

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : L'inflation, une peur inflatée ?

L'inflation fera-t-elle enfin son retour à l'avant-plan sur les marchés hebdomadaires ... et sur les marchés financiers ? Avec les effets à moyen terme sur les finances publiques des programmes budgétaires de soutien massif à la conjoncture, c'est certainement l'autre grande question de l'heure.

Nous aimerions répondre de manière catégorique, mais il y a malheureusement des arguments tant pour annoncer une accélération sensible de l'inflation que pour écarter un tel scénario. Heureusement, sur le plan de l'investissement, la vision à avoir est, elle, claire. Nous terminerons par là.

Accélération de l'inflation

Si la perspective d'une remontée de l'inflation est revenue en force, avec des années d'oubli complet, c'est en raison des effets multiples de la crise de la Covid. Le premier argument est celui d'une augmentation des coûts de production : mesures sanitaires, stockage, diversification des sources d'approvisionnement, prix des matières premières, goulets d'étranglement dans la production d'intrants, fiscalité environnementale sur nombre d'importation, entraves au commerce international, retour au pays de travailleurs d'origine étrangère, ...

Le deuxième argument est celui de la politique monétaire extrêmement accommodante. L'idée est ancienne : faire tourner la planche à billet n'augmente pas le nombre de poulets en vente sur le marché, et donc fait augmenter le prix unitaire des poulets. Certes, cette vision « monétariste » s'est heurtée à l'observation empirique, alors que cela fait depuis une décennie environ que les banques centrales sont plus que généreuse, mais il se pourrait que cela joue quand même, avec retard, et d'autant plus qu'elles en ont « remis une couche » avec la Covid. Et les Banques centrales auront des préférences asymétriques : elles préféreront l'accélération de l'inflation à la stagnation de l'activité.

Le troisième argument est celui de la politique budgétaire, en particulier aux Etats-Unis, où l'impulsion donnée à l'économie pourrait, selon, d'excellents économistes comme Larry Summers et Olivier Blanchard, excéder la capacité de production de l'économie. L'économie entrerait alors en surchauffe, avec à la clef hausse des prix des matières premières, et de tous les intrants, en ce compris les salaires.

Et il est encore d'autres arguments. Mentionnons celui selon lequel la Covid conduira à moins de concurrence, du fait de faillites, de rachats d'entreprises, d'autorités de la concurrence moins regardantes, de barrières aux échanges, d'une préférence nationale plus marquée, et qui dit moins de concurrence dit prix en hausse. Citons aussi les pressions sociétales pour des revalorisations salariales catégorielles, notamment dans la santé, ou pour des salaires minima rehaussés, avec des effets d'entraînement. Et évoquons enfin

l'inclination des autorités à revoir le mode de calcul de l'inflation, révision conduisant, notamment au travers d'un poids majoré des dépenses de logement, à des taux d'inflation officiels plus élevés.

Les contre-arguments

En regard, il est des arguments pour minimiser l'amplitude attendue de l'accélération de l'inflation. Le potentiel productif mobilisable (« output gap ») est sous-estimé, car la mesure fait fi de « l'armée de réserve » actuellement en marge du marché du travail et des gains de productivité à réaliser, notamment grâce à la digitalisation. Du fait de ces travailleurs remobilisables et aussi de la mise en concurrence, facilitée par le télétravail et la digitalisation, des travailleurs « d'ici » avec des travailleurs « d'ailleurs », les pressions salariales devraient rester modérées.

La hausse des prix des matières premières est un phénomène que l'histoire a montré usuellement temporaire, car auto-correcteur : des prix élevés encouragent à augmenter l'offre, à se montrer plus économes en consommation et à trouver des substituts. Et des taxes plus élevées – à souhaiter – sur les énergies fossiles auront pour effet de faire baisser le prix avant impôt de celles-ci, tout comme la baisse du prix de revient des énergies renouvelables.

Les banques centrales, enfin, vont veiller à ne pas jouer avec le feu. Certes, un peu plus d'inflation ferait leur affaire, en particulier car cela servirait la soutenabilité des finances publiques et donc la santé financière de ces créanciers des Etats que sont les banques. Chargés de la stabilité financière, les autorités monétaires seront sensibles à cela mais, simultanément, elles redouteront un « désancrage » des attentes d'inflation. Des plus, l'inflation n'est pas l'unique manière pour assurer la soutenabilité des finances publiques.

