



Ne revoyez pas vos objectifs à la baisse

Une inflation plus que provisoire

fr.allianzgi.com

Novembre 2021



Stefan Hofrichter, CFA
Responsable du département d'analyse économique et stratégique

L'inflation a récemment fait un retour en force, un phénomène qui durera selon nous plus longtemps qu'anticipé actuellement par les marchés financiers et de nombreux investisseurs. Dans le premier volet de cet article en deux parties, nous nous intéressons aux facteurs susceptibles de prolonger durablement la hausse de l'inflation des prix à la consommation et à leurs implications pour les investisseurs.

La flambée de l'inflation est bien réelle et pourrait durer un certain temps

Après une longue période de pressions légères sur les prix et un bref épisode désinflationniste au tout début de la pandémie, l'inflation mondiale a fait son grand retour. Dans l'OCDE, les prix à la consommation ont augmenté de 4,3% entre août 2020 et août 2021, du jamais vu depuis 13 ans.¹



Martin Hochstein, CFA
Économiste senior

Mais contrairement au consensus de marché, nous estimons que seule une partie de la poussée inflationniste est provisoire. Certes, la hausse récente de l'inflation résulte en partie de la forte reprise économique post-pandémie alimentée par des mesures de relance monétaire et budgétaire sans précédent, de la demande latente persistante et de la flambée des prix des matières premières. La poussée inflationniste a également été amplifiée par différents facteurs exceptionnels provisoires, notamment les effets de base, les effets fiscaux et les pénuries d'approvisionnement.

Mais selon nous, les forces cycliques et structurelles à l'œuvre pourraient déboucher sur une inflation des biens et services plus durable dans les années à venir. Il est important de souligner que cette augmentation pourrait être bien plus élevée que ce que les marchés financiers et de nombreux investisseurs

Points à retenir

- La récente poussée inflationniste a été amplifiée par différents facteurs exceptionnels provisoires, notamment le rebond post-Covid et les effets de base.
- Mais d'autres éléments pourraient rendre l'inflation des prix à la consommation plus persistante, notamment la politique accommodante des banques centrales, le recul de la mondialisation et le vieillissement démographique.
- Selon nous, la lutte contre le changement climatique et les inégalités économiques devraient également alimenter les pressions inflationnistes haussières.

anticipent actuellement. Nous nous attendons à ce que l'inflation atteigne régulièrement et dépasse, au moins provisoirement, les objectifs des banques centrales au fil du temps. Cela vaut donc la peine d'examiner de plus près les facteurs qui alimentent la hausse de l'inflation.

Huit facteurs alimentent la hausse de l'inflation

1 La fonction de réaction des banques centrales évolue
Après la crise financière mondiale de 2007-2008, les anticipations d'inflation à long terme ont progressivement diminué jusqu'à descendre en dessous des cibles des banques centrales sous l'effet d'un processus de reflation plus que modeste. Leurs efforts pour relever les niveaux d'inflation ont été entravés par des facteurs tels que la faiblesse de la reprise économique mondiale et les séquelles de plusieurs décennies de mondialisation galopante. Afin d'enrayer le risque de « désancrage » des anticipations d'inflation à la baisse² (cf. **Graphique 1**), de nombreuses banques centrales ont adapté leur approche de politique monétaire et les fonctions de réaction y relatives – (clairement communiquées dans certains cas, ou plus implicites). Les stratégies plus réactives ont notamment été baptisées « ciblage flexible de l'inflation moyenne » pour la Réserve fédérale ou « cible d'inflation symétrique de 2% » pour la Banque centrale européenne.

Mais l'adoption de ces nouvelles stratégies augmente le risque d'erreur de la politique monétaire d'autant plus que le cycle économique a atteint un stade avancé. Si les banques centrales tardent trop à réagir aux risques susceptibles de désancrer les anticipations d'inflation à la hausse à long terme, elles pourraient être contraintes de resserrer leur politique monétaire de manière plus brutale et radicale, ce qui nuirait à de vastes pans de l'économie mondiale et accroîtrait la volatilité de l'inflation. Les marchés financiers n'en sortiraient pas non plus indemnes. Face à l'incertitude causée par la hausse de l'inflation à long terme, les investisseurs s'attendraient à être rémunérés en conséquence, ce qui ferait augmenter les primes de risque d'inflation.

