

L'inflation post-Covid, à quoi doit-on s'attendre ?

Par :

- **Ombretta Signori**, Stratégiste senior chez Aviva Investors France
- **Julien Rolland**, Gérant obligataire sur les Taux Souverains Euro chez Aviva Investors France

Mars 2021



Après l'impact désinflationniste en 2020 de la crise de la Covid 19, l'inflation ne devrait remonter que très progressivement en zone euro. Mais dans un contexte de taux durablement bas, une remontée, même très modérée, de l'inflation érodera un peu plus les rendements obligataires.

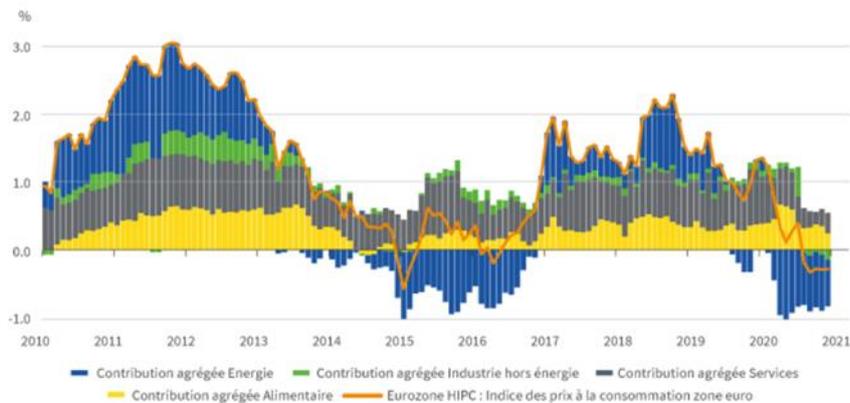
Interview croisée d'Ombretta Signori, stratéiste euro Sénior et Julien Rolland, gérant Obligations souveraines euro, chez Aviva Investors France.

[Quel est l'impact de la pandémie sur l'inflation en zone euro ?](#)

Ombretta Signori - La crise sanitaire a généré un choc à la fois sur l'offre (qui implique des pressions à la hausse sur les prix) et sur la demande (qui implique des pressions à la baisse sur les prix). La baisse de la demande étant plus importante et plus longue que celle de l'offre, des pressions à la baisse sont apparues sur les prix à la consommation. Le ralentissement économique a également entraîné une chute des cours de l'énergie. Leur contribution dans l'évolution des prix à la consommation (IPC) est devenue négative dès février (graphique 1). La crise de la Covid 19 a donc eu un effet désinflationniste en

2020. Mais d'autres facteurs ont également pesé sur l'IPC de la zone euro : la baisse de la TVA en Allemagne ou encore l'appréciation de l'euro face au dollar. Une monnaie forte rend en effet les importations moins coûteuses. Après être passée en territoire négatif depuis août, l'inflation en zone euro est à seulement +0,2% en moyenne sur 2020, après +1,2% en 2019.

Zone Euro, contribution à l'inflation totale

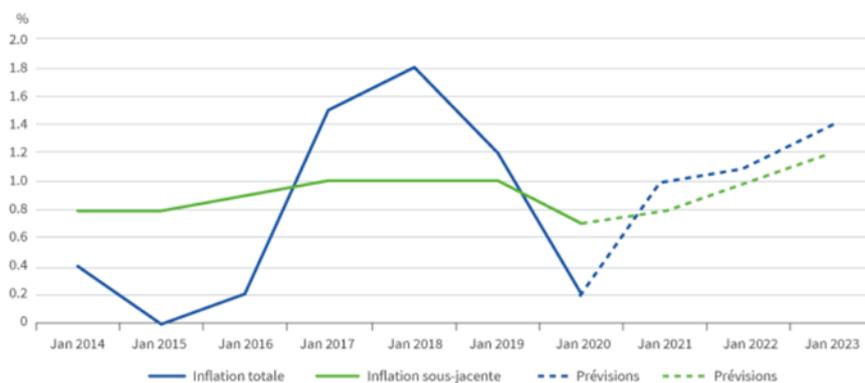


Source : Macrobond

Doit-on s'attendre à une remontée de l'inflation, dans le sillage d'une normalisation économique post-Covid ?

