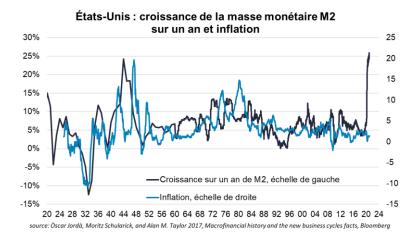
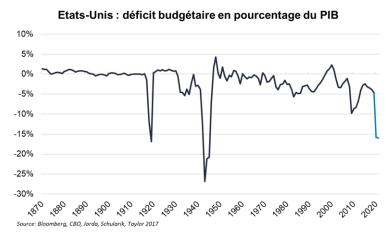
Inflation: will the levee break?1



La crise de la Covid-19 a engendré des interventions monétaires et budgétaires d'une ampleur inédite depuis la Seconde Guerre mondiale. Face à des actions d'une telle ampleur, les investisseurs, épargnants et économistes s'interrogent sur la résurgence d'un éventuel risque inflationniste. L'histoire a en effet montré que les phases de création monétaire massive ont souvent généré une inflation très forte. Celle-ci a été maîtrisée au cours des dernières décennies par de puissantes tendances désinflationnistes, mais le déluge de liquidités déversées par les pouvoirs publics ne risque-t-il pas de faire céder la digue ? C'est sans doute aux États-Unis que la question se pose avec le plus d'acuité compte tenu des mesures prises, avec notamment un nouveau plan de soutien de 1900 milliards de dollars, qui sera suivi d'un plan d'infrastructures en partie financé par de la dette.

Nous évaluons ici la probabilité des différents scénarios d'inflation, ainsi que leurs impacts pour la Fed et les marchés. Nous verrons qu'en zone euro, la question de l'inflation devrait se poser plus tardivement. Face à une évolution qui reste très incertaine, nous évoquerons enfin les indicateurs à suivre.



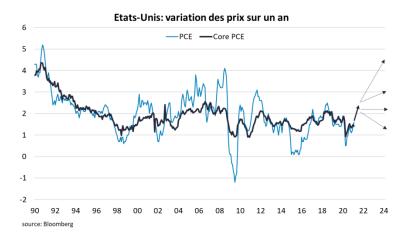


¹Lorsque Led Zeppelin a enregistré la chanson When the Levee Breaks en 1971, les pays occidentaux étaient sur le point de rentrer dans une décennie d'inflation exceptionnellement forte. La chanson, un blues écrit en 1929 sur la crue du Mississippi de 1927, s'ouvre sur les paroles : « s'il continue de pleuvoir, la digue va céder ».



Les différents scénarios d'inflation aux États-Unis

Sur l'année 2021, une accélération de l'inflation est d'ores et déjà acquise du fait des importants effets de base liés au ralentissement de l'activité en 2020. En revanche, pour l'après-2021, la trajectoire de l'inflation s'avère incertaine. La question a son importance car la politique monétaire de la Réserve Fédérale, aujourd'hui très accommodante, en dépendra. Si l'inflation, après une accélération initiale, revenait sur les faibles niveaux des dernières années, cela pourrait remettre en cause toute velléité de normalisation de la politique monétaire par la banque centrale. A contrario, une inflation hors de contrôle constituerait un scénario très négatif, obligeant la Fed à envisager des actions fortes pour en reprendre le contrôle. Entre ces deux scénarios extrêmes, deux autres trajectoires plus modérées sont envisageables : une inflation qui resterait légèrement au-dessus des 2,0%, scénario qui permettrait à la banque centrale de mener à bien son plan de normalisation très progressive, et un scénario d'accélération plus rapide, la contraignant à accélérer le mouvement. Si les deux scénarios extrêmes nous semblent peu probables, 2022 sera clé pour savoir lequel des deux autres l'emportera.



Exclusion des scénarios extrêmes

L'ampleur des mesures nous semble limiter fortement le risque d'un nouveau ralentissement de l'inflation. Un scénario inverse du type « années 70 », où l'inflation deviendrait hors de contrôle, semble également peu probable.

