



## L'inflation contre-attaque !

Indice	Niveau	Performance	
		Semaine	2021
MSCI Europe NR €	264,99	-0,36%	12,34%
S&P 500 \$	4 173,85	-1,39%	11,12%
Nasdaq Composite \$	13 429,98	-2,34%	4,20%
Dow Jones \$	34 382,13	-1,14%	12,34%
Nikkei ¥	28 084,47	-4,34%	2,33%
MSCI EM Net \$	635,28	-3,00%	1,79%
China A Shares (CNY)	3 658,48	2,09%	0,49%
Euro / Dollar	1,2141	-0,21%	-0,69%
Gold \$	1843,43	0,67%	-2,69%
Brent Oil \$	68,71	0,63%	33,44%

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2021
10 ans Allemand	-0,13%	9 bps	44 bps
30 ans Allemand	0,43%	8 bps	59 bps
10 ans US	1,63%	5 bps	72 bps
30 ans US	2,34%	6 bps	70 bps
10 ans Italie	1,07%	11 bps	53 bps
Xover TR - Spread	252,17	1 bps	10 bps
10 ans France (OAT€i)	0,26%	9 bps	60 bps
Taux réel 10 ans US	-0,92%	1 bps	17 bps
US Breakeven 10 ans	2,54%	3 bps	55 bps
France Breakeven 9 ans	1,42%	1 bps	55 bps

Le chiffre d'inflation pour avril aux Etats-Unis a été un choc pour le marché. La grande question est de savoir s'il s'agit d'une accélération ponctuelle ou de l'amorce d'un mouvement durable. Si la première analyse est défendue par les banques centrales, dans le second cas on ferait face à une révolution copernicienne, car cela remettrait en cause le faible niveau des taux obligataires. La valorisation des actions serait aussi transformée : en absolu car les taux bas sont la justification majeure des PER élevés ; mais aussi en relatif, des entreprises endettées souffrant beaucoup, tandis que d'autres, on pense aux banques, pourraient bien s'en sortir. De tels mouvements de marchés n'épargneraient pas le reste du monde, entre effet de contagion, variable selon qu'il est économique ou purement financier, et conséquences d'une baisse logique du dollar.

### Il faut donc décortiquer la hausse des prix d'avril.

Les prix à la consommation ont augmenté de 0,8% sur le mois et de 4,2% sur un an, soit **0,6 point de plus qu'attendu** ! Pire, l'indice hors énergie et alimentation croît de 0,9% en avril et de 3,0% sur un an, avec un écart également élevé par rapport aux attentes ! **Largement de quoi inquiéter les marchés...**

La variation des prix sur un an subit évidemment un fort effet de base, après un effondrement des prix en 2020. Comme le dit la Fed il faut regarder "à travers" cet effet, ce que l'on fait en observant le **taux d'inflation moyen sur 2 ans**. Il est déjà de **2 ¼ %** pour l'inflation totale et de 2,2% pour l'inflation sous-jacente, davantage qu'en mars et en février. Pour les deux indices, le taux d'inflation **reste légèrement en-deçà de celui de février 2019**, avant la pandémie. Cela pourrait ne pas durer !

La hausse sur un mois est largement imputable à 4 "petits" postes : billets d'avion, hôtels et campings, locations de véhicules et ventes de voitures d'occasion expliquent 0,5 des 0,8 point de hausse mensuelle. Pour mesurer les tendances, on peut aussi regarder **l'inflation médiane (0,25% sur un mois)** ou la moyenne réduite (0,4% sur un mois), qui exclut la fraction des produits qui augmentent et baissent le plus. Ces mesures sont d'habitude de meilleurs indicateurs de la tendance inflationniste. Toutefois, des hausses successives sur des postes différents finiraient par avoir un impact.

