



Ne revoyez pas vos objectifs à la baisse

Comment les investisseurs peuvent-ils se protéger contre une inflation durable ?

fr.allianzgi.com

Novembre 2021



Stefan Hofrichter,
CFA

Responsable du département d'analyse économique et stratégique



Martin Hochstein,
CFA

Économiste senior

Comment les investisseurs peuvent-ils repositionner leurs portefeuilles face à une hausse durable de l'inflation des prix à la consommation ? Dans le second volet de cet article en deux parties, nous partageons avec vous les résultats de notre étude portant sur les classes d'actifs susceptibles d'offrir une protection optimale contre l'inflation.

Selon nous, les banques centrales et les investisseurs sous-estiment la probabilité que l'inflation des prix à la consommation soit plus forte que prévu et dure plus longtemps que ce qu'anticipent actuellement les marchés financiers. Si les prix ne reviendront pas à leurs niveaux des années 1970, nous estimons néanmoins que les risques inflationnistes à moyen terme sont orientés à la hausse et que les objectifs d'inflation des banques centrales pourraient être plus fréquemment dépassés à l'avenir. Ce point de vue s'oppose au scénario du consensus (et l'opinion de la plupart des banques centrales), selon lequel la hausse de l'inflation n'est qu'un phénomène provisoire, une perspective qui nous semble un peu trop optimiste.

En conséquence, nous recommandons aux investisseurs d'examiner de plus près le positionnement de leurs portefeuilles en vue de se protéger de l'inflation. En cherchant à déterminer la ou les meilleures façons de fournir cette protection, nous avons analysé en détail une série de classes d'actifs. Tout d'abord, il peut être intéressant d'évoquer l'impact théorique de l'inflation sur les prix des actions et des obligations.

Points à retenir

- Dans la mesure où nous estimons que l'inflation durera plus longtemps que ce que prévoient de nombreux observateurs du marché, nous avons mené notre propre étude de l'évolution de différentes classes d'actifs dans différents environnements inflationnistes
- D'après nos conclusions, les actions ont été la classe d'actifs la plus performante en période d'inflation modérée (2% à 4%), tandis que les emprunts d'État et les obligations d'entreprises généraient des rendements réels annuels convenables
- Étonnamment, surtout pour ceux qui considèrent l'or comme le rempart ultime contre l'inflation, les rendements du métal précieux ont été contrastés dans différents environnements inflationnistes
- Les matières premières ont régulièrement dégagé des rendements positifs solides en périodes d'inflation élevée et en hausse, mais leurs perspectives à long terme pourraient être obscurcies par l'abandon progressif des combustibles fossiles

Quel est l'impact de l'inflation sur les prix des actions et des obligations ?

Selon nous, la sagesse conventionnelle simplifie de manière excessive l'impact de l'inflation sur les principales classes d'actifs – comme l'indique la vue d'ensemble ci-dessous (cf. graphique 1).

L'exemple des actions mérite notamment d'être examiné de plus près, car la relation entre inflation et actions peut être évaluée de multiples façons. Selon la méthode de Gordon et Shapiro, un modèle simplifié d'actualisation des dividendes communément utilisé pour évaluer les actions, l'inflation – ci-dessous (i) – entrerait en jeu de façons multiples et complexes :¹

$$P(\text{action}) = \frac{D_1(i)}{rf(i) + i + rp(i) - G(i)}$$

L'effet ultime d'une inflation plus élevée que prévu sur le prix des actions n'est pas clair dans la mesure où l'inflation affecte aussi bien le numérateur que le dénominateur. De toute évidence, un taux d'inflation plus élevé peut augmenter le taux d'actualisation par le biais d'une hausse de la prime d'inflation. Mais, là encore, le taux sans risque réel est susceptible de fluctuer.

De plus, un taux d'inflation supérieur peut également avoir une incidence sur le dividende attendu ainsi que sur la croissance des bénéfices à long terme, que ce soit en termes nominaux ou réels. Par exemple, les dividendes et les bénéfices dépendent en très grande partie du pouvoir de fixation des prix des entreprises, lui-même tributaire de multiples facteurs. Ceux-ci peuvent inclure le secteur d'activité de l'entreprise, la différence entre dépréciation

économique et comptable, et les origines de l'inflation (la hausse de la demande ou la pression sur les coûts). Par ailleurs, la prime de risque des actions est susceptible de fluctuer, notamment en cas d'incertitude accrue entourant les perspectives de politique monétaire et d'inflation.

