



FLASH

MARCHÉS

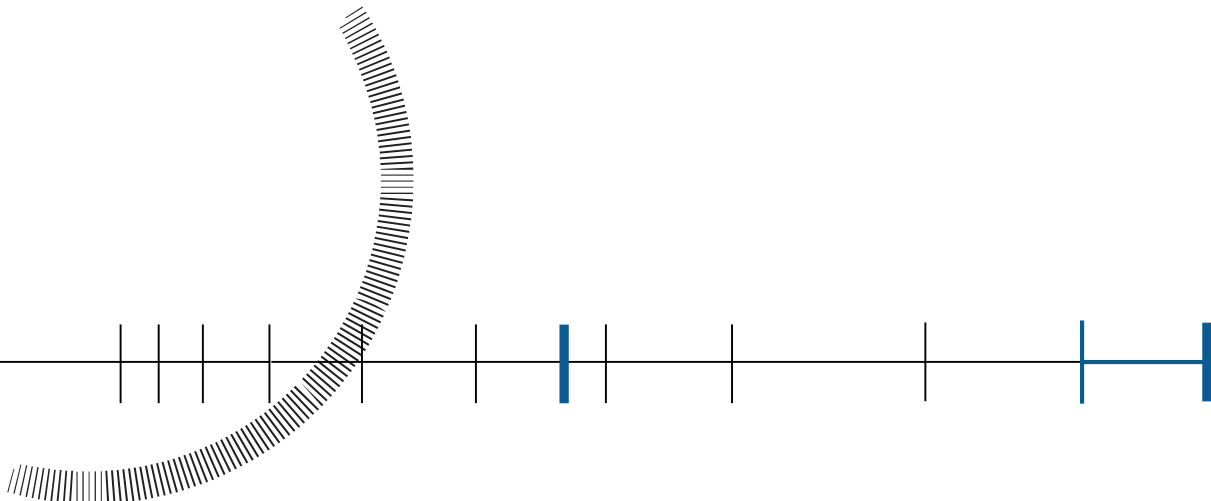
4 MARS 2021

Comment analyser les débats actuels sur le retour (ou pas...) de l'inflation ?

Suivez-nous !



Jean-Marie MERCADAL
Directeur Général Délégué
en charge des Gestions



L'inflation est de sinistre mémoire dans l'inconscient collectif des épargnants et plusieurs épisodes douloureux marquent notre histoire récente de citoyen et surtout, d'investisseur. Sans revenir sur les années 1920 en Allemagne, le dernier épisode en date concerne la période de la fin des années 1960/début des années 1970, marquée par le double choc de l'augmentation de la dette fédérale américaine pour financer la guerre au Vietnam, suivie par l'envolée des prix du baril de pétrole durant les années 1970. De très mauvais souvenirs pour les investisseurs : l'indice Dow Jones, qui avait atteint le niveau de 1000 points en 1966, n'a de nouveau dépassé significativement cette barre qu'en 1982 après que des mesures radicales de libéralisation économique et monétaire soient adoptées, justement pour sortir de la spirale inflationniste !

Dès lors, comment interpréter les débats actuels sur le retour souhaité de l'inflation ?

Les Banques Centrales contribuent à nourrir ce débat en maintenant des politiques de création monétaire massive et des cibles d'inflation de 2 % aux États-Unis et en zone Euro qui peinent à être atteintes. En zone Euro par exemple, l'inflation n'a pas dépassé le niveau de 2 % depuis 2011. Par ailleurs, compte tenu des endettements massifs accumulés depuis plusieurs années par les États, mais aussi par les entreprises, et qui se sont fortement aggravés avec la crise de la Covid-19, une inflation plus élevée permettrait de réduire plus rapidement le ratio de dette rapporté au PIB. Dans ces conditions en effet, un taux d'inflation plus fort permettrait une croissance des PIB nominaux plus importante.