Ombretta Signori - L'inflation en zone euro devrait légèrement remonter en 2021, à la faveur notamment d'une contribution à nouveau positive des prix à l'énergie à compter du printemps et aussi de l'expiration de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne en janvier. Au fur et à mesure que la reprise économique se confirme, ce qui est notre scénario pour 2021 et au-delà, et que la vie économique se normalise grâce à une vaccination de masse, des pressions inflationnistes pourraient apparaître. Mais étant donné qu'il existe encore des capacités inutilisées dans l'économie, les pressions inflationnistes sous-jacentes ne pourront se présenter que lorsque l'économie aura pu rattraper son potentiel et que le marché du travail sera à nouveau en plein emploi. Les niveaux d'activité antérieurs à la COVID-19 ne devraient pas être retrouvés avant 2022 ; toute pression inflationniste devrait rester contenue d'ici là. Par ailleurs, des facteurs structurels comme la forte hausse de l'épargne des ménages liée au vieillissement de la population, la mondialisation et la digitalisation des économies ont des effets désinflationnistes depuis trois décennies dans les économies avancées. La Banque Centrale Européenne table sur une inflation de seulement 1,4% en 2023, toujours en-deçà de son objectif cible « proche mais inférieure à 2 % » (graphique 2).

Zone Euro, Projections Macroéconomiques BCE

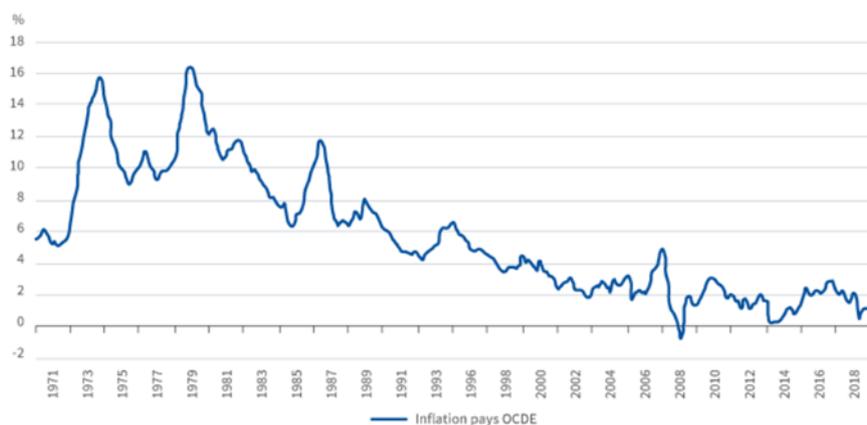


Source : Macrobond

La crise de la Covid 19 peut-elle remettre en cause ces facteurs désinflationnistes ?

Ombretta Signori - Cette crise exacerbe voire accélère certains facteurs désinflationnistes (graphique 3). Les mesures de confinement puis de restriction ont incité les ménages à épargner davantage en 2020, par obligation mais aussi par précaution. La distanciation sociale et professionnelle précipite la digitalisation des économies. En revanche, avec la pandémie, le pic de la mondialisation pourrait être derrière nous. La mondialisation commençait déjà à s'inverser avec les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et plus généralement la politique protectionniste de Donald Trump durant son mandat. La pandémie a mis en évidence la vulnérabilité des chaînes d'approvisionnement internationales. Cela pourrait inciter les entreprises à relocaliser une partie de leur production, avec comme conséquence des pressions à la hausse sur les coûts de production et sur le coût du travail. Mais il est encore trop tôt pour évaluer quelle force désinflationniste ou inflationniste l'emportera. Ces tendances structurelles sont extrêmement difficiles à prévoir et les choses peuvent aussi évoluer différemment.

Inflation mondiale



Source : Macrobond

Les mesures monétaires sans précédent de soutien à l'économie peuvent-elles alimenter les anticipations d'inflation ?