Stratégie d'investissement

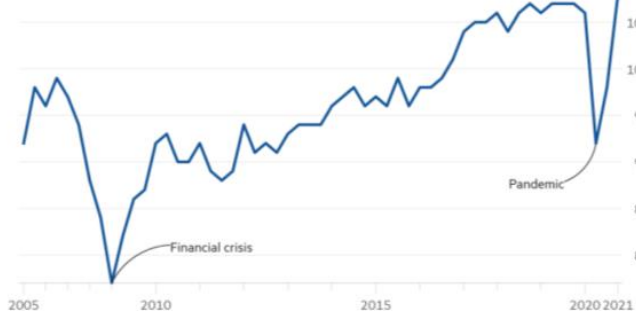
Si, sur les bases des arguments et contre-arguments nous penchons clairement en faveur d'une probabilité non négligeable d'accélération de l'inflation, il faut se garder d'un discours unilatéral, à la fois réducteur et téméraire. Sur le plan de l'investissement, en revanche les choses sont plus claires. Il y a moyen de réduire sa sensibilité à l'inflation en réduisant les obligations « classiques » au profit d'actifs neutres par rapport à l'inflation, en particulier les obligations dites indexées. Aujourd'hui, en Europe, la prime d'assurance à payer semble raisonnable : pour les obligations à 10 ans, il suffit que l'inflation atteigne 1,5% l'an pour que les obligations indexées surperforment les obligations « classiques ».

ALLOCATION & STRATEGIE

L'économie en phase d'accélération ...

L'économie mondiale semble désormais être solidement en phase d'accélération et, récemment, nous avons vu **plusieurs organisations internationales revoir leurs prévisions de croissance à la hausse**. Cela est dû en partie à la générosité des gouvernements du monde occidental qui continuent de soutenir l'économie. Le stimulus Biden du début de cette année n'est vraiment visible que maintenant dans les chiffres aux États-Unis. Les plans de réforme et d'investissement supplémentaires que l'administration Biden essaie de faire passer - même s'ils ne sont que partiellement approuvés - stimuleront davantage l'économie américaine. En Europe, le « Green Deal » se traduit progressivement en projets concrets, qui alimenteront à leur tour la croissance économique.

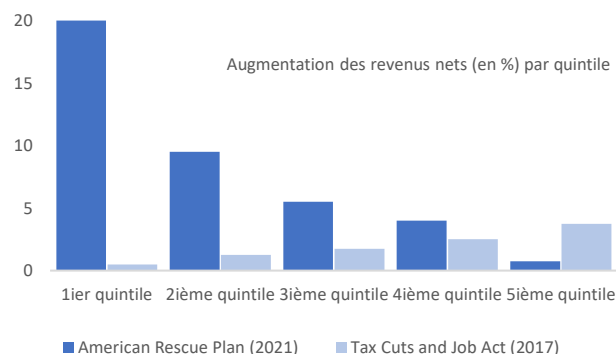
Avec l'augmentation des taux de vaccination aux États-Unis et en Europe, le monde commence à se normaliser, du moins en Occident. Cela se traduit par **un consommateur mondial qui n'a jamais été aussi positif depuis des années**.



Source : The Confidence Board - Global consumer confidence

... et tous les moteurs tournent à plein régime

Les enquêtes PMI montrent que les **entreprises sont également optimistes**. Contrairement à la période post-crise financière, les chefs d'entreprise traduisent effectivement leurs paroles en actes et nous constatons une **augmentation significative des investissements des entreprises** pour répondre à la demande attendue. La combinaison de moteurs fonctionnant déjà à plein régime (banques centrales et dépenses publiques) et de l'accélération des dépenses privées (entreprises et consommateurs) propulsera l'économie mondiale « sur tous les cylindres », ce qui est assez exceptionnel. De plus, **il y a de fortes chances que la contribution économique des dépenses de consommation soit, en taille et en durée, considérablement supérieure à la moyenne**, car ce que l'on appelle « l'excédent d'épargne » (épargne supplémentaire souhaitée ou contrainte) en 2020 s'élevait à environ 4 % du PIB en la zone euro et même près de 8 % aux États-Unis. De plus, contrairement au *Tax Cut and Jobs Act* de D. Trump, le *American Rescue Plan* de J. Biden profite principalement aux classes sociales défavorisées qui sont connues pour consommer la grande majorité des revenus supplémentaires, contrairement aux Américains plus aisés.