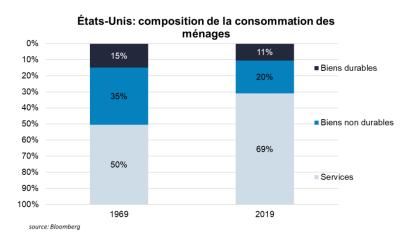
L'inflation très élevée des années 70 s'expliquait par la conjonction de plusieurs facteurs. Après une phase de forte croissance sur la première moitié des années 60, la productivité avait commencé à ralentir. A la fin des années 60, la croissance se maintenait à un niveau élevé, notamment du fait d'une augmentation du déficit budgétaire en 1968. Des chocs sur les prix alimentaires s'étaient alors produits. L'inflation avait dépassé les 4,0% à partir de 1968. La remontée des taux par la banque centrale et la normalisation de la politique monétaire avaient causé une récession entraînant un ralentissement de l'inflation sous les 3,0% fin 1973. Suite à la récession de 1973-1975, les taux réels restaient négatifs et le déficit budgétaire s'était accru en 1976, amenant la croissance à revenir sur un niveau moyen de 5,0%, traduisant une surchauffe par rapport au niveau de croissance potentielle. S'étaient ajoutés à cela les effets du désordre monétaire lié à l'effondrement de l'architecture de Bretton Woods, puis le deuxième choc pétrolier, le tout dans un contexte de forte indexation des prix sur les salaires et donc des anticipations d'inflation reposant beaucoup sur l'inflation passée.

La situation actuelle est très différente. Premièrement, du fait d'évolutions structurelles, l'inflation est devenue beaucoup moins persistante, c'est-à-dire qu'un choc inflationniste a moins de chance de générer une inflation durable.



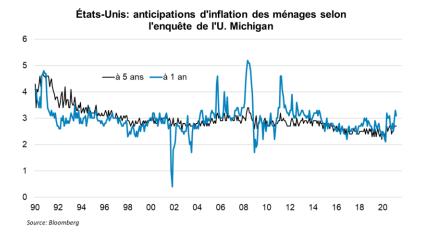


Deuxièmement, la structure du panier de consommation a nettement évolué avec un poids beaucoup plus important des services. S'y ajoutent des pressions structurelles sur les prix des biens du fait de la mondialisation et de la digitalisation. La mondialisation peut être partiellement remise en cause, mais la deuxième tendance devrait continuer de limiter l'inflation à l'avenir.





D'autre part, les anticipations d'inflation sont pour l'instant fermement ancrées sur de bas niveaux, que ce soit pour les consommateurs ou pour les marchés financiers. Ces anticipations sont encore très inférieures aux niveaux qui prévalaient avant l'apparition des inquiétudes sur une éventuelle déflation, mais elles ont bien intégré une inflation plus forte à court terme.

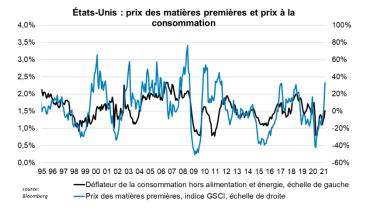


Enfin, et c'est sans doute la chose la plus importante, les banques centrales connaissent le coût exorbitant d'une perte de crédibilité. Elles n'hésiteront donc pas à remonter les taux si elles estiment que la confiance des investisseurs à leur égard commence à s'éroder.

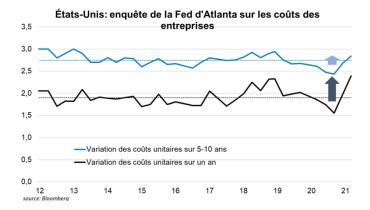


Des chocs temporaires à relativiser

La hausse du prix des matières premières devrait se poursuivre progressivement pour constituer un moteur durable d'inflation, mais l'impact du prix des matières premières sur les prix à la consommation est moins important que par le passé. Comme le montre le graphique ci-dessous, le dernier grand cycle haussier du prix des matières premières n'avait pas provoqué une accélération notable de l'indice global des prix à la consommation.



Par ailleurs, on observe des tensions sur les chaînes de production dans différents secteurs (semi-conducteurs dans l'automobile, coût du fret) qui peuvent générer de l'inflation à court terme, mais les entreprises n'estiment pas que celles-ci soient durables, si l'on en juge par cet indicateur calculé par la Fed d'Atlanta.



La moindre persistance de l'inflation rend donc peu probable un effet durable de ces chocs.

