

# Lettre économique et financière

## Quo Vadis?

### *Penser l'impensable*

### *Cinq surprises potentielles pour 2023*

## *#1 L'inflation est hors de contrôle, les années 1970 sont de retour !*

#### Introduction

Chaque nouvelle année apporte, à la grande frustration de nombreux investisseurs, son lot de surprises. Certains, comme le Covid, ne peuvent être prédits, mais d'autres - dans une certaine mesure - le peuvent. Souvent, nous, y compris votre serviteur, ne sommes pas assez attentifs. Après quoi, l'"impensable", comme le krach du marché immobilier américain en 2008, le Brexit et l'invasion russe de l'Ukraine, se produit de toute façon. Quo Vadis veut donc "penser l'impensable", à condition, bien sûr, que les scénarios potentiels ne sortent pas d'un chapeau. Il doit y avoir au moins quelques arguments solides pour aller à l'encontre du consensus du marché. Nos scénarios potentiels ne sont peut-être pas très probables, mais ils sont néanmoins plus probables qu'on ne le pense généralement.

Périclès (vers 495-429 av. J.-C.) le savait déjà : *notre tâche n'est pas de prédire l'avenir, mais de le préparer*. Ainsi, il y a moins de risque d'être désagréablement - ou agréablement - surpris.

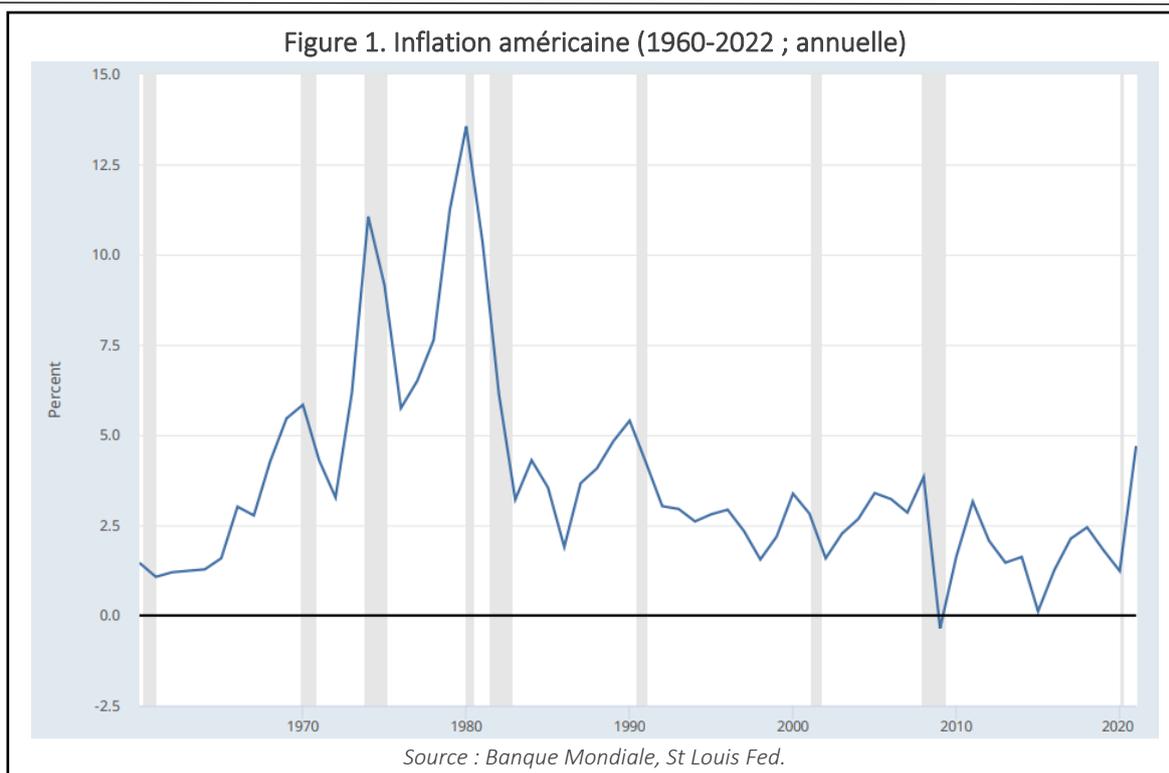
Quo Vadis formule cinq surprises potentielles pour 2023 dans cinq éditions distinctes. Aujourd'hui le premier, autour de l'inflation.