2 Les politiques de relance excessives menacent l'indépendance des banques centrales

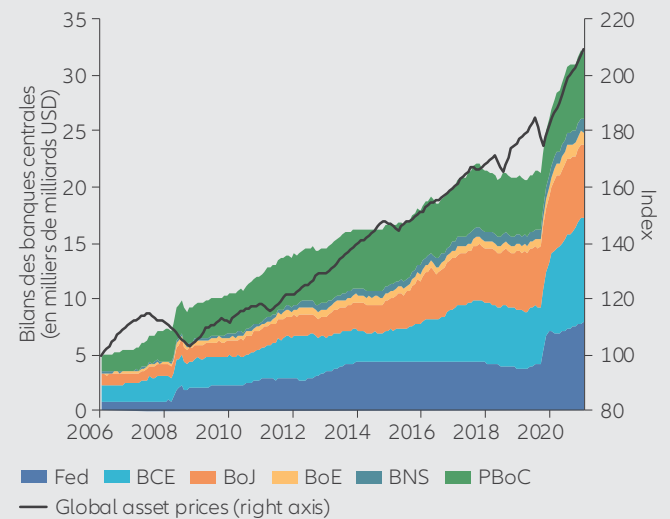
Durant la crise sanitaire, les banques centrales du monde entier ont intensifié leurs mesures de relance non conventionnelles, achetant des emprunts souverains à un rythme sans précédent. Ces injections massives de liquidités se sont traduites par un accroissement historique de la masse monétaire mondiale (cf. **Graphique 2**) qui pourrait à terme attiser l'inflation des prix à la consommation, d'autant que les écarts de production se résorbent rapidement.³

Cette situation ne devrait, selon nous, pas changer prochainement. L'endettement public et privé a augmenté sans discontinuer dans le monde entier et les politiques monétaires ultra-accommodantes ont maintenu le système financier à flot. Mais le système en est venu à compter sur ce soutien, ce qui a créé le phénomène dit de

« prédominance budgétaire et financière » – un environnement dans lequel, grosso modo, les banques centrales exécutent les ordres de leurs gouvernements.⁴ Il faut toutefois admettre que la coordination renforcée de la politique monétaire des banques centrales et de la politique budgétaire des gouvernements était nécessaire pour limiter les retombées économiques immédiates de la crise sanitaire. Mais le maintien de ce lien étroit trop longtemps porterait à atteinte à l'indépendance des banques centrales. Cette prédominance pourrait également écrire un nouveau chapitre de la Théorie monétaire moderne (TMM) qui, pour faire simple, décrit un environnement dans lequel les gouvernements mettraient un terme à l'indépendance de la politique monétaire en reprenant le contrôle de l'impression de la monnaie fiduciaire pour financer les dépenses. Dans un cas comme dans l'autre, le risque croissant de la TMM/prédominance budgétaire et financière devrait se traduire par une hausse des anticipations d'inflation à long terme et des primes de risque d'inflation.

Graphique 2: la relance massive des banques centrales a tiré les prix des actifs vers le haut