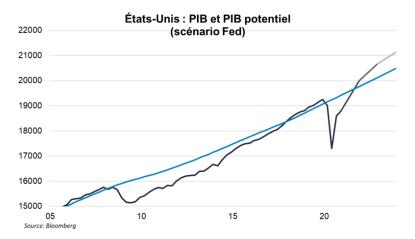
Quel impact du redressement très rapide de l'économie américaine?

Le retour du taux de chômage sur les niveaux d'avant-crise pourrait se produire beaucoup plus rapidement dans le cadre des effets conjoints de la réouverture de l'économie et des mesures de soutien. Les derniers chiffres font état de créations d'emplois déjà importantes et les enquêtes d'activité atteignent de nouveaux sommets aux États-Unis.

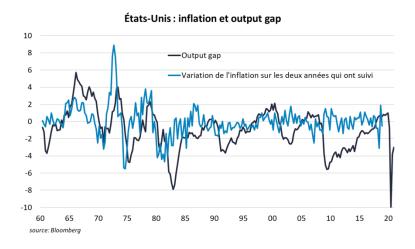


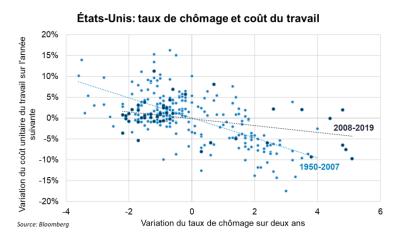


L'ampleur des mesures de relance pourrait amener l'économie sur un niveau d'activité inédit par rapport à son potentiel. Sur la base des prévisions de la Fed, qui ne sont pourtant pas les plus optimistes sur la croissance, l'« output gap », qui désigne l'écart entre la croissance observée et la croissance potentielle, pourrait repasser en territoire positif en fin d'année.



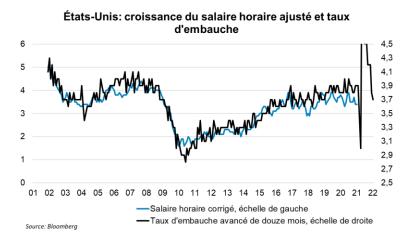
Il faut toutefois reconnaître que l'inflation est devenue beaucoup moins sensible à la conjoncture que par le passé. Jusqu'au milieu des années 80, l'« output gap » était un indicateur très pertinent de la variation de l'inflation sur les dix-huit mois suivants, mais c'est aujourd'hui beaucoup moins le cas. Ceci s'explique sans doute par un meilleur ancrage des anticipations d'inflation, mais aussi par la moindre sensibilité des salaires à la conjoncture. La courbe de Phillips semble bel et bien s'être aplatie.



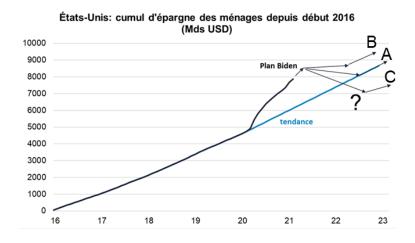


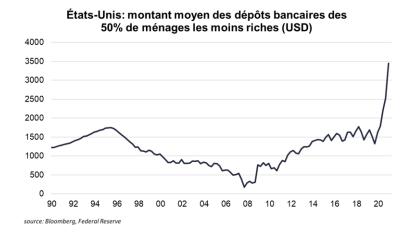


Ceci s'explique peut-être aussi par une non-linéarité de la courbe de Phillips. Il faut peut-être atteindre un taux de chômage encore plus bas que les 3,5% atteints début 2020, ou y rester plus longtemps, pour que les effets inflationnistes commencent à se faire sentir. Un élément qui plaide pour cette hypothèse est que le taux d'embauche dans le dernier cycle est resté en-dessous des niveaux qui pouvaient prévaloir entre 2006 et 2007.



Les mesures de relance passées permettront-elles d'atteindre un niveau d'activité suffisant pour générer de l'inflation ? Le niveau des aides publiques est en effet inédit et a permis aux ménages les plus modestes de largement préserver leurs structures bilancielles. Au total, la sur-épargne depuis un an atteint déjà l'équivalent d'une année et demi d'épargne normale. Le devenir de cette sur-épargne est une variable clé du scénario à venir, relevant de la psychologie des consommateurs. Vont-ils en consommer tout (scénario A sur le graphique) ou partie (B) ? Voire privilégier l'instant présent et avoir à l'avenir un taux d'épargne inférieur à ce qu'il était auparavant (C) ?







