

Inflation contre déflation: un guide pour les investisseurs



Introduction

La politique monétaire de toutes les grandes banques centrales est axée sur la stimulation. Les taux directeurs se situent à des plus bas absolus compris entre 0 % et 1 %, et les agrégats monétaires enregistrent parfois une croissance à deux chiffres. De nombreux investisseurs craignent que ces conditions n'entraînent prochainement une forte hausse de l'inflation. Depuis longtemps toutefois, le lien entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation n'est plus aussi significatif. Pour évaluer l'influence de la politique monétaire sur l'inflation, il est plus pertinent d'employer la règle dite «de Taylor».

«Depuis longtemps toutefois, le lien entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation n'est plus aussi significatif.»

Celle-ci indique actuellement que la politique monétaire menée par les principales banques centrales est appropriée. En conséquence, l'inflation devrait rester plus faible durant les prochaines années que prévu généralement. Cependant, un risque inflationniste n'est pas à écarter en cas d'erreurs de politique monétaire. Au cours des périodes d'inflation connues depuis 1900, les matières premières, et parfois les actions, se sont révélées comme les meilleures protections contre l'envolée des prix. En revanche, l'or constitue davantage un refuge face à la crise qu'une protection contre l'inflation.



Dr Thomas Steinemann,
Stratège en chef du Groupe Vontobel



Oliver Russbuelt,
Stratège senior en investissements



Dr Walter Metzler,
Économiste senior

La présente étude est structurée comme suit:

Le chapitre 1 explique les principaux moteurs de l'inflation et présente nos prévisions d'inflation pour les prochaines années.

Le chapitre 2 est consacré à la question de savoir comment doivent se comporter les investisseurs qui anticipent une forte remontée de l'inflation. Nous présenterons et commenterons ainsi les rendements réels – c'est-à-dire corrigés de l'inflation – des principales classes d'actifs et consacrerons une partie séparée de ce chapitre au rôle particulier de l'or.

Le chapitre 3 illustre la performance des classes d'actifs en période de déflation.

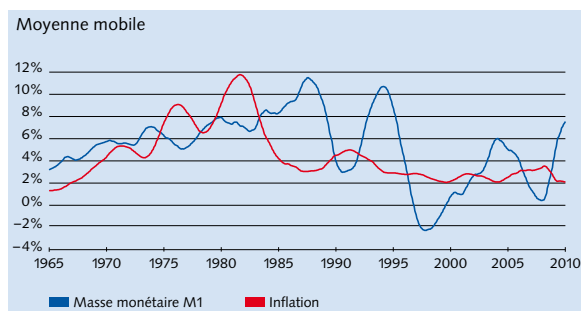
Le chapitre 4 résume les chapitres précédents et présente les conclusions aux investisseurs.

Chapitre 1: quels sont les vrais moteurs de l'inflation?

La politique monétaire accommodante des deux dernières années a suscité les craintes qu'une forte hausse de l'inflation ne soit inéluctable. De fait, à cause de la crise, jamais les taux directeurs et, partant, les rendements obligataires, n'ont été aussi bas qu'aujourd'hui. En outre, les banques centrales appliquent une politique dite de «l'assouplissement quantitatif», qui correspond à une poursuite de la baisse des taux directeurs par d'autres moyens. Pour simplifier, il s'agit d'un allongement du bilan de la banque centrale, par lequel cette dernière achète des valeurs mobilières et opère un refinancement à plus long terme en émettant de la monnaie. Suite à la sévère récession de l'année 2009, l'inflation sous-jacente (prix des biens de consommation hors alimentaire et énergie) des pays industrialisés est néanmoins très faible actuellement. On peut donc se demander de quoi dépend réellement l'évolution de l'inflation.

Dans les années soixante-dix, la doctrine monétaire dominante voulait que l'inflation soit la conséquence d'un excès de monnaie par rapport aux biens disponibles. Dans les années quatre-vingt, le rapport empirique entre la masse monétaire et l'inflation est toutefois devenu de moins en moins significatif (voir graphique 1).

Graphique 1: dissociation de la masse monétaire et de l'inflation depuis 1980 aux Etats-Unis.



Source: Datastream, Vontobel

L'évolution de la masse monétaire ne peut en conséquence plus servir à expliquer ou à anticiper l'inflation. Ainsi, la croissance de la masse monétaire aux Etats-Unis entre 1980 et 1995 – dans une période de net repli de l'inflation – était même légèrement supérieure à ses niveaux des années soixante-dix, période d'emballement des prix. A l'inverse, l'expansion monétaire a ralenti de 2005 à 2008, ce qui n'a pas empêché l'inflation de s'accroître. Pour ces raisons, la Réserve fédérale américaine, la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse ne visent plus aujourd'hui d'objectif de masse monétaire. Seule la Banque centrale européenne (BCE) suit encore la croissance de l'agrégat monétaire M3.