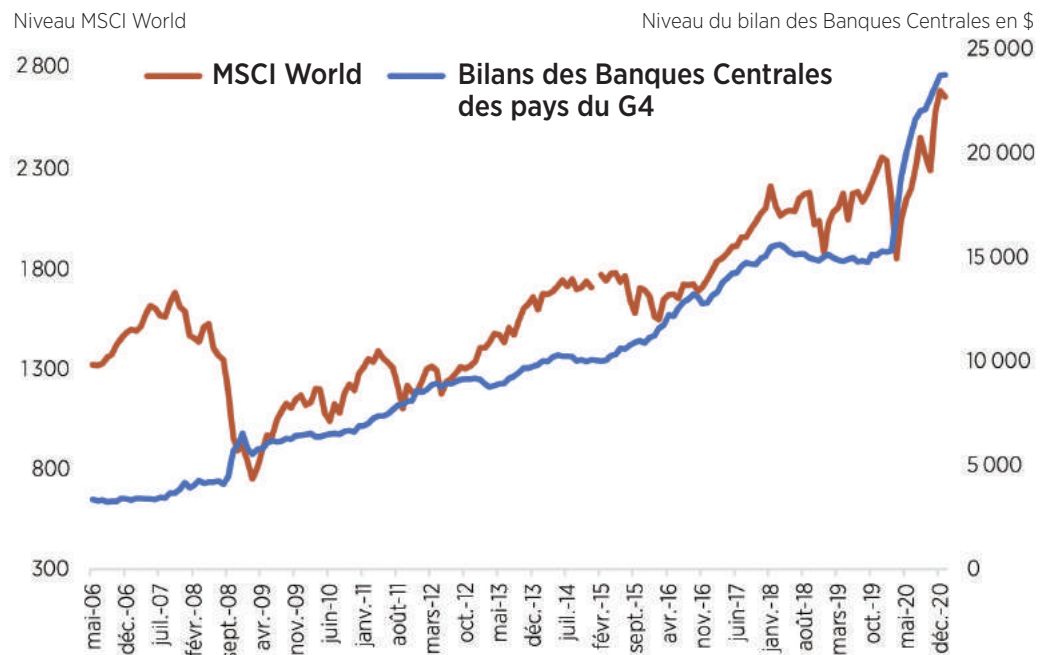
Le sujet de l'inflation redevient donc un sujet d'actualité, ce qui contraste à première vue avec le sentiment plus ou moins diffus de se situer dans une sorte de « japonisation » des économies occidentales, c'est-à-dire d'une longue période de déflation.

Mais en effet, il y a dans la situation actuelle plusieurs éléments qui suggèrent une résurgence de l'inflation :

- **À court terme**, une reprise économique franche est attendue grâce aux campagnes de vaccinations, ce qui pousse à la hausse les cours des matières premières. Par ailleurs, la transition énergétique met la pression sur certaines expertises et induit des coûts en hausse pour les industriels ; les semi-conducteurs sont de plus en plus recherchés du fait des progrès dans la connexion des objets, les coûts de transport sont affectés par la désorganisation du marché des containers issue des confinements et les plans de relance risquent d'accroître ces situations de surchauffe.
- **À long terme**, les politiques monétaires menées récemment par les grands pays suscitent l'étonnement et surtout des craintes. Cette création monétaire massive née de l'expansion des bilans de toutes les grandes Banques Centrales dans le monde pose en effet la question fondamentale de la valorisation des monnaies par rapport aux actifs réels, question qui est légitimée par l'envolée de la valeur des cryptomonnaies, et notamment du Bitcoin. Par ailleurs, des situations de « guerres commerciales » plus marquées, de relocalisations des lieux de production sont également susceptibles à moyen/long terme de renchérir le prix des biens et donc de favoriser la hausse des prix. Ajoutons enfin que les gouvernements, dans l'ensemble tous très endettés, ont intérêt à ce que l'inflation remonte, ce qui créerait des conditions plus favorables pour réduire le ratio dette/PIB.

Actions internationales et bilans des Banques Centrales

Les Banques Centrales ont créé une forme d'inflation en renchérissant le prix des actifs : boursiers (graphique) et immobiliers particulièrement, qui ont bénéficié de la baisse spectaculaire des taux d'intérêt



Source : Bloomberg • Données du 01/05/2006 au 31/01/2021

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Pour en finir avec la pertinence de cette question sur un retour éventuel de l'inflation, en tant qu'investisseur de long terme, **nous sentons bien que nous arrivons « au bout d'un certain chemin »** : les portefeuilles classiques 60/40 entre obligations et actions, quel que soit d'ailleurs le sens de surpondération donné, ont remarquablement performé ces 40 dernières années, avec des ratios de « Sharpe », c'est-à-dire de rendement ajusté du risque, particulièrement efficaces. En effet, à chaque fois que les économies ralentissaient, avec leurs répercussions naturellement négatives sur les bénéfices des entreprises, et donc sur les actions, les taux baissaient et poussaient les cours des obligations à la hausse... et ces 40 dernières années ont correspondu à une période de longue désinflation, et donc de baisse naturelle des taux. Mais ça, c'était avant !

