce que l'on appelle le « *quantitative easing* »). Résultat, la « *hot money* » a quitté les marchés financiers de New York pour aller s'investir dans les marchés émergents, en particulier en Asie et en Amérique latine qui offrent des taux d'intérêt naturellement plus élevés.

Ces mouvements de capitaux ont entraîné la poursuite de la chute du dollar et une hausse des prix à la consommation supérieure à 5% sur un an dans les pays tels que la Chine, le Brésil ou l'Indonésie, l'inflation étant attisée par des prix des matières premières libellés en USD en hausse de 40% sur un an. Notons enfin que la création monétaire de la Réserve fédérale n'a pas permis d'accroître l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises – notamment aux PME – elle a surtout été utilisée pour accroître les réserves excédentaires des banques commerciales.

En conclusion, si une stagflation se produisait, la Réserve fédérale serait totalement impuissante avec un taux de base déjà à zéro et des liquidités injectées dans le système bancaire à un niveau peu raisonnable. C'est sans doute la raison pour laquelle toute stagflation est exclue en 2012 et 2013 dans le communiqué du FOMC à l'issue de la séance des 21 et 22 juin ainsi que dans les prévisions économiques remises en annexe.

Angel Gurría, secrétaire général de l'OCDE, déclarait toutefois en date du 25 mai 2011: « *La crainte est que, si les risques à la baisse (de l'économie globale) venaient à se renforcer, leur impact cumulatif pourrait affaiblir la reprise de manière significative et peut-être déclencher une stagflation dans certaines économies développées* ».

Pour en savoir plus: « *The Return of Stagflation* », par Ronald McKinnon, professeur à Stanford University, article paru le 24 mai 2011 sur wsj.com.

6. Actifs recommandés dans un contexte de stagflation

Nous débuterons par une mise en garde quelque peu décourageante: la seule façon de battre la stagflation est de prendre des risques.

Il convient d'éviter les **liquidités** au début d'une stagflation; le fameux slogan « *cash is king* » est vrai dans un contexte de déflation; les liquidités ne deviendront intéressantes que lorsqu'une banque centrale aura porté son taux de base au-dessus du niveau de l'inflation.

Les **obligations** sont vivement déconseillées; dans les années 1970, les courtiers et les analystes financiers ont baptisé les obligations « certificats de confiscation ». Les obligations indexées sur l'inflation (les TIPS) n'existaient pas encore. Les TIPS sont sans doute les obligations les moins dangereuses. Cependant, il y a deux dangers à prendre en considération: l'indice officiel des prix à la consommation qui sert à l'ajustement des coupons sous-estime l'inflation réelle et le débiteur étatique n'est désormais plus à l'abri d'une baisse de sa notation par les agences de notation.

En cas de stagflation, les marchés des **actions** sont baissiers; la règle de base est de se concentrer sur les actions des entreprises qui jouissent d'une forte capacité d'augmenter les prix de leurs produits (« *pricing power* ») sans que leurs ventes ne diminuent et qui offrent des dividendes élevés. Les secteurs à privilégier sont ceux qui produisent des biens

ou qui fournissent des services dont les ménages ne peuvent pas se passer, comme l'énergie, l'eau, la santé et l'alimentation; à l'inverse, le consommateur étant frappé à la fois par le chômage et par la baisse du pouvoir d'achat, il convient d'éviter tout ce qui touche à la consommation dite discrétionnaire ainsi que le commerce de détail non spécialisé dans l'alimentation.

Investir directement dans les **matières premières et l'or** semble être un jeu évident; cependant, les prix des matières premières ont déjà fortement augmenté par anticipation d'une accélération de l'inflation et il peut arriver que le prix d'une matière première particulière soit influencé par la spéculation, par exemple par l'activité des Hedge Funds; c'est la raison pour laquelle il convient d'acheter en premier lieu des indices larges portant sur les principales matières premières.

Du côté des **devises**, il faut mettre l'accent sur les « *commodity currencies* », notamment les dollars australien et canadien, ainsi que sur la couronne norvégienne. Lorsqu'il apparaît clairement qu'une banque centrale a décidé de remonter ses taux de façon agressive, il faut acheter la devise qui va bénéficier du mouvement en question.

Enfin, **l'immobilier** est en principe porteur dans un climat inflationniste; mais lorsque se produit une stagflation, les ménages n'achètent plus d'immobilier pour investir, mais pour des buts à long terme; en cas de récession, il se produit une baisse du pouvoir d'achat et le risque est grand de ne pas pouvoir honorer sa dette hypothécaire; ajoutons encore que la crise des Subprimes va rester encore plusieurs années dans les mémoires et qu'il est improbable que le prix des maisons aux Etats-Unis flambe pendant une stagflation.

NOUS SOMMES A VOTRE DISPOSITION

ASSOCIES	Pierre PONCET Gaétan BORDIER Grégoire BORDIER Evrard BORDIER
COMITE DE DIRECTION	David HOLZER Michel JUVET François KOESSLER Patrice LAGNAUX, Zürich Philippe RUDLOFF
GESTION DE FORTUNE	Hubert LECLERC Ruth MERCIER, Nyon Manuel MORA Ernest MORGELI, Nyon René MOZER Philippe NABAA Lisa NATALINI TISSOT, Nyon Thierry PERRET Daniel ROTH, Bern Stephan SCHNYDER, Bern Aloïs SOMMER, Zürich Masaki TSUNOOKA
SERVICE DES GERANTS EXTERNES	Pierre-Louis CHARDIER Patrick STOCKHAMMER
RECHERCHE FINANCIERE	Christophe LABORDE Daniel PELLET Frédéric POTELLE
FAMILY OFFICE	Radan STATKOW Camille BORDIER
CONSEIL JURIDIQUE & FISCAL	Dominique FELLAY Nicolas TERRIER Sergio ULDRY Guy LUTZ
COMPLIANCE OFFICER	
IT	Frédéric DEVILLARD
COMPTABILITE/CREDITS	Veronica VERDIAL
CHANGES	Juan-Luis CALERO
BOURSE	Reynald DUCOMMUN
TITRES / COUPONS	Didier GRANDJEAN
TRANSFERTS	Yves FOURNET
CAISSE	Jean-Marc SCHWAB

Siège Bordier & Cie

Rue de Hollande 16
CP 5515
CH – 1211 Genève 11

T. +41 22 317 12 12
F. +41 22 311 29 73

Swift BORD CH GG
www.bordier.com
research@bordier.com

Bureau de représentation à Berne

Bordier & Cie
Zeughausgasse 28
Postfach 213
CH – 3000 Bern 7

T. +41 31 313 12 12
F. +41 31 313 12 00

Bordier & Cie (**France**) SA
10, rue de la Paix
75002 Paris
France

T. +33 1 55 04 78 78
F. +33 1 49 26 92 48

Bureau de représentation à Nyon

Bordier & Cie
Rue de la Porcelaine 13
CP 1045
CH – 1260 Nyon

T. +41 22 317 70 50
F. +41 22 362 04 68

Bordier & Cie (**Singapore**) Ltd.
Prudential Tower
30 Cecil Street # 27-00
Singapore 049712

T. +65 66 31 28 89
F. +65 66 31 28 94

Bureau de représentation à Zürich

Bordier & Cie
Bahnhofstrasse 62
CH – 8001 Zürich

T. +41 44 213 12 12
F. +41 44 213 12 00

Bordier & Cie (**Uruguay**) SA
Edificio Beta 3 of. 104- Zonamerica
91600 Montevideo
Uruguay

T. +598 2 518 58 81
F. +598 2 518 27 03