Il est très probable que le supplément de consommation soit en partie absorbé par la production étrangère, pesant sur la balance commerciale via une augmentation des importations. Or, le déficit commercial américain, hors énergie, est déjà très élevé. En l'absence de facteurs attractifs de capitaux aux États-Unis, comme un différentiel de taux très élevé, ceci pourrait peser sur le dollar. On peut estimer qu'une baisse de 10% du dollar augmenterait l'inflation de 0,5 point.

En somme, il y a de bonnes raisons de penser que les États-Unis vont être confrontés à une inflation plus forte qu'au cours des dernières années, mais l'on peut exclure une perte totale de contrôle de celle-ci. L'ampleur des mesures écarte le scénario d'un nouveau ralentissement de l'inflation. En revanche, l'éventuelle présence de facteurs désinflationnistes et les non-linéarités probablement présentes dans le processus de fixation des prix rendent l'exercice d'une prévision précise un peu vain. A cette incertitude sur l'inflation s'ajoute une incertitude sur la fonction de réaction de la Fed.

Politique de la Fed et impact sur les marchés

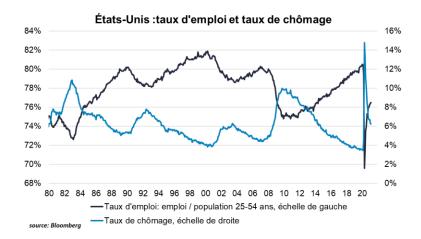
A l'issue d'un long travail de réflexion et de consultation, la Réserve Fédérale a revu son cadre de politique monétaire. Il faudra sans doute aux investisseurs un certain temps pour s'imprégner de ce nouveau mode de fonctionnement. La politique de ciblage de l'inflation qui s'était progressivement imposée sur les trente dernières années est désormais modifiée. La cible reste de 2,0%, mais elle est désormais symétrique et tient compte d'une moyenne sur plusieurs années. Précédemment, lorsque la banque centrale anticipait une accélération de l'inflation, elle agissait de manière préventive. C'était généralement le passage du taux de chômage en-dessous de son niveau d'équilibre, dit « NAIRU », qui provoquait le début d'un cycle de resserrement monétaire. La Fed estimait pouvoir piloter l'inflation en maintenant le taux de chômage aussi près que possible de ce taux de chômage d'équilibre en contrôlant la conjoncture par sa politique de taux.

Au cours de la décennie passée, le taux de chômage est toutefois passé plusieurs fois en-dessous du niveau d'équilibre estimé par la Fed sans pour autant générer d'accélération de l'inflation. Ceci a amené la banque centrale à reconsidérer son approche. Par ailleurs, sous la présidence de Janet Yellen, est apparue l'idée qu'amener l'économie en régime de haute pression avait en fait plusieurs bénéfices, notamment celui de faire rentrer sur le marché du travail des gens qui en étaient exclus. Le contexte social renforce la sensibilité à la situation des minorités, y compris pour la Fed. Diverses études ont montré que celles-ci ne bénéficient que tardivement des reprises économiques.

Ainsi, la Fed a remplacé le pilotage du taux de chômage autour d'un niveau cible par un nouvel objectif de maximisation du taux d'emploi. Cette politique est réalisée sous contrainte d'évolution de l'inflation, mais cette dernière est maintenant suivie sur la base des chiffres réalisés, et non plus par anticipation, avec par ailleurs une plus grande tolérance si l'inflation dépasse momentanément sa cible.

Le problème est toutefois que les différents membres du comité de politique monétaire se sont refusés à définir la moyenne d'inflation qu'ils allaient surveiller. Plusieurs estimations de la divergence acceptable par rapport à la cible semblent cohabiter. S'agit-il de 0,5%, de 1,0% ?