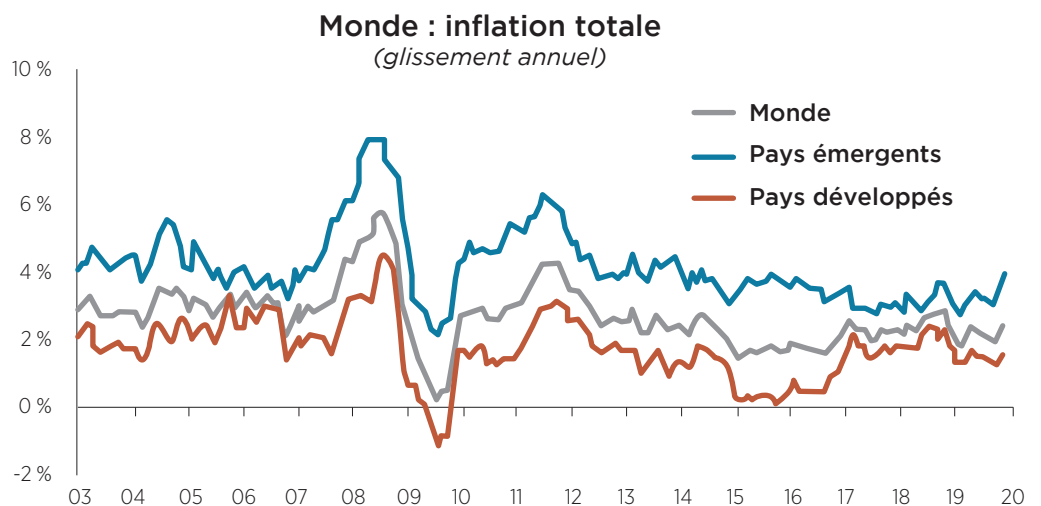
Désormais, il semble que nous aurons le choix entre faible croissance et faible inflation, ou forte croissance et hausse naturelle des taux, ou stagflation ? Dans ces conditions, la période actuelle de forte reprise économique et de maintien des taux d'intérêt à de faibles niveaux semble une exception à « contrat à durée déterminée ».

Quelle est la réalité du moment ?

Plusieurs observateurs jugent que les mesures actuelles d'inflation ne sont pas pertinentes car nous sommes déjà dans une situation d'inflation dans certains secteurs : l'immobilier et les coûts de construction, les actifs financiers... C'est une réalité. Mais, en attendant, étudions les indicateurs « officiels » dont nous disposons et qui servent de référence pour la conduite des politiques monétaires.

Les dernières statistiques pointent en effet pour une reprise significative des taux d'inflation à partir d'un niveau très bas induit par la crise de la Covid-19. Ceci peut être interprété comme une nouvelle qui va dans le sens de ce qui est souhaité par les Banques Centrales pour se rapprocher de leur objectif de 2 % (Fed et BCE). Mais, pour l'instant, et comme l'inflation est souvent observée sur des périodes de 12 mois glissants, il s'agit principalement d'une forme de rattrapage par rapport à la situation très particulière de l'année dernière.

**Aujourd'hui,
nous assistons ainsi
à une remontée des
indicateurs, mais
pas encore
d'emballement**



Les prochains effets de base⁽¹⁾ vont donc accentuer cette reprise. L'inflation accélère en raison du redémarrage de l'économie. Les prix du pétrole ont significativement remonté depuis un an et le caractère désinflationniste de la crise sanitaire sur les prix de certains services va s'estomper nettement avec le redémarrage progressif de la consommation des ménages, dans un contexte de tension sur les coûts des entreprises (prix du fret à la hausse, pénurie de puces électroniques dans certains secteurs, hausse du prix des matières premières en raison de l'appétit de la Chine, prix en hausse en raison des tensions commerciales, par exemple sur le bois de construction...). Par ailleurs, il est possible (surtout aux États-Unis) qu'un scénario de remontée des salaires, notamment à la suite des décisions de Joe Biden en faveur de la revalorisation du salaire minimum, finissent par se répercuter sur les prix en bout de chaîne.