Par conséquent, la masse monétaire durablement élevée actuellement constatée aux Etats-Unis et qui résulte de l'assouplissement quantitatif ne se traduira pas nécessairement par une envolée future de l'inflation.

La brusque hausse de la demande de liquidités lors de la crise financière explique la croissance de la masse monétaire

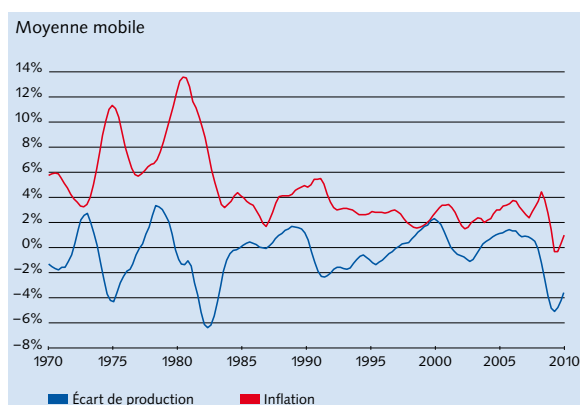
Si la Réserve fédérale américaine a augmenté la masse monétaire, c'est avant tout pour répondre à une hausse massive de la demande de liquidités dans le contexte de la crise financière. Les banques voulaient s'assurer contre des sorties de capitaux brutales et réduire les risques pour leur bilan. Pour ce faire, elles devaient détenir davantage de liquidités. Etant donné cependant qu'elles ne se faisaient plus confiance entre elles, elles recherchaient essentiellement des placements sûrs à court terme, c'est-à-dire des réserves auprès de la banque centrale. Compte tenu de l'incertitude considérable qui prévalait pendant la crise, les entreprises et les ménages sont venus ajouter leur demande de liquidités à celle des banques. Si la Réserve fédérale n'avait pas répondu à cette envolée de la demande, les taux d'intérêt auraient fortement augmenté, ce qui aurait encore aggravé la crise économique.

Autre signe indiquant que l'augmentation de la masse monétaire procédait avant tout d'une hausse de la demande de liquidités: les banques n'ont pas augmenté leurs prêts aux entreprises et aux ménages depuis le début de la crise financière – ce qu'elles auraient pu faire au vu de leurs importantes réserves. L'économie n'a pas non plus utilisé les liquidités supplémentaires pour acquérir davantage de biens et de services, comme le montre la forte diminution du rapport entre le produit national et la masse monétaire – qui mesure la vitesse de circulation de la monnaie – depuis le début de la crise financière.

L'inflation en conséquence du taux d'utilisation des capacités de production et de la politique monétaire

Etant donné que la masse monétaire constituait depuis les années quatre-vingt un indicateur de moins en moins fiable de l'évolution future de l'inflation, le taux d'utilisation des capacités de production a été de plus en plus employé à cette fin. On le mesure, par exemple, à partir du taux d'utilisation des capacités dans le secteur industriel ou bien de l'écart de production («output gap») (voir graphique 2). Ce dernier montre dans quelle mesure la croissance économique effective diverge de son potentiel. Un écart de production positif dénote ainsi une surchauffe, et un écart de production négatif une sous-utilisation des capacités.

Graphique 2: écart de production et inflation aux Etats-Unis.



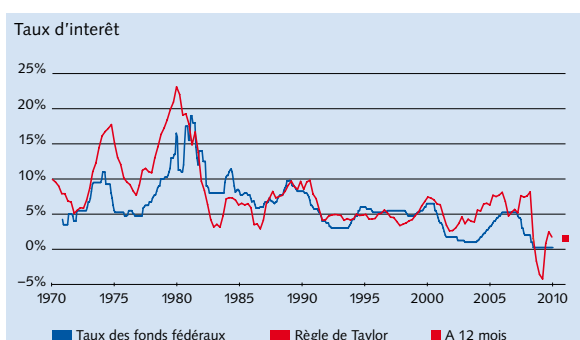
Source: Datastream, Vontobel

Le degré d'accélération de l'inflation en phase de surchauffe économique dépend du caractère excessivement accommodant ou restrictif de la politique monétaire. La règle de Taylor s'est affirmée comme un outil d'évaluation du caractère approprié de la politique monétaire. Les taux directeurs doivent ainsi être fixés en fonction (voir en annexe règle de Taylor):

1. de l'écart de production;
2. de l'écart entre l'inflation et son objectif;
3. des taux réels à moyen terme et de l'inflation effective.