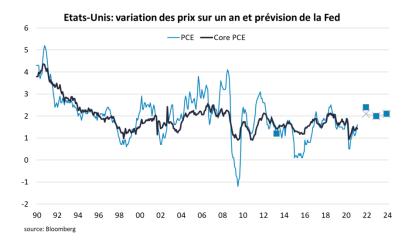
Une chose est sûre : le taux d'emploi, et notamment celui des minorités, est devenu une variable au moins aussi importante que le taux de chômage pour la Fed.





A court terme, pour reprendre les termes de Lael Brainard (Fed) dans son discours du 23 mars, « bien que l'inflation sous-jacente et globale ait été de 1,5% sur un an en janvier, les effets de base bien anticipés vont amener l'inflation au-dessus de 2% en avril et mai. Il semble également qu'une forte hausse de la demande, confrontée à des goulets d'étranglement temporaires dans la production liés à une réouverture rapide de l'économie, pourrait amener l'inflation à monter au-dessus de 2,0% de manière transitoire d'ici fin 2021. »

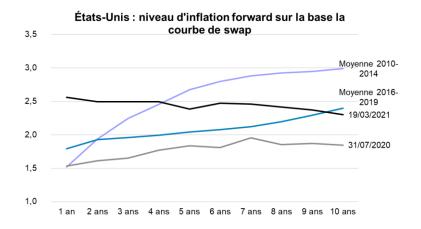
Les dernières prévisions de la Réserve Fédérale estiment que l'inflation hors alimentation et énergie devrait atteindre 2,2% fin 2021, puis qu'elle ralentirait à 2,0% fin 2022 pour augmenter à 2,1% un an plus tard. En effet pour la Fed, si l'on reprend encore une fois les propos de Lael Brainard, « La dynamique durable de l'inflation devrait prendre le relais une fois passées les pressions transitoires liées à la réouverture. L'inflation sous-jacente tendancielle a été durablement inférieure à 2,0% durant des années. Par ailleurs, la recherche suggère que même si les tensions du marché du travail pourraient se retrouver dans la hausse des salaires, la transmission à l'inflation s'est considérablement réduite. Ces résultats suggèrent que les entreprises tendent à répondre à la hausse des coûts du travail par la réduction des marges, plutôt que par des hausses de prix en fin de cycle. En conséquence, même si l'utilisation des capacités augmente encore sur les prochaines années, les dernières décennies donnent peu d'indications pour suggérer qu'il y aura un effet non-linéaire fort sur l'inflation. »



Le maintien de l'inflation à un niveau un peu supérieur à 2,0% constituerait le scénario le plus favorable pour la Fed, en lui permettant de prendre son temps pour normaliser la politique monétaire de façon ordonnée. Si les pressions inflationnistes s'avèrent plus persistantes et plus fortes avec des chiffres d'inflation plus élevés (2,5%, 3,0%, 3,5%?), ceci requerrait une action plus décisive de la banque centrale. Les marchés remettraient sans doute en cause le nouveau cadre de politique monétaire, obligeant la banque centrale à remonter rapidement ses taux directeurs, ce qui constituerait un choc important pour l'ensemble des actifs.

Un scénario où la Fed, confrontée à des pressions inflationnistes sérieuses, ne remonterait pas les taux, voire chercherait à contrer la hausse des taux longs, nous semble inenvisageable, eu égard au risque de perte de crédibilité.

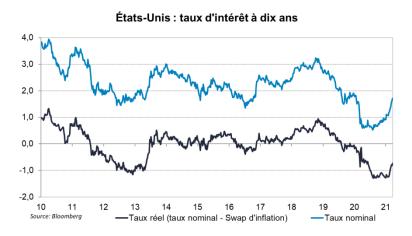
Du point de vue de la Fed, la remontée des taux longs peut être souhaitable, permettant de normaliser progressivement et automatiquement les conditions financières.





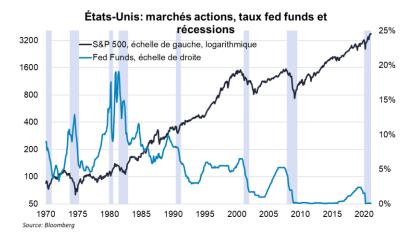
La normalisation des anticipations d'inflation depuis l'été dernier masque en réalité des anticipations d'inflation très élevées à court terme, mais encore relativement basses sur le long terme. La courbe actuelle des anticipations (graphique ci-dessus) est donc descendante, ce qui est très inhabituel. La normalisation des anticipations à court terme pourrait toutefois compenser l'écart avec les anticipations de long terme.