Julien Rolland - Avec des politiques fiscales qui devraient rester expansives en 2021, des politiques monétaires appelées à rester très accommodantes (graphique 4) et des banques centrales à même d'adopter une approche moins orthodoxe sur l'inflation, il n'est pas déraisonnable d'imaginer que davantage de pressions inflationnistes puissent apparaître à moyen terme, une fois la reprise économique solidement installée. La Réserve fédérale américaine a déjà assoupli sa position. La Fed conduira sa politique monétaire ciblant une inflation moyenne de 2% au fil du temps, une mesure qui permettra aussi que l'inflation dépasse les 2% après des périodes de faiblesse, comme ça a été le cas ces dernières années. La Fed ajustera également sa vision du plein emploi pour permettre à l'amélioration du marché du travail de toucher un plus grand nombre de travailleurs. Cela veut dire que la Fed sera moins réactive à relever les taux quand le marché du travail sera en plein emploi puisqu'il n'est pas forcément considéré comme inflationniste. La Banque Centrale Européenne n'est pas dans cette position - du moins pour le moment - mais la politique monétaire restera également très accommodante, et pendant longtemps. Une remontée de l'inflation autour de 2% serait vertueuse pour la croissance économique. Avec plus de croissance, les recettes fiscales augmenteraient et permettraient de rembourser une partie de la dette. Avec plus d'inflation, la charge de la dette s'en trouverait également allégée par une baisse des taux d'intérêt réels. Toutefois, si les marchés financiers commençaient à anticiper un retour de l'inflation, ils pourraient s'en inquiéter, avec des conséquences sur certaines classes d'actifs.

Banques Centrales : des taux directeurs bas pendant longtemps



Source : Aviva Investors, Macrobond

Faut-il protéger son portefeuille contre une éventuelle remontée de l'inflation ?

Julien Rolland - Dans un contexte de taux appelés à rester durablement bas, une remontée de l'inflation, même très modérée et progressive, érodera un peu plus les rendements obligataires. Plusieurs instruments financiers permettent aux investisseurs de s'en protéger parmi lesquels les obligations indexées sur l'inflation. Le coupon et le remboursement final (le principal) de ce type d'obligations sont liés par construction à un taux d'inflation, par exemple celui de la zone euro, réalisée durant leur durée de vie. Dans la perspective d'une remontée de l'inflation cette classe d'actifs doit donc être prise en considération, notamment dans un contexte où les rendements des obligations « classiques » des États ou des entreprises jugés les plus sûrs sont aujourd'hui négatifs sur 10 ans. C'est également un outil de diversification dans un portefeuille obligataire ou multi-actifs.

Cette classe d'actifs est-elle attractive aujourd'hui ?

Julien Rolland - Pour évaluer l'attractivité des obligations indexées à l'inflation par rapport aux obligations classiques, il faut analyser leur différentiel de taux sur une même maturité. Également appelé « point-mort d'inflation », cet écart correspond au taux d'inflation annuel pour lequel il n'y a pas de différence entre détenir une obligation indexée à l'inflation et une obligation classique. Si le taux d'inflation réalisé sur une maturité donnée ressort supérieur au point-mort d'inflation, le rendement d'une obligation indexée sur l'inflation sera supérieur à celui d'une obligation classique tout en ayant protégé son détenteur du risque inflationniste. Tout dépend donc de l'anticipation de ce que sera l'inflation sur la durée de vie d'une obligation par rapport au point-mort d'inflation (graphique 5). Revenus quasiment à zéro au plus fort de la tempête financière en mars, les points-morts d'inflation se sont depuis normalisés mais ils restent faibles. Dans la perspective d'une reprise économique, il est très probable que l'inflation soit supérieure au point-mort d'inflation sur la durée de vie d'une obligation. Les obligations indexées sur l'inflation nous semblent donc attractives dans une perspective de moyen/long-terme. Par ailleurs, en 2021, les émissions nettes sur ces obligations, c'est-à-dire la différence entre les nouvelles émissions et les émissions arrivées à échéance, devraient être négatives en zone euro. Une offre moindre serait un facteur de soutien supplémentaire pour la classe d'actifs.

Inflation Zone Euro et point mort inflation



Sources : Aviva Investors, Macrobond

Quels sont les points de vigilance sur cette classe d'actifs ?

Julien Rolland - Au-delà du rythme de la reprise économique et donc des anticipations d'inflation qui en découleront, il faut garder en tête qu'il s'agit d'un segment de marché étroit. Les obligations indexées sur l'inflation ne représentent qu'une faible part des émissions réalisées par les États. Leur liquidité (1) est donc plus faible que celle des obligations souveraines « classiques » et leur volatilité (2) potentiellement plus élevée, notamment dans les périodes de stress de marchés.