Toutefois, les investisseurs n'ont généralement pas conscience des interactions complexes entre obligations, actions et inflation. Ils ont donc tendance à se fier à des méthodes simples et souvent erronées pour évaluer la relation entre les actions et les surprises en matière d'inflation. Il est donc extrêmement important d'inclure dans l'analyse les données empiriques qui nous permettent d'identifier les relations typiques entre inflation et prix des actifs.

Quelles sont les protections contre l'inflation les plus intéressantes ?

Nous avons analysé la performance des classes d'actifs sur plus de 50 ans

Afin de déterminer les meilleures protections contre l'inflation, nous nous sommes intéressés aux périodes pendant lesquelles l'inflation américaine était d'au moins 2% et orientée à la hausse en rythme annuel, puisqu'il s'agit là selon nous du scénario le plus vraisemblable dans un avenir proche. Nous avons analysé la performance annualisée (en USD) de plusieurs classes d'actifs : liquidités, emprunts d'État et obligations d'entreprises américains, actions américaines et internationales, matières premières. (Notez que nos principales conclusions devraient également s'appliquer aux marchés non américains). Nous avons ensuite recherché des données remontant à au moins 50 ans, époque à laquelle nous sommes entrés dans l'ère de la monnaie fiduciaire post-Bretton Woods. (Lorsque cela était possible, nous avons également cherché des données remontant à 1945, fin de la Seconde Guerre mondiale.)²

Graphique 1 : le consensus pourrait simplifier à outrance l'effet de l'inflation sur les grandes classes d'actifs

Classe d'actifs	Impact de l'inflation		
	Sagesse conventionnelle	Notre opinion	Pourquoi ?
Emprunts d'État	L'inflation est défavorable pour les emprunts d'État	Généralement défavorable, mais pas toujours	La hausse de l'inflation n'est pas toujours un frein à la performance, notamment si elle est déjà intégrée dans les compensations de l'inflation basées sur le marché (« points morts d'inflation »). De plus, le taux sans risque réel peut baisser (et tirer les prix des obligations vers le haut) si les marchés anticipent un ralentissement de la croissance du PIB réel et donc, une baisse des taux directeurs.
Obligations d'entreprise	L'inflation est moins grave pour les obligations d'entreprises, mais demeure défavorable	Résultats mitigés	Les obligations d'entreprises entretiennent une relation complexe avec l'inflation (p. ex. les investisseurs émettent des hypothèses concernant l'impact de l'inflation sur les bénéfices des entreprises, la valorisation des risques de défaut, etc.)
Actions	En périodes d'inflation, les actions ne sont pas aussi performantes que les matières premières	La performance des actions dépend du niveau d'inflation	L'inflation peut affecter la valorisation des actions de multiples manières. Notre étude a montré que les actions ont enregistré les meilleurs résultats en périodes d'inflation modérée – historiquement, elles ont fait encore mieux que les matières premières et l'or.

Source: Allianz Global Investors.

Les principales conclusions de notre étude ont réservé quelques surprises

Sur la base de ces paramètres, les principales conclusions de notre étude sont présentées dans le tableau suivant (cf. graphique 2). Nos conclusions détaillées sont disponibles en annexe.

D'autres recherches et données concrètes semblent soutenir nos conclusions

Il est important de noter que d'autres données empiriques soutiennent nos principales conclusions d'un point de vue économique.