Le gros de l'ajustement des taux souverains à long terme proviendra donc probablement des taux réels qui sont sur des niveaux aujourd'hui extrêmement bas, notamment parce que la prime de terme, c'est-à-dire la compensation du risque d'avoir affaire à des taux plus élevés, est très basse. Dans un contexte où les banques centrales tolèreront une inflation potentiellement un peu plus élevée, il est probable que les taux longs devront remonter pour compenser ce risque.



Le mouvement de remontée des taux longs aura des impacts au sein des marchés actions, mais sans doute davantage au niveau de la performance relative des différents segments de marché, entre les valeurs dites « value » et celles dites « de croissance ». Ces dernières ont grandement bénéficié du mouvement régulier de baisse des taux. En revanche, la hausse des taux ne devrait pas enrayer la progression du marché actions dans son ensemble. En effet, les retournements majeurs du marché se produisent en général lors des retournements de cycle économique, qui n'interviennent en général que lorsque les taux atteignent un niveau qui pèse sur l'activité, ce qui ne devrait pas arriver avant plusieurs trimestres.



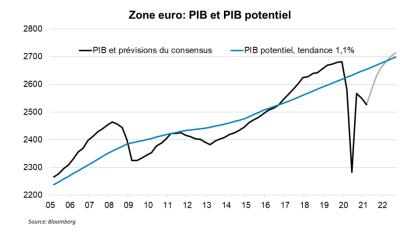




Quid de la situation en Europe ?

Dans la zone euro, les effets de base vont également tirer l'inflation à la hausse en 2021, sans doute avec un effet maximal vers septembre. Pour la suite, tout dépendra de la reprise économique. Permettra-t-elle de mettre l'économie suffisamment sous tension pour générer de l'inflation? Pour l'instant, les mesures annoncées n'ont pas la même ampleur qu'aux États-Unis, mais cette moindre relance est compensée par la présence de stabilisateurs automatiques, à commencer par les mécanismes d'assurance chômage qui entraînent une augmentation automatique de la dépense publique en cas de dégradation de la conjoncture.

En complément de ces stabilisateurs, le plan de relance européen devrait être mis en œuvre au second semestre. Dans la zone euro aussi, le taux de chômage avait atteint un point bas historique avant la crise du Covid-19, et a nettement moins progressé qu'outre-Atlantique en 2020. La reprise permettra-t-elle d'atteindre des nouveaux points bas historiques ? Cela permettrait de redonner du pouvoir de négociation aux salariés et donc d'enclencher une éventuelle hausse des salaires. Mais cela ne sera pas avant courant 2022.

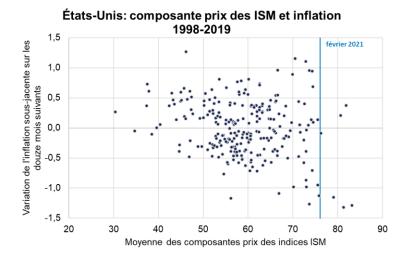


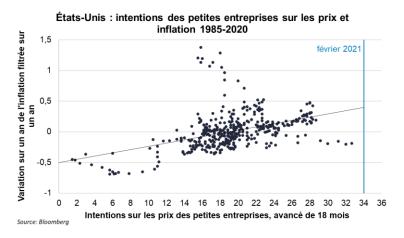


Quels indicateurs suivre?

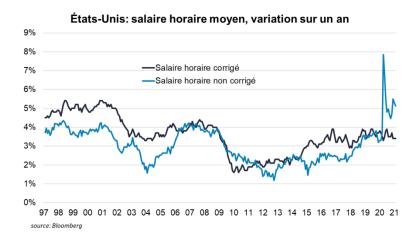
Dans un contexte où les non-linéarités et l'incertitude économique rendent la prévision de l'inflation extrêmement compliquée, il est sans doute préférable de se concentrer sur les indicateurs qui pourraient laisser envisager la mise en place d'une inflation plus tenace. Les composantes prix des enquêtes de confiance des entreprises doivent être prises avec prudence. Comme le montre le cas de l'ISM, leur corrélation avec l'évolution à venir de l'inflation est parfois très faible. Certains indicateurs comme l'enquête de confiance des petites entreprises américaines (NFIB) semblent être plus pertinents.