Avec la réouverture de l'économie, **certains commerces rehaussent leurs tarifs**. Ils profitent d'une demande forte, alors que certains coûts augmentent (désorganisation de la production, transports, matières premières, hygiène, distanciation, remboursement des dettes récentes). De

nombreux secteurs pourraient procéder ainsi. Ainsi, une nouvelle accélération de l'inflation au-delà de l'effet de base résiduel est probable en mai. Par ailleurs, **l'indice des prix à la production présente les mêmes caractéristiques et biais que celui des prix à la consommation** : des variations sur un an très élevées, 6,2% pour l'ensemble, 4,1% pour le sous-jacent. **On voit surtout que les variations sur 2 ans accélèrent**. Plus inquiétante encore est la hausse récente, sur les 4 premiers mois de l'année. Elle atteint 3,2% pour l'indice d'ensemble et +2,8% pour le sous-jacent ; **or, ces hausses ne font que commencer à passer dans les prix de détail** qui subiront donc d'autres tensions à court terme.

### L'inflation américaine peut-elle être durable ?

Aujourd'hui l'inflation est alimentée par la conjonction d'une **réouverture de l'économie** dans un contexte de **demande extrêmement élevée**. En mars comme en avril les ventes au détail sont supérieures de plus de 21% à celles de 2019, alors que la production industrielle est en repli d'environ 3% sur la même période ! L'argent public généreusement distribué aux ménages alimente une consommation très soutenue, concentrée jusqu'à présent sur les biens en raison de la fermeture d'un certain nombre de services. Evidemment les revenus des ménages fléchiront avec la fin des aides (le chèque de mars/avril est derrière nous et l'aide exceptionnelle aux chômeurs finira fin septembre). Néanmoins, la consommation pourrait tenir et reculer plus lentement si le taux d'épargne revient vite vers son niveau d'avant crise (7,5%). Il pourrait même être inférieur si les Américains décident de dépenser une partie de la sur-épargne accumulée. **La demande est déjà là et restera soutenue au moins jusqu'en fin d'année**. A moins que les Américains ne s'europanisent, en conservant une épargne significative.

**A moyen terme, la clé de l'inflation, ce sont évidemment les salaires**. Seule la hausse des salaires permettrait de maintenir des revenus et donc une demande élevée. Ce sont eux aussi qui entretiendraient une pression haussière sur les coûts des entreprises. La suppression de nombreux emplois mal rémunérés a créé **une déformation structurelle** : une « bosse » sur le salaire moyen au printemps 2020 par pur effet de structure. Avec la restauration, même partielle, de ces emplois on va retrouver un niveau normal pour le salaire horaire moyen. Par effet de base, on aura ainsi le mois prochain une variation négative du salaire moyen sur un an.

Ces dernières décennies, les salaires ont été maintenus bas par la concurrence internationale, la globalisation - assistera-t-on à une relocalisation significative des lieux de production ?- et un rapport de force employeurs/syndicats favorable aux premiers. **Ce rapport de force** pourrait se maintenir, avec d'autres causes: **les nouvelles formes d'emploi** (auto-entreprenariat rémunéré à la tâche), **l'automatisation** (dans les services) ou **le télétravail massif** (au niveau international).

**Pour avoir une information fiable, il faudra attendre de voir la tendance une fois l'économie totalement ré-ouverte.**

### L'Europe suivra-t-elle un chemin comparable ?

La réouverture de l'économie étant un peu plus tardive en Europe, verra-t-on la même poussée inflationniste avec un ou deux mois de retard ? Peut-être, mais **sans doute pas dans les mêmes proportions.**

Déjà **les chiffres du Royaume-Uni sont très en deçà de l'inflation américaine**, alors que les deux pays sont assez proches en termes de vaccination et de déconfinement. L'accélération de l'inflation totale à 1,5% ou de l'inflation sous-jacente à 1,3% est essentiellement due aux effets de base. On n'y trouve guère de traces, du moins en avril, d'une dynamique de réouverture.

**En zone euro**, le chiffre d'inflation totale d'avril n'a pas été révisé et reste modérée à 1,6%, et celui de **l'inflation sous-jacente, revu en baisse, n'est plus que de 0,7%**. Pour effacer l'effet de base lié au premier confinement, on peut regarder la hausse moyenne de ces deux indices sur deux ans : l'inflation est inférieure à 1% l'an, au plus bas de l'année, pour le total (0,95%) comme pour le sous-jacent (0,80%). C'est **faible et loin de l'objectif**, même en tenant compte du rebond technique attendu en mai. **La BCE nous a prévenus que l'inflation allait repasser au-dessus des 2%** pendant un moment cette année (alors que les USA sont déjà à 4,2%) et que cela ne l'inquiétait pas, nous non plus d'ailleurs ! Pour que l'inflation moyenne sur deux ans puisse atteindre les 2% il faudrait qu'elle monte vers 4%, voire davantage au second semestre (après les chiffres négatifs de l'an dernier). C'est hautement improbable.