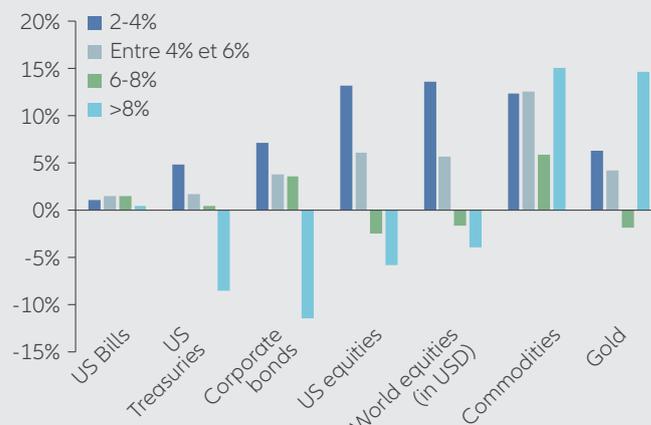
- Les rendements obligataires ont eu tendance à souffrir lorsque la hausse d'inflation n'était pas perçue comme provisoire. C'est la raison pour laquelle les investisseurs demandent des compensations plus élevées pour l'inflation, comme le montrent les données historiques. Il est également important de garder à l'esprit le fait que les rendements actuellement bas de la plupart des instruments obligataires n'offrent qu'un mince filet de protection contre une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt.
- Concernant les actions, les taux d'inflation jusqu'à 5% se sont avérés être un seuil critique pour certaines variables économiques. Il s'avère que les valorisations des actions américaines (basées sur le CAPE, le ratio cours/bénéfices corrigé des variations cycliques) tendent à être idéales lorsque les taux d'inflation sont compris entre 1,5% et 4% (cf. graphique 4). Mais une fois que l'inflation dépasse ce seuil, les multiples ont tendance à baisser.

Comment expliquer le fait qu'une inflation plus élevée a eu un impact négatif sur la valorisation des actions ? La théorie économique suggère qu'une inflation supérieure à un certain seuil crée toutes sortes de distorsions pesant sur la croissance économique :

- Plus le taux d'inflation est élevé, plus les ménages privés et les entreprises ont des difficultés à faire la différence entre hausses de prix absolues et relatives. Ils risquent par conséquent d'effectuer des dépenses et de prendre des décisions d'investissement sous-optimales, ce qui peut ralentir la croissance économique. Les revenus nominaux (salaires) des ménages privés n'augmentent généralement pas de manière synchronisée avec la hausse des dépenses. Le revenu disponible réel pâtit dès lors de la hausse de l'inflation, ce qui peut également être un frein à la croissance.

Graphique 3 : historiquement, les matières premières ont constitué le meilleur rempart contre l'inflation, mais les actions ont également tiré leur épingle du jeu lors des phases d'inflation modérée

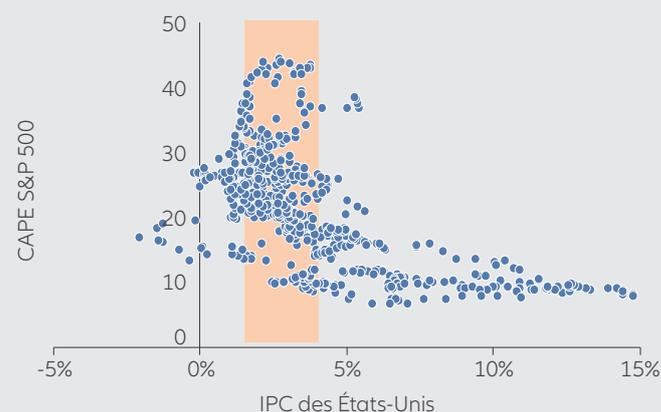
Rendements d'actifs réels moyens annuels depuis 1971 en périodes de surprises positives en matière d'inflation et d'inflation supérieure à 2%



Source : Global Financial Data, Refinitiv Datastream, Allianz Global Investors. Données au mois d'avril 2021.

Graphique 4 : historiquement, les prix des actions ont le mieux réagi lorsque l'inflation était comprise entre 1,5% et 4%

Ratio CAPE et inflation depuis 1971



Source : Robert Shiller, Allianz Global Investors. Données de septembre 2021. CAPE = ratio cours/bénéfices corrigé des variations cycliques ; IPC = indice des prix à la consommation.