Dans la zone Euro, l'inflation a brutalement rebondi au mois de janvier, pour revenir au plus haut depuis le mois de février dernier. Alors que l'indice des prix à la consommation de la zone Euro était en recul sur 12 mois depuis août, il s'est affiché en hausse de 0,9 % le mois dernier. Certes, ce rebond reste modéré et l'inflation affichée est encore beaucoup trop faible pour effacer les craintes de déflation. Elle est notamment très inférieure, encore, à l'objectif de 2 % défini comme le rythme de croissance de cet indice qui correspond à la stabilité des prix.

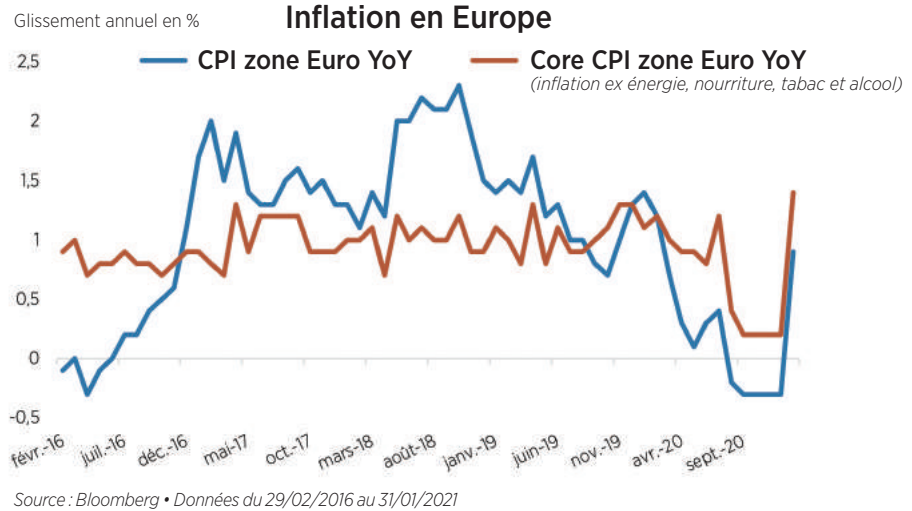
⁽¹⁾ Effet de base : l'inflation est calculée sur 12 mois glissants, si bien que les prochaines statistiques publiées ne prendront bientôt plus en compte les cours très déprimés durant la crise de la Covid-19 de mars/avril 2020.
Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

FLASH MARCHÉS

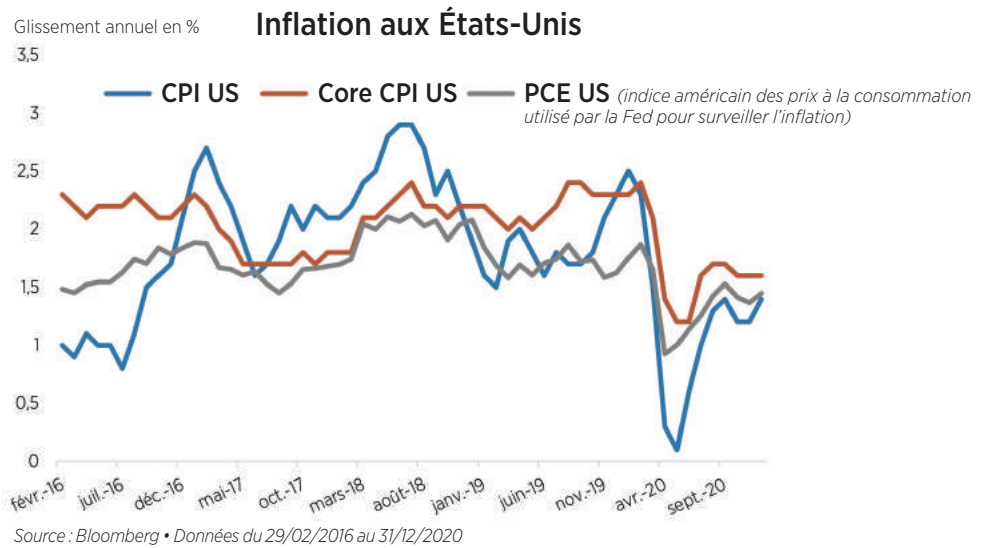
Mais notons également que, de part et d'autre de l'Atlantique, nous sommes loin d'une situation de plein emploi, ce qui éloigne tout de même sérieusement le risque d'une spirale prix/salaires à court terme, ce que soulignent régulièrement les deux Banques Centrales américaine et européenne.