La règle de Taylor nous montre que les taux directeurs américains des années soixante-dix étaient beaucoup trop bas, ce qui explique la forte inflation de l'époque (voir le graphique 3). Le repli de l'inflation au cours de la décennie suivante procédait de la politique monétaire extrêmement restrictive menée par le président de la Réserve fédérale d'alors, Paul Volcker, avec des taux d'intérêt nettement supérieurs à ce qu'aurait préconisé la règle de Taylor. Dans les années quatre-vingt-dix, la politique monétaire était largement appropriée et l'inflation basse en conséquence. Entre

Graphique 3: règle de Taylor et taux directeurs effectifs aux Etats-Unis.



Source: Datastream, Vontobel

2000 et 2004, les taux directeurs étaient trop bas, ce qui a entraîné une remontée de l'inflation à 5 %. A l'automne 2008, au plus fort de la crise financière et économique, la règle de Taylor préconisait même pour les États-Unis des taux négatifs. Comme cela n'est pas applicable, la Banque centrale a adopté l'assouplissement quantitatif («quantitative easing») et a fortement accru la masse monétaire en acquérant des valeurs mobilières, ce qui a encore tiré les taux vers le bas. Ce faisant, la règle de Taylor était respectée, et la politique monétaire répondait aux circonstances dramatiques de l'époque.

Un risque d'inflation certain aux Etats-Unis

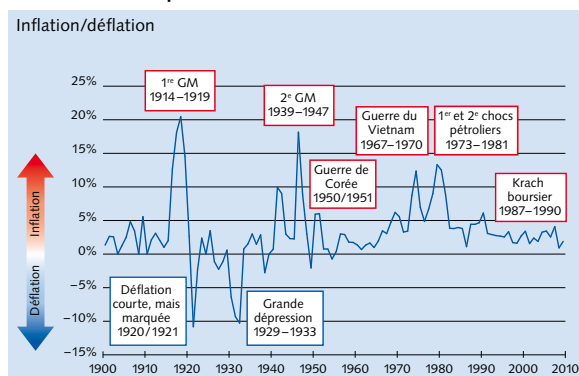
A l'heure actuelle, la règle de Taylor fait ressortir un taux directeur approprié de l'ordre de 1 %, alors que celui en vigueur est toujours à 0,25 %. Sur la base de nos prévisions de croissance et d'inflation pour les 12 prochains mois, la règle de Taylor indique un taux directeur de 1,5 %. Nous nous attendons toutefois à ce que la Banque centrale américaine ne relève ses taux que jusqu'à 0,75 % dans les 12 prochains mois. Ceci suppose un risque réel d'inflation, surtout si la Réserve fédérale continue de pratiquer momentanément l'assouplissement quantitatif. En outre, la politique budgétaire américaine est également très accommodante, et elle devrait vraisemblablement le rester.

A moyen terme, nous anticipons, dans le cadre de notre scénario principal une croissance économique de nouveau modérée et inférieure à la moyenne, ce qui signifie que les taux directeurs ne pourront se rapprocher du «niveau de Taylor» qu'avec un certain retard. De ce fait, le taux d'inflation pourrait monter à moyen terme aux alentours de 3 % à 4 %, une fois que le processus de désendettement aura pris fin, dans quelques années. Si la croissance économique devait être plus soutenue, un taux d'inflation de 4 % à 5 % serait à prévoir. De même, le risque que les intérêts politiques ne poussent à maintenir une politique monétaire expansive plus longtemps qu'il ne le faudrait ne peut être totalement écarté. Nous n'anticipons pas cependant une période d'inflation prolongée, car la Réserve fédérale américaine devrait durcir sa politique monétaire de façon prononcée lorsqu'elle constatera des signes tangibles de solidité durable de la conjoncture.

Chapitre 2: que conseiller aux investisseurs en période d'inflation?