En Europe, le revenu des ménages a été moins soutenu par les mesures gouvernementales (d'ailleurs plus judicieuses) qu'aux USA, donc **la demande y est moins forte**. La sur-épargne est moins abondante et sera peut-être moins vite dépensée, **les Européens étant plus prudents** et moins confiants. Le **marché du travail**, qui était plus loin du plein-emploi qu'aux Etats-Unis avant la crise, a été moins malmené grâce aux systèmes de protection sociale. Les tensions salariales devraient être moins fortes. Enfin, **l'appréciation de l'euro** va permettre d'amortir la hausse des matières premières. Si **les indices de prix et les salaires sont à surveiller, au moins les marchés sont prévenus !**

### Inflation et marchés

Les impacts d'une hausse de l'inflation sur les marchés ne sont pas évidents à cerner. Ils dépendront du type d'inflation : hausses temporaires dues aux goulots d'étranglement de la reprise ou hausses plus durables des salaires. Nous

mentionnons **les types d'actifs susceptibles de sous / surperformer** dans un tel environnement :

- **Les obligations d'Etat** de maturité longue devraient pâtir de ces évolutions, les indexées sur l'inflation devraient surperformer. C'est ce qui se passe depuis quelques mois, ces dernières intégrant une hausse marquée de l'inflation anticipée (« breakeven d'inflation »). Ainsi, les obligations indexées européennes intègrent un taux d'inflation anticipé de 1,4% sur les 10 prochaines années (vs 0,5% il y a 1 an) et de 2,5% aux Etats-Unis (vs 1,1% il y a 1 an).
- **Les maturités courtes**, tenues par les banques centrales, devraient surperformer. Il ressort qu'une exposition consistant à acheter la partie courte de la courbe des taux, voire les taux variables et de vendre la partie longue, devrait être protecteur d'une hausse de l'inflation. Il existe de multiples façons d'y parvenir. Par exemple, on peut acheter un CCTS italien (coupon indexé euribor, maturité de 1-5 ans) et vendre du futur BTP italien (équivalent 10 ans).
- Dans un environnement de hausse de l'inflation, **les actions** devraient surperformer les obligations. Toutefois, une tendance à la hausse des salaires et à la redistribution pourraient réduire les marges des entreprises. Ce qui peut être positif pour l'économie ne l'est pas nécessairement pour les marchés.
- **Au sein des actions**, les titres les plus fortement valorisés, style « croissance » sont en théorie plus vulnérables que les titres dont les multiples sont les plus bas, style « value ». Il en ressort que le NASDAQ est plus vulnérable que le Dow Jones, ou que les actions européennes devraient mieux se comporter que les actions américaines.
- On peut citer ensuite **les matières premières**, dont les prix ont fortement monté ces derniers mois. Les métaux précieux, les métaux de la transition (ex. : cuivre) et les matières premières agricoles font en effet l'objet d'une forte demande et d'un déséquilibre offre-demande.
- Enfin, nous sommes méfiants sur **le dollar**, qui pourrait faire les frais de la dynamique négative des déficits jumeaux (budgétaire et commercial) couplée avec l'attentisme de la Fed dans un contexte de reprise de l'inflation.

Ce sont des idées générales, il convient d'**être prudent** sur la composition de l'inflation, à ce jour difficile à lire dans un contexte de forte reprise après une crise inédite qui rend les statistiques confuses.

### A surveiller cette semaine

Ce sont surtout **les indices PMI préliminaires de mai**, vendredi, qui devraient retenir l'attention cette semaine. Ils seront suivis la semaine suivante par de nombreux résultats d'enquêtes de confiance, alors que les marchés regarderont sans doute moins les différentes révisions de PIB pour le T1.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville  
et Dominique Barbet le 19/05/21 à 19h00*