Les marchés ont déjà acté un retour de l'inflation, mais à des niveaux modérés pour le moment comme le montrent les graphiques ci-après sur l'évolution de l'inflation implicite inscrite dans le cours des obligations indexées.

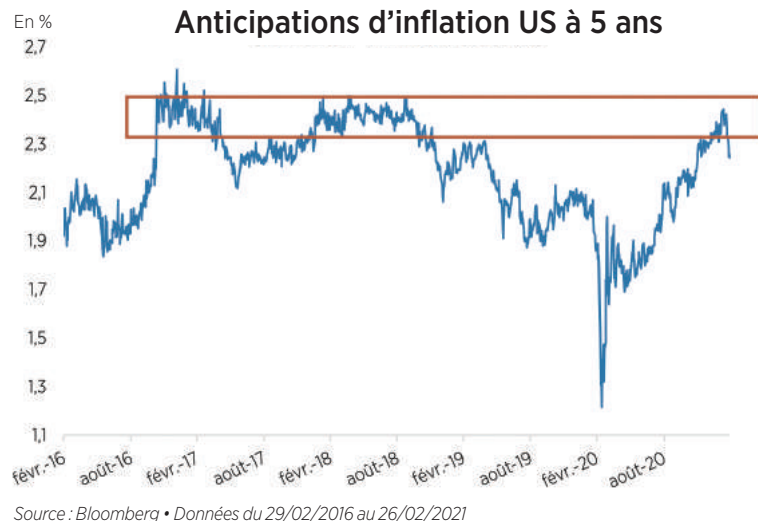
L'inflation réalisée est déjà repartie à la hausse en zone Euro...



...comme aux États-Unis...

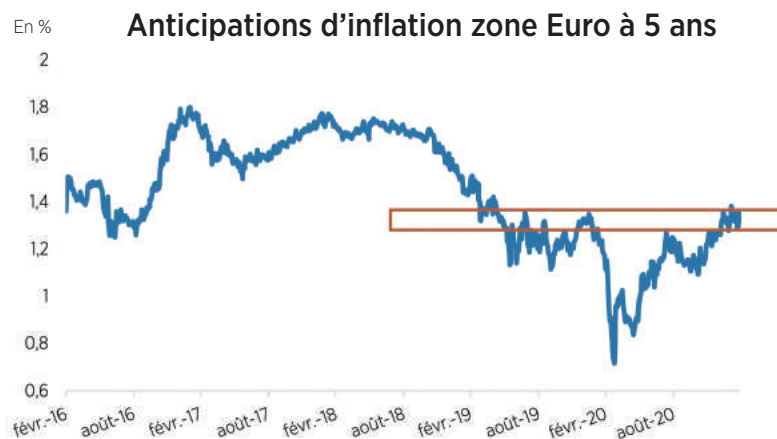


...et les anticipations d'inflation américaine à 5 ans sont passées, en quelques mois, de 1,2 % à près de 2,3 % actuellement.



Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Parallèlement,
les anticipations
d'inflation de la zone
Euro à 5 ans sont
passées en quelques
mois de 0,7 %
à près de 1,4 %
actuellement



De même, en zone
Euro, l'inflation
allemande à 10 ans
inscrite dans le cours
des obligations
indexées est passée
de près de 0,2 % à
1,10 % actuellement



* Cet instrument exprime la différence de rendement entre une obligation nominale et une obligation indexée sur l'inflation, ce qui traduit l'inflation anticipé par le marché.

Ces graphiques nous montrent que les marchés ont déjà intégré un rebond de l'inflation mais n'anticipent pas de dérapage à ce stade (les encadrés en orange nous montrent que nous sommes actuellement dans une zone pivot à long terme.)

En conséquence, il est clair qu'il y a un petit risque d'emballement à court terme des indices de prix, surtout aux États-Unis où l'inflation pourrait se situer pendant quelques mois autour de 3 %, scénario qui a déjà été envisagé par la Fed, et qui a indiqué qu'elle n'interviendrait pas. En zone Euro, nous sommes encore loin de l'objectif de 2 %...