Comme nous l'avons expliqué dans le chapitre précédent, nous pensons que l'inflation ne devrait pas augmenter dans un avenir proche. Cette projection repose toutefois sur l'hypothèse que les banques centrales ne commettent pas d'erreur grossière, que la stratégie de sortie soit mise en œuvre au bon moment et que le désendettement du secteur privé perdure encore quelque temps. Mais un scénario inflationniste ne peut être totalement écarté, et c'est pourquoi nous nous sommes demandés quelles classes d'actifs permettraient de réaliser des rendements réels et positifs en période d'accélération de la hausse des prix. Nous avons pris en considération les catégories de placements ci-après pour les Etats-Unis: liquidités, emprunts d'Etat, obligations d'entreprises, actions, matières premières, or et immobilier, pour la période de 1900 à nos jours. Cette période a connu six phases durant lesquelles les taux d'inflation dépassaient les 5 % (voir graphique 4).

Graphique 4: six périodes d'inflation et deux phases de déflation aux Etats-Unis depuis 1900.



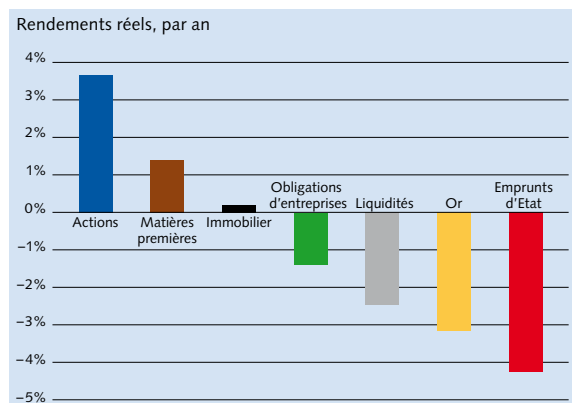
Source: Global Financial Data, Datastream, Vontobel

Lors des six phases inflationnistes, les différentes catégories de placements ont enregistré les rendements réels moyens ci-après (voir graphique 5).

La stratégie "buy-and-hold" n'est plus valable

Sans surprise, ce sont les emprunts d'Etat qui se sont le moins bien comportés, suivis de l'or et des obligations d'entreprises, qui ont tous enregistré des rendements réels négatifs. En revanche, les placements immobiliers et dans les matières premières ont affiché des rendements réels positifs. Les rendements les plus élevés sont à imputer aux actions, avec une progression corrigée de l'inflation de presque 4 % en moyenne. Cependant, leur rendement n'a pas été positif durant toutes les années des différentes

Graphique 5: rendements réels moyens lors des phases d'inflation.

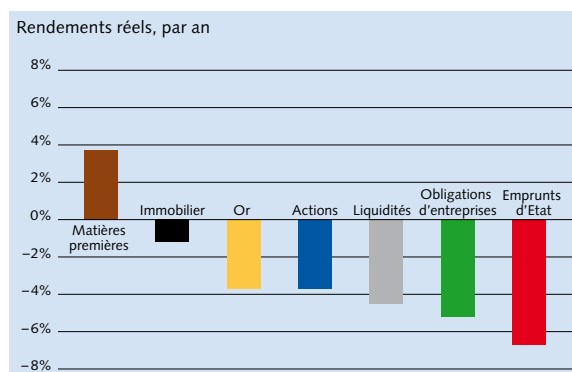


Source: Global Financial Data, Robert Shiller, Datastream, Vontobel

périodes d'inflation. Si on ne tient compte que des années de pic inflationniste, alors on obtient un résultat différent (voir graphique 6). Les actions ont pâti de cette situation, et seules les matières premières ont alors connu des rendements positifs. C'est pourquoi, également en période inflationniste, les investisseurs devraient se tourner vers des stratégies d'investissement tactiques plutôt que des stratégies de détention à long terme («buy-and-hold strategy»).

Au final, ces résultats montrent néanmoins que, lors de périodes d'inflation, les valeurs réelles comme les matières premières, les actions ou l'immobilier ont permis de dégager des rendements supérieurs aux valeurs nominales (voir graphiques 5 et 6).

Graphique 6: rendements lors des périodes de pic inflationniste.



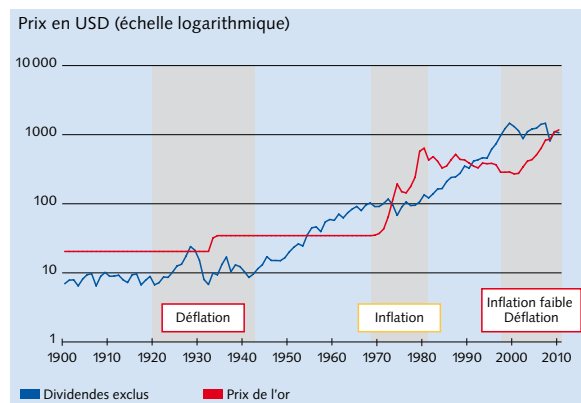
Source: Global Financial Data, Robert Shiller, Datastream, Vontobel