Graphique 2 : principales conclusions de notre étude sur l'impact de l'inflation sur les principales classes d'actifs

Taux d'inflation annuel	Actions	Obligations ³	Matières premières et or
2%-4%	Les actions ont été la classe d'actifs la plus performante (cf. graphique 3). Les rendements réels ont été supérieurs à 10% en moyenne (contre une moyenne de 7% sur le long terme)	Les emprunts d'État et les obligations d'entreprises ont dégagé des rendements réels annuels convenables (environ 5% et 7% respectivement)	– Les matières premières ont régulièrement dégagé des rendements positifs solides en périodes d'inflation élevée et en hausse – surtout l'énergie et les métaux industriels
4%-6%	Les actions ont surperformé les obligations, mais les rendements absolus annualisés ont été inférieurs à 5% (en dessous de leur moyenne à long terme)	Les rendements obligataires ont également été inférieurs à 5%	– Les rendements de l'or ont été mitigé
6%-8%	Rendements absolus négatifs en moyenne – inférieurs aux rendements obligataires	Les obligations ont surperformé les actions	– Toutefois, comme nous le verrons plus tard, les perspectives des matières premières sont obscurcies par le changement climatique et les efforts d'abandon progressif des combustibles fossiles
Supérieur à 8%	Rendements absolus négatifs en moyenne, mais supérieurs à ceux des bons du Trésor US et des obligations d'entreprises	Les obligations d'entreprises ont sous-performé les emprunts d'État	

Source: Allianz Global Investors.

- Alors que les coûts des intrants augmentent généralement en période de hausse de l'inflation, les entreprises peuvent avoir des difficultés à adapter leurs processus de production et les prix de leurs produits.

Sur le plan empirique, nous avons découvert que des taux d'inflation compris entre 4 et 6% faisaient « pencher la balance » dans la mauvaise direction. La croissance des bénéfices corrigée de l'inflation tend à ralentir lorsque la hausse des prix dépasse ces seuils. Dans le même ordre d'idée, la consommation par habitant et la croissance du PIB réel en pâtissent également. Cet élément contribue à expliquer nos autres conclusions pour les différentes classes d'actifs étudiées :

- Les actions offrent une protection imparfaite contre l'inflation – non seulement en termes absolus, mais également en comparaison avec les obligations, dès que l'inflation évolue dans une fourchette comprise entre 5 et 10%.
- De même, les obligations d'entreprises sous-performent les emprunts d'État en période d'inflation très élevée (que nous définissons comme supérieure à 8%). Ce phénomène peut s'expliquer par le fait que face aux préoccupations entourant la croissance, les investisseurs commencent à intégrer des primes de risque (spreads) beaucoup plus élevées dans les cours.
- Force est d'admettre que les résultats concernant les matières premières peuvent aussi avoir été influencés par les chocs pétroliers des années 1970. Il reste à voir si la hausse structurelle des prix de l'énergie se poursuivra alors que le monde se détourne progressivement des combustibles fossiles.
- L'or n'est pas une protection idéale contre l'inflation, selon nous. Son prix est essentiellement soutenu par des taux d'intérêt réels bas, voire négatifs qui correspondent aux coûts d'opportunité de la détention d'actifs ne produisant pas de flux de trésorerie, à l'image de l'or. Cependant, le niveau des taux d'intérêt réels dépend davantage de la politique monétaire et des facteurs économiques réels (croissance économique, ratio épargne/investissement) que du taux d'inflation. L'or pourrait néanmoins profiter des préoccupations croissantes concernant la viabilité du régime actuel de monnaie fiduciaire face à l'augmentation continue de l'endettement public et privé et à une masse monétaire sans précédent à l'échelle mondiale.

Synthèse des implications en termes d'investissement

Actions : compte tenu de notre opinion concernant l'inflation, les actions offrent une protection à ne pas négliger

Si l'inflation devrait être supérieure aux anticipations actuelles du marché, nous estimons aussi qu'elle restera bien en deçà des niveaux atteints dans les années 1970 et au début des années 1980, ce qui équivaudrait à un taux d'inflation compris entre 2% et 4%. À ce niveau, notre étude montre que les actions ont historiquement dégagé de solides rendements corrigés de l'inflation, supérieurs à ceux des obligations. Au final, les actions

sont des actifs réels susceptibles de fournir une protection solide contre de mauvaises surprises potentielles en matière d'inflation – notamment par rapport aux obligations à prix élevés.