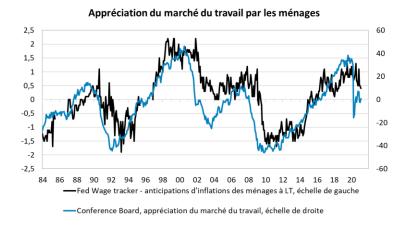


Ce sont sans doute les données relatives au marché du travail qui seront les plus pertinentes. L'évolution du salaire horaire est un élément clé, mais il a été hélas très perturbé par les modifications dans la structure de l'emploi depuis la crise du Covid-19. En effet, cet indicateur est une moyenne simple des données de salaire. Or cette crise a essentiellement détruit des emplois peu qualifiés et donc peu rémunérés. La meilleure mesure du coût du travail reste donc l'indice du coût de l'emploi, publié trimestriellement par le bureau des statistiques du travail, qui corrige tous ces effets de composition. La Réserve Fédérale d'Atlanta mesure un indice du coût de l'emploi mensuel corrigé des effets de composition.





Le sentiment des ménages sur le marché du travail sera aussi un facteur déterminant. En effet, les salaires corrigés des anticipations d'inflation suivent très bien l'appréciation du marché du travail par les ménages. Si ces derniers retrouvent rapidement leur confiance, ils seront plus prompts à renégocier leur salaire à la hausse. A terme, les entreprises pourraient devoir répercuter ces hausses de coûts.



Il faudra évidemment suivre les données d'inflation réalisées, puisque la Fed a déclaré qu'elle les regarderait davantage dorénavant. L'apparition d'une tendance nette pourrait générer de la nervosité dans les rangs du conseil de politique monétaire. Toute inflexion dans le discours de la Fed devra donc être surveillée.

Conclusion

La vraie question de l'inflation porte sur 2022. Le stimulus est d'une telle ampleur que l'apparition de pressions inflationnistes aux États-Unis est plus que probable. Les non-linéarités rendent toutefois difficile la prévision d'un niveau d'inflation. En amont, il semble difficile de juger si l'inflation restera dans la zone de confort de la Fed, celle-ci restant à définir, ou si elle l'obligera à essayer de ralentir fortement le cycle. Un dérapage de type « années 70 » nous semble exclu. Les tendances désinflationnistes qui ont endigué celle-ci depuis des décennies sont pour l'instant toujours présentes.

Dans la zone euro, les pressions susceptibles d'accélérer l'inflation mettront plus de temps à apparaître.

La question de l'inflation reste donc entière aujourd'hui, mais a toutefois peu d'impact sur l'allocation d'actifs que nous privilégions actuellement. Nous restons favorables aux actifs risqués et privilégions une nette sous-sensibilité au risque de taux sur les marchés obligataires. En revanche, l'évolution de l'inflation sera importante pour définir l'allocation d'actifs de 2022. Les conséquences d'une inflation plus forte à partir de l'an prochain seraient sans doute négatives. Elle obligerait la Fed à remonter rapidement ses taux pour combler son retard, ce qui serait de nature à déplaire au marché et à peser plus lourdement sur l'économie.



Matthieu Grouès
Associé-Gérant, Directeur des Gestions Institutionnelles



Julien-Pierre Nouen, CFA
Directeur des études économiques et de la gestion diversifiée



Source photo : Shutterstock

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 15 avril 2021 et est susceptible de changer. Données les plus récentes à la date de publication.

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information.

Il fait état d'analyses ou descriptions préparées par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de source publique. L'opinion exprimée ci-dessus est à jour à date de ce document et est susceptible de changer.

Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées.

Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant.

Toute méthode de gestion présentée dans ce document ne constitue pas une approche exclusive et Lazard Frères Gestion SAS se réserve la faculté d'utiliser toute autre

méthode qu'elle jugera appropriée. Ces présentations sont la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.

LAZARD FRERES GESTION - S.A.S au capital de 14.487.500€ - 352 213 599 RCS Paris 25, RUE DE COURCELLES - 75008 PARIS







www.lazardfreresgestion-tribune.com



@LazardGestion