Source: Tax Policy Center

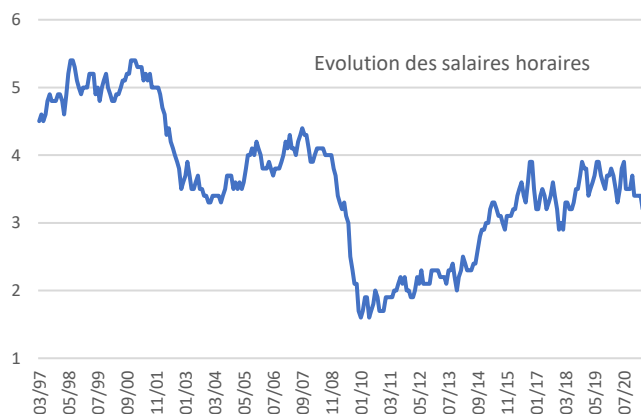
... Mais la FED ne normalisera pas encore la politique monétaire

La question clé du moment est de savoir si la banque centrale américaine normalisera sa politique monétaire à court terme, compte tenu des bonnes perspectives économiques et de la hausse de l'inflation. Une partie de la réponse se trouve dans le **changement de priorité, acté l'année dernière, dans le double mandat de la FED, de l'objectif de maîtrise de l'inflation vers l'objectif d'emploi**.



Source US Bureau of Labor Statistics - Not in labor force but want a job

Étant donné que le nombre de personnes à la recherche d'un emploi est toujours très élevé et qu'il n'y a pas d'augmentation généralisée des pressions salariales à l'exception de certains secteurs comme l'hôtellerie, la **FED devrait continuer à soutenir l'économie avec une politique monétaire flexible**.



Source: Atlanta FED

De plus, la FED considère que le pic d'inflation actuel est transitoire et a depuis l'année dernière revu son objectif d'inflation de 2% sur un cycle plutôt, et non plus en instantané. Bien que les 120 milliards de dollars d'achats mensuels d'obligations d'État puissent être progressivement supprimés au cours des prochains mois (ce que l'on appelle le « tapering »), nous pensons qu'il faudra **un certain temps avant que les taux d'intérêt à court terme ne soient relevés**, et, a fortiori, **normalisés**.

... et en zone euro, c'est totalement prématuré

Dans la zone euro, nous pensons qu'il est très prématuré de parler d'une normalisation de la politique de taux d'intérêt, car la croissance économique ne fait que commencer à se redresser et l'objectif d'inflation de 2 % est à peine rencontré, malgré l'effet de base de la baisse des prix de l'an dernier, notamment en matière énergétique. On peut s'attendre à ce que **les taux d'intérêt à court terme restent très bas, voire négatifs pendant un certain temps encore**.

Une certaine prudence est à conseiller en obligations...

Même si nous ne nous attendons pas à une forte remontée des taux d'intérêt à long terme, des pressions à la hausse dans les mois à venir – surtout si l'économie continue de surprendre positivement – ne peuvent être exclues. **Une sous-pondération des obligations semble donc appropriée, d'autant plus que leur pouvoir d'achat pourrait être érodé plus rapidement dans la période à venir par la hausse de l'inflation**. Nous préconisons de conserver une **part significative de l'allocation obligataire en obligations indexées sur l'inflation**. Ce type d'obligation protège à la fois le principal et les coupons contre la hausse de l'inflation. Selon nous, l'inflation implicite, c'est-à-dire la différence de taux d'intérêt entre une obligation «

classique » et une obligation indexée sur l'inflation de maturité similaire ne nous semble pas exagéré.



Source: Bloomberg – évolution de l'inflation implicite à 10 ans

En d'autres termes, le coût de l'assurance contre une hausse inattendue de l'inflation reste limité.

... mais en actions une légère surpondération semble appropriée

La vigueur de l'amélioration de l'économie a surpris la plupart des analystes. **Les chiffres publiés aux États-Unis et dans la zone euro étaient nettement meilleurs que prévu**.

	Croissance des ventes		Croissance du bénéfices	
	Attendu	Realisé	Attendu	Realisé
VS	7.0%	10.9%	27.5%	50.3%
Europa	4.3%	5.2%	108.7%	126.4%

Source: Bloomberg

Cela entraînera une révision à la hausse des estimations de bénéfices au cours des prochains mois, rendant les valorisations plus raisonnables. Combiné à des taux d'intérêt nominaux bas et des taux d'intérêt réels qui peuvent même baisser, cela signifie que la **probabilité d'une correction significative reste limitée et qu'une légère surpondération des actions semble appropriée**. Si le marché boursier – dans des circonstances autrement inchangées – devait néanmoins corriger, cela constituerait une bonne occasion d'augmenter le poids des actions au sein d'un portefeuille. Au niveau régional – étant donné que globalement l'économie se porte relativement bien – nous garderions les écarts limités, même si une légère surpondération de l'Europe et des marchés émergents pourrait être envisagée.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.