L'or est plutôt un bouclier anticrise qu'une protection contre l'inflation

On peut s'étonner du fait que l'or ne semble pas constituer une si bonne protection contre l'inflation qu'on le suppose généralement. Lors des six phases d'inflation du vingtième siècle, le métal jaune n'a réussi qu'une seule fois – entre 1973 et 1981 – à enregistrer un rendement positif significatif de 15 % par an. Durant toutes les autres périodes inflationnistes, il est resté en dessous de zéro. Précisons toutefois que, jusqu'en 1973, l'or n'était pas librement négociable et que son prix était fixe. En outre, la possession d'or par des particuliers était parfois interdite.

Depuis 1900, l'or a connu trois phases de hausse significatives. Dans les années trente, il a été réévalué avec l'adoption de l'étalon-or, ce qui a engendré une première phase de hausse des cours (N.B.: dans une période de déflation sévère). Après la suppression du système de Bretton Woods en 1973, l'or a pu enfin circuler librement et il s'est fortement apprécié en valeur réelle durant la période d'inflation suivante. Lors de la dernière période d'inflation à ce jour, entre 1987 et 1990, il a toutefois enregistré les plus mauvaises performances de toutes les classes d'actifs, avec un rendement réel de -7 % par an.

Graphique 7: les trois phases de hausse des prix de l'or.



Source: Global Financial Data, Datastream, Vontobel

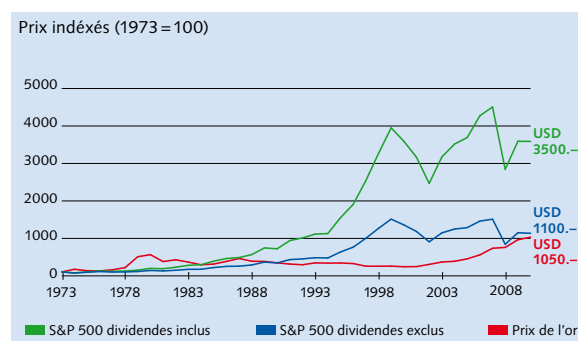
La troisième et dernière – à ce jour – des phases de hausse des prix de l'or, à partir de 2001, a encore eu lieu dans un contexte de tendance déflationniste, lors de l'éclosion de la bulle technologique. Ainsi, les prix de l'or augmentent aussi bien en phase d'inflation que de déflation. Mais alors, si les cours du métal jaune ne s'expliquent pas par l'inflation, de quoi dépendent-ils? Le graphique 7 montre que les trois périodes d'appréciation des cours de

l'or ont toutes eu lieu lorsque les marchés d'actions étaient déprimés et connaissaient des périodes de stagnation prolongée.

De ce fait, l'or peut représenter un bon complément aux actions, mais il constitue davantage une protection contre la crise que contre l'inflation. Par ailleurs, le graphique 8 montre que l'or n'affiche un rendement comparable à celui des actions que si l'on ne tient pas compte des dividendes. Si ceux-ci sont pris en compte, alors on constate une nette supériorité des actions sur l'or.¹ Le graphique 8 met l'accent sur la contribution significative des dividendes à des rendements élevés.

Graphique 8: comparaison des rendements des actions avec ou sans dividendes avec ceux de l'or.

Un investisseur qui aurait placé 100 dollars US fin 1973 sur le marché d'actions américain ou en or aurait aujourd'hui ...



Source: Global Financial Data, Datastream, Vontobel

Que peut-on en conclure pour l'investisseur? Celui qui table sur une hausse significative de l'inflation au cours des prochaines années doit bien davantage miser sur les valeurs réelles comme les matières premières, l'immobilier ou les actions. Il devra en revanche sous-pondérer les valeurs nominales telles que les obligations ou les liquidités. Il conviendra toutefois de tenir compte du fait que les matières premières, et par conséquent l'or également, sont libellées en dollars US, et que l'investisseur en euros ou en francs suisses devra assumer le risque de change en conséquence.