Pourquoi une cible d'inflation autour de 2% ?

Que ce soit « proche mais inférieur » pour la Banque Centrale Européenne ou désormais « moyenne » pour la Réserve fédérale américaine, ces grandes institutions monétaires fixent leur cible d'inflation autour de 2%. Un tel taux d'inflation modéré et stable est considéré comme vertueux pour la croissance économique.

L'inflation influence en effet le comportement des agents économiques. Une inflation trop faible incite les consommateurs à différer leurs achats car ils anticipent de futures nouvelles baisses de prix. Dès lors, les stocks s'accumulent, la production diminue et la croissance économique ralentit tout comme celle du marché de l'emploi. Parallèlement, une faible inflation pèse sur la rentabilité des entreprises, ce qui les incite à différer leurs investissements et à ne pas augmenter les salaires, avec là encore un effet pervers sur la croissance. À terme une inflation trop faible peut générer une spirale déflationniste. À l'inverse, une inflation trop forte érode le pouvoir d'achat des ménages et freine également leur consommation, d'où également un ralentissement de la croissance. Autour de 2%, l'histoire économique montre que les ménages ne consomment ni trop ni pas assez, ce qui permet d'ancrer la croissance économique sur des bases stables. La visibilité des entreprises s'en trouve améliorée, ce qui les incite à investir et à embaucher.

Références

1. La liquidité est la capacité d'acheter ou de vendre rapidement un actif, sans en affecter le prix
2. La volatilité correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. Plus la volatilité est élevée, plus l'investissement sera considéré comme risqué.

Contacts presse

Léa Schultz

lea.schultz@shan.fr

Tél : + 33 (0)7 76 04 73 48

INFORMATION IMPORTANTE :

Les informations et opinions reflétées dans le présent document sont exclusivement destinées à être utilisées par la presse et les médias financiers. Les informations ou opinions reflétées dans le présent document ne sauraient faire foi ou être considérées comme des conseils.

Ce communiqué de presse fourni par Aviva Investors Global Services Limited ne saurait représenter une quelconque promotion financière, conformément à la dispense du Financial Promotion Order, car Aviva Investors Global Services Limited n'exerce aucun contrôle sur les articles basés sur le présent communiqué de presse préparés et publiés par la presse et les médias financiers.

Sauf indication contraire, la source de toutes les informations est Aviva Investors Global Services Limited (« Aviva Investors ») au 1^{er} mars 2021. Sauf indication contraire, les points de vue et les opinions exprimés dans le présent document sont ceux d'Aviva Investors. Leur contenu ne doit pas être considéré comme indiquant une garantie de rendement d'un placement géré par Aviva Investors, ni comme un conseil de quelque nature que ce soit. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur d'un investissement et des éventuels revenus attachés peut fluctuer à la hausse comme à la baisse et l'investisseur pourrait ne pas récupérer l'intégralité du capital investi.

AVIVA INVESTORS

Aviva Investors représente l'activité de gestion d'actifs internationale d'Aviva plc. La société offre des solutions et des services en gestion d'investissements et sa performance axée sur les clients répond aux attentes de ces derniers au niveau mondial. Aviva Investors est implanté dans 15 pays des régions Asie-Pacifique, Europe, Amérique du Nord et Royaume-Uni.

AVIVA INVESTORS FRANCE

Aviva Investors France, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 608 050 euros, dont le siège social est sis 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229.

Aviva Investors est la dénomination commerciale de la branche de gestion d'actifs du groupe Aviva.

Aviva Investors Global Services Limited

St Helen's, 1 Undershaft, London, EC3P 3DQ Téléphone +44 (0)20 7809 6000

Fax +44 (0)20 7489 7940

Site internet www.avivainvestors.com

Email info@avivainvestors.com

Publié par Aviva Investors Global Services Limited, enregistré en Angleterre sous le n° 1151805. Siège social : St Helen's, 1 Undershaft, London EC3P 3DQ. Agréé et régi par la Financial Conduct Authority et membre de l'Investment Association.

Les appels téléphoniques à Aviva Investors peuvent être enregistrés à des fins de formation ou de suivi.