#### *Avis consensuel : "L'inflation diminuera de manière sensible en 2023".*

Aux États-Unis, le consensus prévoit que l'inflation passera progressivement à 2 % à la fin de 2025. En Europe, le déclin serait un peu plus lent, mais le problème de l'inflation y disparaîtrait également. Pour les dix prochaines années, le marché des obligations protégées contre l'inflation s'attend à un taux d'inflation moyen d'environ 2 %, et ce tant aux États-Unis qu'en Europe. Les banques centrales ont tout sous contrôle, n'est-ce pas ? Ne nous ont-ils pas sauvés de la crise financière ? Et de la pandémie ? Il est impensable que les années 1970 puissent revenir !

#### *Quo Vadis : "Au contraire, les années 70 sont de retour !"*

Le cliché veut que dans les années 1970, un choc pétrolier ait déclenché une longue période d'hyperinflation. En 1973, la guerre du Kippour a éclaté entre Israël d'une part et l'Égypte et la Syrie d'autre part. La guerre a effectivement entraîné une forte hausse de l'inflation, mais en réalité, l'inflation avait déjà commencé à augmenter fortement dans la seconde moitié des années 1960. Le graphique ci-dessous, qui montre l'évolution annuelle de l'inflation américaine, en est l'illustration :

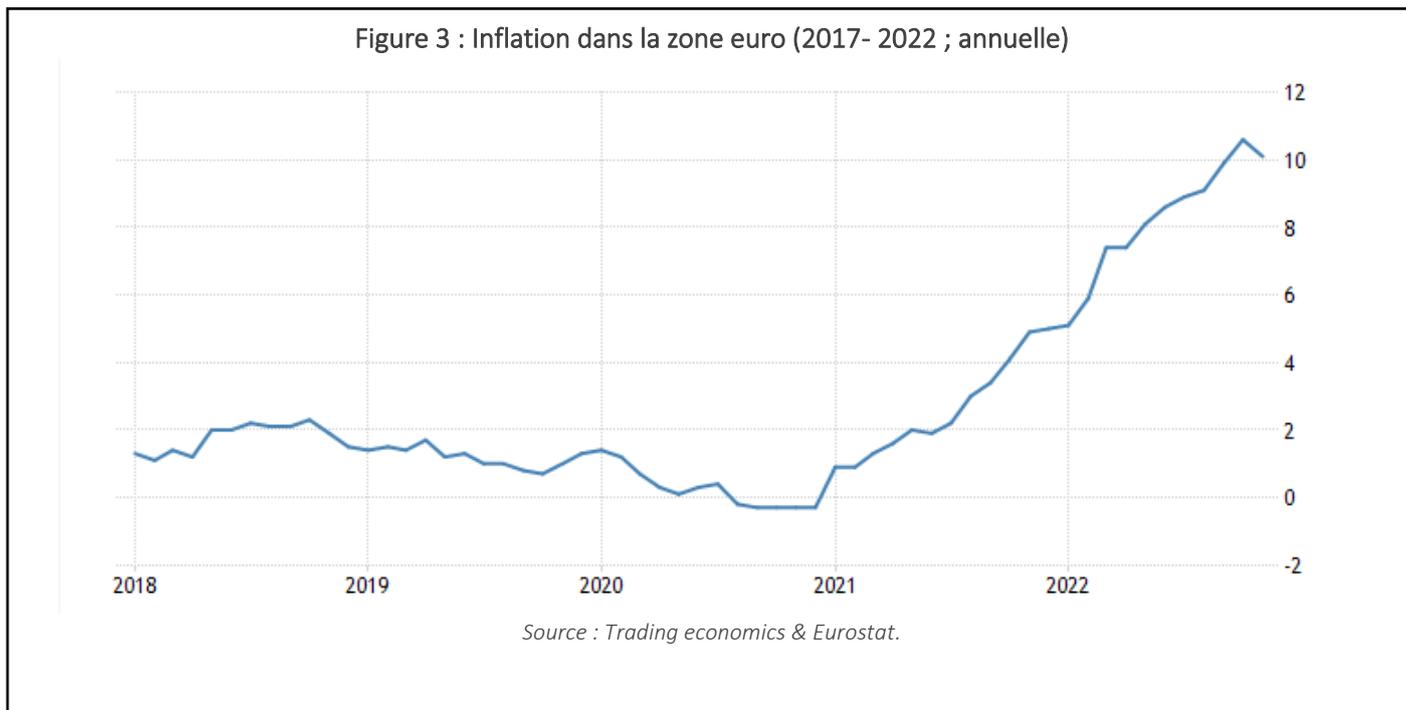


Le graphique montre que l'inflation atteignait déjà 6 % à la fin des années 1960, trois ans avant le premier choc pétrolier. La raison en était les politiques monétaires et fiscales laxistes de cette période, ..., tout comme aujourd'hui. La montagne de dettes d'aujourd'hui - nous venons de franchir la barre des 300 000 milliards de dollars au niveau mondial - est également beaucoup plus importante qu'à l'époque. En 1966, la dette publique américaine représentait 40% du PIB, contre 120% aujourd'hui, et le déficit public était de 3% contre 8% aujourd'hui. Les chiffres belges ne sont pas très différents des chiffres américains, d'ailleurs.

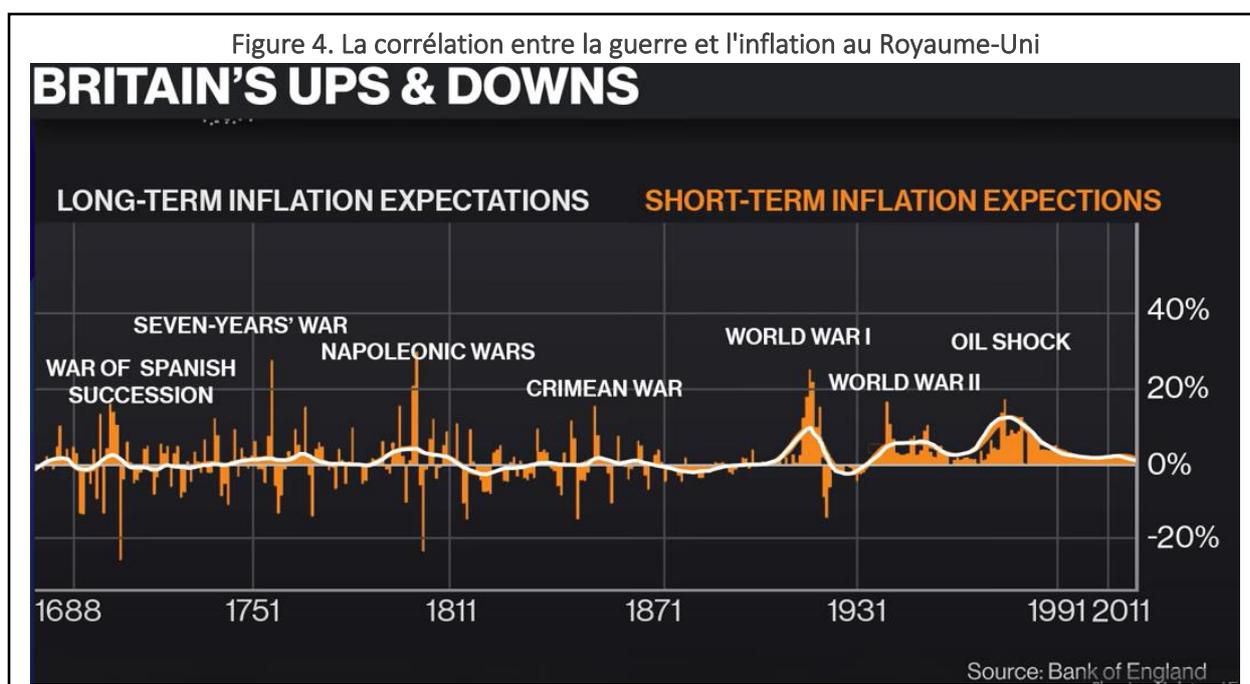
Si nous faisons un zoom sur les chiffres de l'inflation des cinq dernières années, nous constatons à nouveau que l'inflation a commencé à dérailler avant 2022, et ce tant aux États-Unis ...



