



Dessine-moi une inflation

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	235,89	0,73%	-3,32%
S&P 500 \$	3 756,07	1,43%	16,26%
Nasdaq Composite \$	12 888,28	0,65%	43,64%
Nikkei ¥	27 444,17	2,95%	16,01%
MSCI EM Net \$	624,37	3,03%	18,35%
China A Shares (CNY)	3 640,46	2,25%	13,91%
Gold \$	1 898,67	0,81%	25,14%
Brent Oil \$	51,80	0,90%	-14,00%

Pour ouvrir l'année, nous nous sommes dit que nous allions éviter un bilan de 2020 et la présentation de notre scénario 2021, que nous estimons trop consensuel à ce jour. Nous nous sommes penchés à la place sur la thématique de l'inflation. Certains diront, à raison, que c'est un peu un serpent de mer depuis de nombreuses années. Qu'est-ce qui a retenu notre attention cette fois-ci ? La surperformance de 8% en seulement 6 mois des indexées inflation américaines de maturité 30 ans par rapport à leurs équivalents taux nominaux.

Avant de réfléchir sur cette question, nous revenons sur la situation de marché récente.

Les marchés actions regardent au-delà de la pandémie.

Les marchés se sont très bien comportés au cours des deux derniers mois de 2020, dopés par l'arrivée des vaccins. Pourtant, **la situation sanitaire continue d'empirer**, notamment en Europe et aux Etats-Unis avec des records de contaminations voire de décès, mais aussi, certes à un niveau moindre, dans la plupart des pays d'Asie. Le brassage qui a eu lieu durant les fêtes de fin d'année ne permettra pas une amélioration rapide, au contraire les mesures de restrictions sociales, qu'elles s'appellent confinement ou non, se multiplient et, avec elles, les contraintes qui pèsent sur l'activité économique. Mais les marchés n'en ont cure, ils préfèrent **regarder "à travers" cette période difficile** et anticipent la reprise à venir. Pourtant le déploiement de la vaccination prendra, pratiquement partout, plusieurs mois avant que l'on approche l'immunité de groupe. Les opérateurs sont **confiants dans la capacité des Etats et des banques centrales à faire le nécessaire** pour traverser cette période sans trop de casse.

Du côté du soutien budgétaire, c'est d'abord vers les Etats-Unis que les regards sont braqués. On compte sur l'administration du nouveau président pour adopter des mesures fortes, qui devraient l'être d'autant plus si les démocrates parviennent à gagner une majorité relative au Sénat. Le Japon a présenté son plan de relance massif il y a un mois. L'Europe aussi aura son plan de relance, d'un montant limité (750 mds d'euros en sus du budget européen), mais qui sera complété par d'importantes mesures de soutien prises au niveau national par la plupart des pays.

En Europe toujours, **l'accueil du Brexit sans accord est maintenant écarté**, même si le nouvel environnement des affaires sera sous-optimal. Les incertitudes vont continuer car l'accord signé demande à être mis sous la forme d'un traité qui devra ensuite être approuvé par chacun des 27 parlements

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
10 ans Allemand	-0,57%	-2 bps	-38 bps
30 ans Allemand	-0,16%	-1 bps	-51 bps
10 ans US	0,91%	-1 bps	-100 bps
30 ans US	1,64%	-2 bps	-74 bps
10 ans France	-0,34%	-3 bps	-46 bps
10 ans Italie	0,54%	-4 bps	-87 bps
Xover TR - Spread	242,46	-1 bps	35 bps
Euro / Dollar	1,22	0,18%	8,94%

nationaux (et les parlements régionaux dans quelques pays), de plus certains sujets, exclus de l'accord de Noël, font encore l'objet de négociations, tels les services financiers ou Gibraltar (l'accord de la Saint Sylvestre est fragile). Par ailleurs, l'Allemagne va entrer en campagne, les élections législatives sont fixées au 26 septembre et verront A. Merkel abandonner la chancellerie.

Mais **l'élément essentiel est l'attitude des banques centrales**, parce que ce sont elles qui ont permis de sauver l'économie en 2020.

Plus difficile de se projeter pour les banques centrales.

Les politiques monétaires accommodantes vont se poursuivre, mais pour combien de temps ?

La Fed a clairement indiqué qu'elle était prête à accepter une **période d'inflation supérieure à son objectif** (soit 2% de hausse annuelle du déflateur de la consommation des ménages hors énergie et alimentation). Il s'agit de compenser la période récente et de **ré-ancrer les anticipations** inflationnistes autour de 2%. Or l'inflation américaine a déjà commencé à réaccélérer, pour atteindre 1,4% en novembre (contre 1,0% au plus bas six mois plus tôt, selon l'indice retenu par la Fed). D'autre part, si l'on en juge par le point mort d'inflation sur le marché du T-Bond indexé à 10 ans, on est déjà revenu au 31 décembre à **une anticipation de 1,99% l'an pour l'indice des prix à la consommation** de la décennie qui s'ouvre. Enfin, les prix de certains actifs suggèrent que **les liquidités et l'épargne sont surabondantes** dans l'économie américaine, ainsi on observe de fortes hausses des prix de l'immobilier résidentiel, de ceux des crypto-monnaies, voire de l'or ou des actions.

Du côté de la BCE, la revue stratégique n'a pas encore abouti à une révision de l'objectif d'une inflation inférieure à mais proche de 2% (pour l'IPC total). Mais peu importe. Il est clair que **l'inflation**, toujours négative en fin d'année 2020, **est insuffisante** pour permettre une bonne croissance et la fin des taux directeurs négatifs. **Les anticipations d'inflation sont encore trop basses**, comme le montre par exemple le point mort d'inflation à 9 ans sur les OAT qui n'était que de 0,86% le 31 décembre.

L'indolence des grandes banques centrales va donc se poursuivre cette année, mais les marchés pourraient se mettre à anticiper une évolution des politiques monétaires au cours des années suivantes. Le risque est celui d'un **durcissement monétaire dès 2022 aux Etats-Unis**, ou bien que la Fed, si elle

traîne trop, ne soit contrainte de courir après l'inflation plus tard. Dans les deux cas, **la perspective d'une remontée des rendements obligataires US se dessine pour cette année, c'est déjà partiellement anticipé.** Le panorama est moins préoccupant du côté de la BCE, car elle a davantage de raisons, y compris un taux de chômage durablement élevé, de maintenir une politique monétaire hyper-accommodante pour longtemps.

A surveiller cette semaine

Les chiffres phares de la semaine nous seront fournis par **le rapport sur l'emploi américain** pour décembre. On attend que

les mesures locales de confinement portent un coup d'arrêt au redressement de l'emploi et au repli du taux de chômage.

Par ailleurs, les diverses enquêtes sur l'activité, à commencer par les PMI, présentent toujours et presque partout un paysage contrasté avec **un secteur des services beaucoup plus affecté que l'industrie.**

A suivre, enfin, les premières données sur l'inflation en décembre, en zone euro puis en Chine.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 06/01/21 à 11h00*