Il faut néanmoins garder à l'esprit que les valorisations des actions américaines sont déjà relativement élevées, ce qui pourrait peser sur les perspectives de rendement. Par ailleurs, les valorisations des actions sont influencées non seulement par le taux d'inflation, mais également par sa volatilité. Nos anticipations de rendements absolus à long terme pour les actions sont donc modérées.

Obligations : les gérants actifs peuvent encore chercher à dégager des rendements positifs lorsque l'inflation augmente

Si la hausse de l'inflation constitue l'un des principaux risques pour les investisseurs en emprunts d'État nominaux, les gérants actifs ont la possibilité de dégager des rendements positifs dans cet environnement. Les quatre piliers des rendements souverains nominaux sont le taux d'intérêt sans risque réel, la prime de terme réelle, le taux d'inflation attendu et la prime de risque d'inflation. Les gérants obligataires actifs peuvent chercher à dégager des rendements en se positionnant sur les variations de chacun de ces facteurs à l'aide de divers instruments. Pour en savoir plus, lisez [How inflation can be an opportunity for active fixed-income investors](#) (L'inflation, une opportunité pour les investisseurs obligataires actifs) de Jan Simon King, Spécialiste produits obligataires chez Allianz Global Investors.

Matières premières : excellentes performances historiques en périodes d'inflation, mais le changement climatique pourrait modifier les perspectives

Sur le plan historique, les matières premières font encore mieux que les actions dans la plupart des environnements inflationnistes, mais les perspectives pour cette classe d'actifs nous semblent incertaines. Les mesures de politique économique prises pour lutter contre le changement climatique pourraient pénaliser certaines matières premières énergétiques, tandis que la demande en métaux industriels, notamment le cuivre, qui est un conducteur de chaleur et d'énergie hautement efficace, sera alimentée par la « transition verte ».

Marchés non cotés : pour les investisseurs institutionnels, un excellent candidat à la protection contre l'inflation

Bien qu'ils n'aient pas été pris en compte dans notre étude, les investisseurs institutionnels pourraient également envisager d'investir dans les actions ou les obligations de sociétés non cotées. Les actifs des marchés non cotés peuvent aider les investisseurs à se prémunir contre un retour durable de l'inflation, voire à en profiter. Ils présentent en effet des caractéristiques de conservation à long terme et peuvent répercuter la hausse des coûts. Pour en savoir plus sur cette classe d'actifs à part, lisez [Comment gérer la hausse des prévisions d'inflation grâce aux marchés privés](#), d'Emmanuel Deblanc, Head of Private Markets chez Allianz Global Investors.

Annexe : zoom sur quatre grandes conclusions de notre étude

Les principales conclusions de notre étude ont été les suivantes :

- Premièrement, pour les périodes durant lesquelles l'inflation a atteint 2% à 4% par an, un niveau par ailleurs légèrement supérieur à l'objectif d'inflation actuel de la Réserve fédérale, les actions ont affiché des rendements moyens corrigés de l'inflation à deux chiffres. Les actions ont par conséquent surperformé toutes les autres classes d'actifs sous revue. Par ailleurs, les rendements des actions ont été nettement supérieurs à leur moyenne à long terme (environ 7% par an) durant ces périodes. Toutefois, les emprunts d'État comme les obligations d'entreprises ont dégagé des rendements réels annuels convenables (environ 5% et 7% respectivement)
- Deuxièmement, lorsque l'inflation a atteint 4 à 6%, les actions ont continué de surperformer les obligations, mais les rendements absolus en rythme annuel des actions et des obligations n'ont pas dépassé les 5%. De plus, les actions ont affiché des rendements inférieurs à leur moyenne à long terme.
- Troisièmement, lorsque l'inflation dépasse le seuil de 6% par an, les actions n'offrent plus de protection contre une inflation élevée et en hausse. Au contraire, les rendements absolus des actions sont négatifs en moyenne. Point intéressant, lorsque les taux d'inflation se situent entre 6 et 8% par an, les actions tendent même à sous-performer les obligations. Les obligations ne baissent en termes absolus que lorsque l'inflation dépasse les 8% et dans ce cas-là, les obligations d'entreprises font encore moins bien que les emprunts d'État.
- Quatrièmement, les matières premières ont régulièrement dégagé des rendements positifs solides en périodes d'inflation élevée et en hausse, autrement dit, durant les périodes sous revue où l'inflation était supérieure à 2%. L'énergie et les métaux industriels ont notamment bien évolué alors que les rendements de l'or ont été contrastés, ce qui devrait en surprendre plus d'un étant donné que les investisseurs ont tendance à considérer le métal jaune comme le rempart ultime contre l'inflation. Toutefois, les perspectives des matières premières sont obscurcies par le changement climatique et les efforts d'abandon progressif des combustibles fossiles.