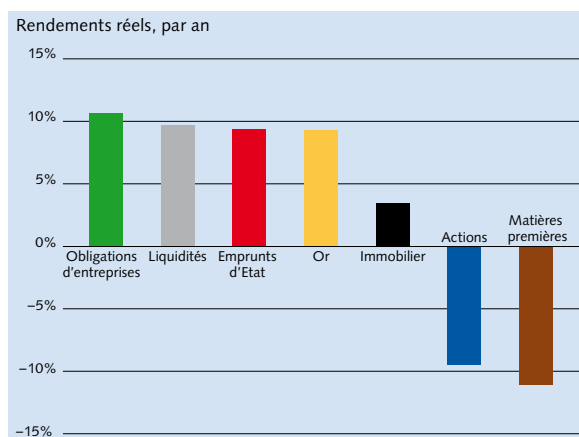
Les obligations indexées sur l'inflation apportent également une protection contre la hausse des prix, et elles sont majoritairement libellées en dollars US («TIPS» = Treasury Inflation Protected Securities). De telles obligations existent également en livres sterling ou en euros, mais pas en francs suisses.

¹ Ce constat vaut également pour d'autres matières premières.

Chapitre 3: quels placements choisir en période de déflation?

Contrairement au scénario d'une accélération de l'inflation, certains observateurs redoutent une déflation. Dans ce cas, il faudrait s'attendre à une rechute de l'économie mondiale, c'est-à-dire à une «récession en W». Bien que ce scénario ne corresponde pas à notre scénario principal, nous nous sommes demandés comment se comportaient les différentes classes d'actifs en phase de déflation. Depuis 1900, les Etats-Unis ont connu deux grandes périodes de déflation (voir le graphique 4) qui se sont traduites par les statistiques de rendements réels moyens ci-après (voir graphique 9).

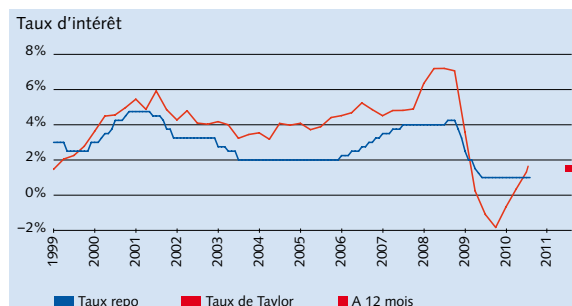
Graphique 9: les rendements réels en phase de déflation.



Source: Global Financial Data, Robert Shiller, Datastream, Vontobel

Ce scénario de déflation aboutit à une représentation inverse de celui des périodes inflationnistes. Les actifs réels affichent en effet des performances nettement inférieures à celles des valeurs nominales, car les phases de déflation

Graphique 10: taux de Taylor et taux directeurs effectifs dans l'Union Economique et Monétaire (UEM).



Source: Datastream, Vontobel

ont également toujours été liées par le passé à des récessions. Pour l'investisseur, cela signifie que les obligations, qu'elles soient émises par les pouvoirs publics ou par des entreprises, sont à privilégier. En revanche, il faudra sous-ponderer les actions et les matières premières.

D'après nos estimations, le risque de déflation serait légèrement plus élevé en Europe qu'aux Etats-Unis. Dans la zone euro en effet, en raison d'une culture de la stabilité très forte, l'inflation est traditionnellement moins importante qu'outre-Atlantique. La politique monétaire de la BCE est certes restée inférieure à ce que préconisait la règle de Taylor entre 2000 et 2008 (voir graphique 10). L'écart était toutefois moins marqué que dans le cas des Etats-Unis. En conséquence, l'inflation a été supérieure à l'objectif de la Banque centrale européenne durant cette période, mais inférieure à celle enregistrée aux Etats-Unis.

Le cas du Japon est-il pertinent pour les pays occidentaux?

Au Japon, les vingt dernières années se sont caractérisées par une faible inflation, parfois même une déflation, par une croissance économique inférieure à la moyenne et par des taux d'intérêt durablement bas. Cette situation s'explique par l'écroulement de la bulle immobilière nipponne des années quatre-vingt. Les entreprises japonaises avaient alors acheté de grandes quantités de terrains et de biens fonciers au moyen d'hypothèques. La chute vertigineuse des prix de l'immobilier depuis 1990 les a contraintes à réduire leur endettement, et donc à moins investir. Cette phase, qui persiste encore aujourd'hui parce que les prix immobiliers ne se sont toujours pas stabilisés, a été qualifiée de «désendettement». De telles situations sont associées à de faibles taux d'inflation,

en raison d'une demande réduite de la part de l'ensemble de l'économie. Même une politique monétaire expansionniste, comme celle suivie par la Banque centrale japonaise depuis longtemps, ne parvient pas à tirer les taux d'inflation vers le haut. Pour quelles raisons? Tandis que le secteur privé se désendette, la demande de nouveaux crédits reste faible. Par conséquent, la monnaie mise en circulation par la Banque centrale ne passe pas dans l'économie, d'où l'absence d'effet inflationniste. Ce rapport de cause à effet peut être transposé dans les pays occidentaux, en particulier aux Etats-Unis. Cependant, étant donné que, contrairement au Japon, les prix immobiliers américains se sont déjà stabilisés, la phase de désendettement ne devrait durer que trois à cinq ans.²

² Cf. Vontobel Asset Management, «De la crise financière à la crise budgétaire: conséquences sur l'économie et les marchés financiers», mars 2010.