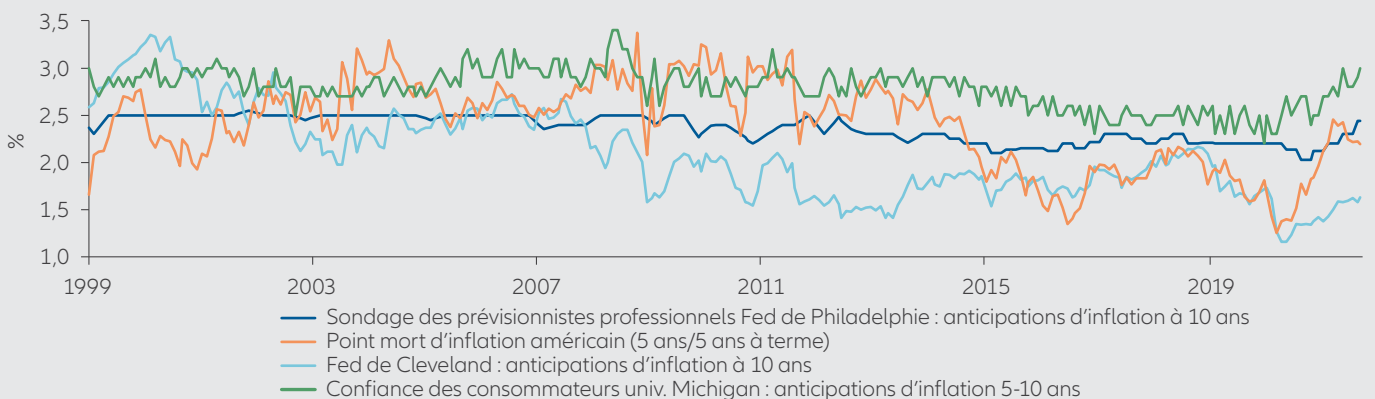
Bilans des banques centrales et prix des actifs mondiaux (depuis 2006)



Source : Bloomberg, Banque des règlements internationaux (BRI). Données au 30 juin 2021. Fed = Réserve fédérale ; BCE = Banque centrale européenne ; BoJ = Banque du Japon ; BoE = Banque d'Angleterre ; BNS = Banque nationale suisse ; PBoC = Banque de la République populaire de Chine. Les prix des actifs mondiaux sont basés sur l'indice global des prix immobiliers du FMI, les statistiques des prix immobiliers de la BRI, l'indice FTSE World Broach Investment-Grade Bond et l'indice MSCI All Countries Equity (équipondération de l'immobilier, des actions et des obligations).

Graphique 1: les anticipations d'inflation augmentent

Anticipations/comensation d'inflation aux États-Unis (depuis 1999)



Source : Bloomberg, Réserve fédérale de Philadelphie, Réserve fédérale de Cleveland. Données au 30 septembre 2021.

3 Le ralentissement de la mondialisation (« slowbalisation ») et le protectionnisme augmentent

La mondialisation, qui a constitué une puissante force désinflationniste durant les deux décennies précédant la crise financière (cf. **Graphique 3**), est aujourd'hui en recul – un environnement que certains appellent la « slowbalisation ». La croissance du volume des échanges internationaux a ralenti sur fond de protectionnisme accru. L'accès réduit à la main-d'œuvre bon marché à travers le monde exerce des pressions à la hausse sur les salaires et en fin de compte, sur les prix. Par ailleurs, les graves perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales provoquées par la pandémie ont déclenché une vague de « relocalisations » dans le secteur privé⁵ et le Royaume-Uni a subi des pénuries d'approvisionnement suite au Brexit. Ces exemples montrent à quel point les tendances à long terme de la re-régionalisation et de la « slowbalisation » sont des questions structurelles qui pèsent sur la croissance économique mondiale et alimentent l'inflation des prix à la consommation.

4 Les données démographiques favorables diminuent à mesure que la population vieillit

La main-d'œuvre augmente depuis plus de 30 ans, une évolution renforcée par la mondialisation et l'accès à une main-d'œuvre bon marché. Collectivement, ces facteurs ont apporté une puissante contribution à la hausse de la production et à la baisse de l'inflation, mais cette période touche à sa fin. Le vieillissement progressif de la population mondiale (cf. **Graphique 4**), la hausse des ratios de dépendance (la population en âge de travailler diminue par rapport à la population totale) et le ralentissement de la croissance de l'offre de travail dans les pays émergents (notamment en Chine) pourraient favoriser le retour de l'inflation dans les années à venir.⁶ Les liens entre ces facteurs sont complexes, mais compte tenu du vieillissement démographique, on peut dire que la part « consommatrice » de la population augmentera par rapport à la part « productrice » de la population. Toutes choses étant égales par ailleurs, les prix des biens et services augmenteront face à une demande supérieure à l'offre.