... que dans la zone euro :



L'invasion de l'Ukraine par la Russie, tout comme la guerre du Kippour, a provoqué un choc gazier et pétrolier qui a encore fait grimper l'inflation. Au cours des derniers siècles, la guerre - surtout depuis l'introduction du papier-monnaie et l'utilisation des déficits publics pour financer la guerre - a été de loin la cause la plus déterminante des périodes de très forte inflation (voir la Figure 4 qui prend le Royaume-Uni comme exemple). Cependant, la guerre du Kippour n'a duré que 19 jours. La guerre actuelle entre la Russie et l'Ukraine dure depuis ... presque un an déjà. Et la fin n'est pas proche. Aujourd'hui, nous voyons également des échos de la Première Guerre mondiale, lorsque, après la perte de l'élan initial de l'attaque allemande, la bataille a dégénéré en guerre de tranchées. Les Russes ont perdu leur élan et l'hiver leur donne maintenant un répit pour se retrancher, cimentant la ligne de front. Cela pourrait durer des années, jusqu'à ce que les deux parties s'effondrent de fatigue de guerre et d'épuisement financier. Ce fait suggère que l'inflation élevée pourrait bien être de la partie pendant plus longtemps que ce que prévoit le consensus, qui voit l'inflation glisser progressivement vers la barre des 2 %.



Les derniers chiffres de l'inflation montrent une légère baisse. La Fed (la banque centrale américaine) a laissé entendre que les taux d'intérêt à court terme se stabiliseront autour de 5 %. En Europe, les prix du gaz sont retombés aux niveaux d'avant-guerre. La menace de l'inflation semble être passée, ou du moins le pire semble être passé. Le resserrement de la politique monétaire semble fonctionner. Bravo Fed ! Bravo BCE ! Ou pas ? N'annoncez pas la mort de l'inflation trop tôt. Les banques centrales ne sont pas infaillibles. Dans les années 1970, la Fed a mis en pause les hausses de taux d'intérêt jusqu'à quatre fois, convaincue que l'inflation était maîtrisée. Mais l'inflation s'est produite en quatre vagues (voir la Figure 1). À chaque fois qu'une baisse se produisait, on pensait que le pire était passé. Chaque fois, l'inflation est revenue plus forte qu'avant.

L'histoire montre qu'il est presque impossible de contenir une forte inflation sans provoquer une récession. Et pour provoquer une récession, il faut des taux d'intérêt réels positifs. Paul Volcker a finalement dû porter les taux d'intérêt à court terme à 20 % en 1980 pour provoquer une récession et ainsi enrayer l'inflation tenace des années 1970. Aujourd'hui, cependant, les taux d'intérêt réels sont toujours négatifs et ce, tant aux États-Unis qu'en Europe. En outre, l'économie américaine ne montre pratiquement aucun signe de ralentissement. Une Fed hésitante pourrait rallumer le feu de l'inflation.

Conformément aux attentes du consensus, l'inflation devrait baisser au cours du premier semestre, mais elle pourrait bien être beaucoup plus persistante que nous le pensons. La pénurie de main-d'œuvre aux États-Unis et en Europe entraîne de fortes revendications salariales. Une réouverture de l'économie chinoise au deuxième ou troisième trimestre de cette année, lorsque le pire de la vague covid sera passé, pourrait relancer les pressions inflationnistes. Et Poetin pourrait avoir de nouvelles mauvaises surprises dans sa manche. Si ce scénario se confirme, les banques centrales devront freiner fortement. Les taux d'intérêt à court terme seront fortement relevés et les taux à long terme continueront à monter. C'est une mauvaise nouvelle pour pratiquement toutes les classes d'actifs : actions, immobilier et obligations. Les obligations protégées contre l'inflation, tant que la hausse des taux d'intérêt nominaux reflète une hausse de l'inflation plutôt qu'une hausse des taux d'intérêt réels, offrent un moyen intéressant de protéger votre portefeuille contre une inflation persistante. Achetez-les si vous prévoyez que l'inflation moyenne dépassera 2 % au cours des dix prochaines années. L'or, comme en 2022, s'en sortirait également relativement bien.

**Dans la prochaine édition de Quo Vadis : Une correction potentielle des prix sur le marché immobilier belge.**

**Jan Longeval**

**Senior Advisor Eurinvest Partners**

**Editeur responsable : Kounselor Consulting BV ([www.kounselor.be](http://www.kounselor.be))**