Lors de la crise financière et économique de 2008/2009, la règle de Taylor recommandait également des taux d'intérêt négatifs. Cependant, la BCE n'a pas suivi d'assouplissement quantitatif à proprement parler. Au cours des deux dernières années, elle a laissé ses taux directeurs au-dessus du niveau préconisé par la règle de Taylor, ce qui a contribué à la faiblesse de la reprise dans la zone euro. Aujourd'hui, la règle de Taylor recommande certes des taux directeurs un peu plus élevés, mais à 12 mois, notre prévision inchangée de taux d'intérêt redevient appropriée.

Comme la politique budgétaire de quelques pays de l'UEM tend actuellement à se resserrer, on peut qualifier la politique économique de globalement restrictive. Certes, notre scénario économique ne table pas sur une retombée en récession – et donc sur une déflation –, mais la croissance devrait rester inférieure à la moyenne et l'inflation ne devrait croître que modérément, aux alentours de 2 %.

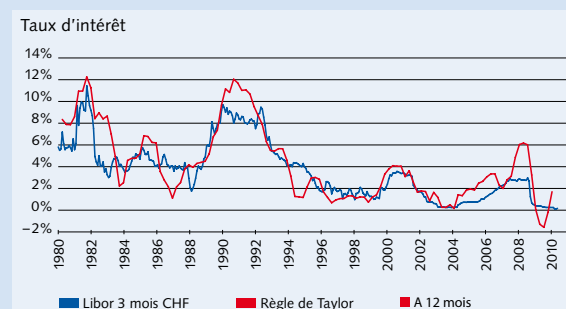
La Suisse sur le chemin de la vertu

C'est la Suisse qui s'est le plus conformée à la règle de Taylor depuis dix ans. Pendant la crise financière, la Banque nationale suisse (BNS) a elle aussi opté pour l'assouplissement quantitatif, comme le recommandait le taux de Taylor négatif.

Actuellement, les taux directeurs suisses sont en dessous du niveau préconisé par la règle de Taylor. Au cours des 12 prochains mois, cette dernière recommande, sur la base de nos prévisions de croissance et d'inflation, un relèvement des taux à environ 1,5 %. Nous pensons cependant qu'à ce moment le taux directeur restera inchangé à 0,35 % à cause de la tendance haussière persistante du franc suisse. D'après les estimations de la BNS, une appréciation de la monnaie nationale de quelque 3 % aurait le même effet qu'une hausse des taux de 1 %. Pour compenser l'effet négatif de l'appréciation du franc suisse, les taux d'intérêt doivent ainsi

être inférieurs d'environ 1,5 % à ce qu'ils seraient dans un respect strict de la règle de Taylor. De ce fait, aussi bien à l'heure actuelle que pour les 12 prochains mois, la politique monétaire suisse semble globalement appropriée. Cela signifie qu'aucun risque d'inflation notable n'est en vue pour le moment.

Graphique 11: taux de Taylor et taux directeurs effectifs en Suisse.



Source: Datastream, Vontobel



Chapitre 4: résumé et conclusions pour les investisseurs

Le lien entre l'évolution de la masse monétaire et celle de l'inflation s'est considérablement amoindri au cours des dernières années. La règle de Taylor est ainsi plus utile pour évaluer les perspectives d'inflation future, et elle laisse supposer que les banques centrales suivent actuellement une politique monétaire appropriée et non inflationniste.

«Nous n'attendons pour les années à venir aucune progression substantielle de l'inflation.»

Le processus de désendettement des ménages et des entreprises amorcé par la crise de l'immobilier va en outre durer encore quelques années. Nous n'attendons donc pour les années à venir aucune progression substantielle de l'inflation. Si toutefois les banques centrales maintiennent leurs taux directeurs à un niveau trop bas pendant trop longtemps – au regard de la règle de Taylor – l'inflation risque tout de même de s'accélérer.