Notes finales

1. Dans cet exemple de la méthode de Gordon et Shapiro, P représente le prix de l'action, D le dividende attendu, $r_f(i)$ le taux sans risque réel, i la prime d'inflation, $r_p(i)$ la prime de risque et $G(i)$ la croissance bénéficiaire à long terme.

2. Notre analyse a produit des résultats très similaires, aussi bien sur le plan quantitatif que qualitatif, que ce soit en incluant les données remontant à 1945 ou en limitant notre analyse à la période depuis 1987. (Nous considérons 1987 comme le point de départ de la période actuelle de politique monétaire asymétrique).

3. Certes, l'histoire ne se répète jamais. En particulier, la performance historique absolue des obligations en lien avec les différents régimes d'inflation est faussée à la hausse, dans la mesure où les taux d'intérêt actuels sont bien inférieurs à leur moyenne des 50 dernières années. Néanmoins, après avoir effectué une analyse approfondie des chiffres, nous estimons que la direction générale des schémas de rendements absolus et relatifs reste valable.

Gestionnaire actif de premier plan, **Allianz Global Investors** emploie plus de 690 professionnels de l'investissement dans 24 bureaux situés dans le monde entier. Nous gérons 633 milliards EUR d'actifs pour le compte de particuliers, de familles et d'investisseurs institutionnels.

Nous investissons pour le long terme et cherchons à générer de la valeur pour nos clients à chaque étape. Pour ce faire, nous adoptons une approche active, que ce soit en travaillant main dans la main avec nos clients et en anticipant l'évolution de leurs besoins, ou en élaborant des solutions sur la base des capacités des marchés publics et privés. La priorité que nous accordons à la préservation et à l'accroissement du capital de nos clients débouche logiquement sur notre engagement à conduire un changement positif en matière de développement durable. Notre objectif est d'offrir à nos clients une expérience de l'investissement hors du commun, où qu'ils se trouvent et quels que soient leurs objectifs.

Active is: Allianz Global Investors

Données au 30 juin 2021

Tout investissement comporte des risques. La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. L'investissement dans des instruments dit « fixed income » peuvent exposer l'investisseur à divers risques liés à la solvabilité, aux taux d'intérêt, à la liquidité ainsi qu'à une flexibilité restreinte. L'environnement économique changeant, les conditions de marchés peuvent affecter ces risques et impacter la valeur de votre investissement. En période de hausse des taux d'intérêt nominaux, la valeur des instruments dits de « fixed income » (incluant les positions courtes) devraient diminuer. A l'inverse, durant les périodes de baisse des taux d'intérêt, la valeur de ces instruments devraient augmenter. Le risque de liquidité peut retarder les rachats et retraits. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Si la devise dans laquelle les performances passées sont présentées n'est pas la devise du pays dans lequel l'investisseur réside, l'investisseur doit savoir que, du fait des fluctuations de taux de change entre les devises, les performances présentées peuvent être inférieures ou supérieures une fois converties dans la devise locale de l'investisseur. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis. Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables à la date de publication. Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340 et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Des informations sur le Résumé des droits des investisseurs sont disponibles ici (www.regulatory.allianzgi.com) Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en France, Allianz Global Investors GmbH, Succursale Française, www.allianzgi.fr, partiellement soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (www.amf-france.org). La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite; excepté dans les cas d'autorisation express d'Allianz Global Investors GmbH.