À plus long terme, il est encore trop tôt pour comprendre l'impact futur des politiques monétaires menées actuellement. Nous pouvons juste constater simplement que la valeur intrinsèque des monnaies devrait logiquement avoir baissé par rapport aux prix des biens physiques, avec des ordres de grandeur qui seraient proportionnels à l'expansion monétaire consécutive à l'expansion des bilans des Banques Centrales. De ce point de vue, les principales monnaies devraient avoir perdu de l'ordre de 25 à 30 % par rapport aux prix des biens réels. Il est cependant difficile de tirer des conclusions claires de ces considérations « simples » : il n'y a pas de limite « théorique » à l'expansion des bilans des Banques Centrales et, d'autre part, comme les principales Banques Centrales dans le monde ont adopté les mêmes stratégies pour soutenir les économies, il n'y a pas eu de grands mouvements de variations de change entre les principales monnaies, ce qui est l'un des paramètres de l'évolution de l'inflation dans les différents pays.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

À plus long terme également, les forces déflationnistes ne semblent pas « mortes » !

La mondialisation : la globalisation et l'interconnexion croissante des économies depuis près de 30 ans, et surtout depuis l'entrée de la Chine dans l'Organisation Mondiale de la Santé, a permis une baisse générale du prix des biens industriels, qui a profité dans l'ensemble aux consommateurs. Il est vrai qu'aujourd'hui, ce modèle est quelque peu remis en question pour des raisons écologiques, de volonté politique et sociétale des pays de relocaliser les usines de production, ce qui crée des tensions commerciales et tentations de protectionnisme en augmentant les taxes douanières... Mais, force est de constater que, au vu de l'exemple donné par le conflit entre les États-Unis et la Chine, les impacts finaux ont été mineurs et les phénomènes de relocalisation des usines aux États-Unis marginaux. En effet, il faut du temps pour réorganiser des chaînes de production désormais largement mondialisées, et la logique économique finit toujours par l'emporter.

Les gains de productivité induits par la numérisation et le progrès technologique. Il est très difficile d'estimer ces facteurs, mais nous comprenons bien que l'accélération observée récemment est de nature à encore accentuer cette tendance.

Le vieillissement des populations, en Occident et également en Chine. La vitalité démographique est un élément clé de la croissance et, par conséquent, de l'évolution des pressions inflationnistes par un soutien de la demande. De ce point de vue, la situation est critique aux États-Unis et en Europe, comme en Chine, ce qui rappelle une nouvelle fois la situation du Japon.

CONCLUSION

À court terme, il y a beaucoup d'arguments qui militent pour une remontée de l'inflation. Mais il convient de garder à l'esprit que nous partons d'une situation actuelle très déprimée et que les effets de base seront favorables. Nous pouvons donc atteindre ponctuellement la zone de 3 % aux États-Unis (sans que la Fed ne réagisse puisqu'elle a déjà expliqué que ce cas de figure pouvait arriver) et celle de 2 % en zone Euro.

Il est pour le moment difficile d'imaginer un emballement au-delà de ces niveaux dans la situation actuelle. Nous nous situons davantage dans une sortie d'une période déflationniste qu'à l'aube d'une conjoncture inflationniste structurelle, c'est en tous cas notre scénario privilégié.

Le scénario d'un emballement inflationniste existe cependant, alimenté par les questions sur les conséquences des politiques monétaires inédites. Nous n'avons pas de réelle conviction sur ce sujet, mais si l'on craint ce scénario, les meilleurs actifs de couverture sont : les obligations indexées couvertes du risque de sensibilité et les actifs réels, dont l'or. L'envolée des cryptomonnaies traduit également la crainte d'un tel scénario, mais nous n'avons pas de conviction encore bien établie sur ces nouveaux actifs.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Ce document à caractère promotionnel est destiné exclusivement à des clients professionnels et non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'OFI Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. Le(s) fonds mentionné(s) dans le document a/ont été agréé(s) par l'AMF ou la CSSF et est/sont autorisé(s) à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans le fonds. Le DICI (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur) doit être

obligatoirement remis aux souscripteurs préalablement à la souscription. Les règles de fonctionnement, le profil de risque et de rendement et les frais relatifs à l'investissement dans un fonds sont décrits dans le DICI de ce dernier. Le DICI et les derniers documents périodiques sont disponibles sur demande auprès d'OFI Asset Management. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. OFI Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Dans l'hypothèse où un fonds fait l'objet d'un traitement fiscal particulier, il est précisé que ce traitement dépend de la situation individuelle de chaque client et qu'il est susceptible d'être modifié ultérieurement. Achevé de rédiger le 04/03/2021

OFI ASSET MANAGEMENT • Société de gestion de portefeuille • RCS Paris 384 940 342 • Agrément N° GP 92-12
S.A. à Conseil d'Administration au capital de 42 000 000 euros • APE 6630Z • FR 51384940342