Les investisseurs qui tablent sur des perspectives inflationnistes devraient surpondérer leurs placements dans les classes d'actifs réels comme les matières premières, l'immobilier ou les actions. Si en revanche ils attendent une déflation, alors il conviendra de privilégier les emprunts d'Etat et les obligations d'entreprises. Notre analyse des périodes inflationnistes montre cependant que la performance des classes d'actifs n'était pas homogène. Certes, les actions affichent des rendements réels fondamentalement solides en période d'inflation, mais elles ont en revanche fortement souffert durant les années de pics inflationnistes. C'est pourquoi il vaut mieux adopter une approche différenciée qu'une stratégie de détention à long terme pour les périodes d'inflation ou de déflation. L'investisseur devra prendre lui-même des décisions d'allocations d'actifs tactiques, ou bien les confier à un gestionnaire de fortune professionnel.



La règle de Taylor

Taux de Taylor = objectif de taux réels du marché monétaire + inflation effective + $0,5 \times (\text{inflation} - \text{objectif d'inflation}) + 0,5 \times \text{écart de production}$

$$\text{Ecart de production} = \frac{\text{PIB effectif} - \text{PIB potentiel}}{\text{PIB potentiel}}$$

PIB potentiel = PIB réalisé pour un taux d'utilisation maximal du stock de capital et du marché du travail

L'objectif d'inflation et l'objectif de taux réels du marché monétaire diffèrent d'un pays à l'autre. Alors que le pre-

mier reflète la culture de stabilité d'une économie, le second dépend largement du potentiel de croissance.

L'évaluation de la politique monétaire à l'aide des taux d'intérêt plutôt que de la masse monétaire présente l'avantage d'éliminer les reports erratiques de la demande de monnaie comme source d'une politique monétaire erronée. C'est ainsi que la règle de la masse monétaire de Milton Friedman (règle monétariste) a entraîné une hausse des taux d'intérêt, parce que l'augmentation massive de la demande de monnaie n'a pas pu être assouvie.

Mentions légales

Bien que la Banque Vontobel estime que les données figurant dans cette étude proviennent de sources fiables, la Banque ne peut fournir aucune garantie quant à la qualité, à l'exactitude, à l'actualité ou à l'exhaustivité des informations contenues dans la présente étude. Le présent document a été conçu uniquement à des fins d'information et ne constitue pas une incitation à l'achat ou à la vente de titres, ni une incitation à la remise d'une offre d'achat ou de souscription. Cette étude a été établie par la branche Asset Management de notre institut et elle n'est pas le résultat d'une analyse financière. Elle n'est donc pas soumise aux «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers. Les estimations et les opinions défendues dans cette brochure sont celles de l'équipe des auteurs et expriment les estimations et les opinions de la Banque Vontobel. Toute utilisation, en particulier l'impression complète ou partielle et la transmission à des tiers, n'est autorisée qu'avec l'approbation écrite préalable de la Banque Vontobel AG.

Sièges Vontobel Asset Management

www.vontobel.com

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 (0)58 283 71 11
Téléfax +41 (0)58 283 76 50

Banque Vontobel SA
Place de l'Université 6
CH-1205 Genève
Téléphone +41 (0)22 809 90 90
Téléfax +41 (0)22 809 90 91

Vontobel Fonds Services AG
Gotthardstrasse 43
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 (0)58 283 74 77
Téléfax +41 (0)58 283 53 05

Bank Vontobel Europe AG
Niederlassung Frankfurt am Main
Kaiserstrasse 6
D-60311 Frankfurt am Main
Téléphone +49 (0)69 297 208 0
Téléfax +49 (0)69 297 208 33

Vontobel Europe AG
Niederlassung Wien
Kärntner Strasse 51
A-1010 Wien
Téléphone +43 (0)1 513 76 40
Téléfax +43 (0)1 513 76 40 600

Vontobel Europe SA, Milan Branch
Piazza degli Affari, 3
I-20123 Milano
Téléphone +39 02 6367 3411
Téléfax +39 02 6367 3422

Vontobel Europe SA, Sucursal en España
Paseo de la Castellana, 40-6°
E-28046 Madrid
Téléphone +34 91 520 95 34
Téléfax +34 91 520 95 55

Vontobel Europe SA
1, Côte D'Eich
L-1450 Luxembourg
Téléphone +352 26 34 74 1
Téléfax +352 26 34 74 33

Vontobel Asset Management, Inc.
1540 Broadway, 38th Floor
New York, NY 10036, USA
Téléphone +1 212 415 70 00
Téléfax +1 212 415 70 87

Vontobel Asia Pacific Ltd.
2301 Jardine House
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Téléphone +852 3655 3990
Téléfax +852 3655 3970



Private Banking
Investment Banking
Asset Management

Performance creates trust