5 Les efforts indispensables pour réduire les inégalités pourraient aussi être inflationnistes

Ces 40 dernières années, les inégalités en matière de richesses et de revenus n'ont cessé de se creuser à travers le monde, contribuant au ralentissement structurel de l'inflation des prix à la consommation.⁷ Heureusement, de nombreux gouvernements font aujourd'hui des efforts concertés pour y remédier, ce qui pourrait produire des bénéfices économiques et relancer l'inflation, comme le montrent les exemples suivants :

- Le plus grand rôle économique du gouvernement aux États-Unis et dans de larges pans du monde industrialisé pourrait alimenter les déficits budgétaires et donc soutenir un environnement inflationniste de prédominance budgétaire.
- Lorsque les ménages à faibles revenus bénéficient de coups de pouce au niveau de leurs revenus discrétionnaires, ils sont plus enclins à dépenser – et cet élan supplémentaire peut se traduire par une hausse des prix des biens et des services. (En revanche, les ménages à revenus moyens et élevés ont déjà des revenus discrétionnaires supérieurs et ont donc davantage tendance à

Graphique 3 : la seconde vague de la mondialisation semble refluer

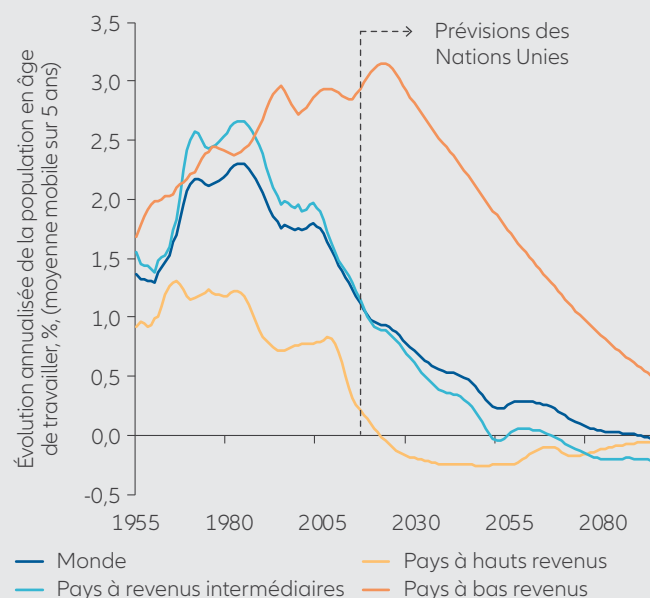
Exportations mondiales de marchandises et exportations mondiales de biens et services (en % du PIB mondial ; 1827-2019)



Source : M. Fouquin, J. Hugot (2016) : *Two Centuries of Bilateral Trade and Gravity Data: 1827-2014*, Ourworldindata, Banque mondiale. Données de décembre 2019.

Graphique 4 : les tendances démographiques laissent présager une baisse de la population active, susceptible de tirer les salaires vers le haut

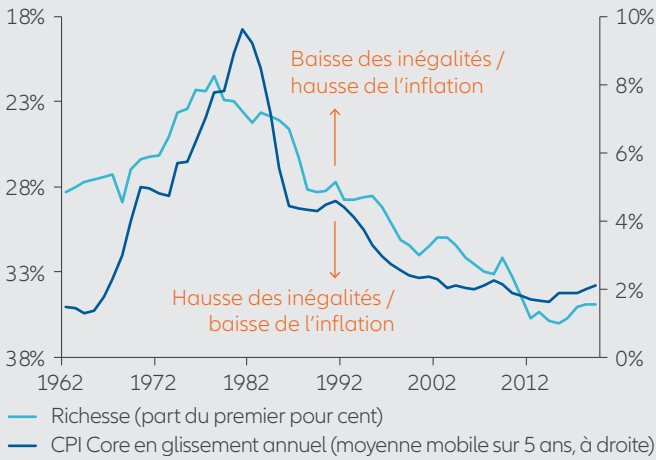
Population en âge de travailler (1955-2100)



Source : Nations Unies. Données 2019.

Graphique 5a : les politiques de redistribution réduisent les inégalités économiques, mais pourraient tirer l'inflation vers le haut

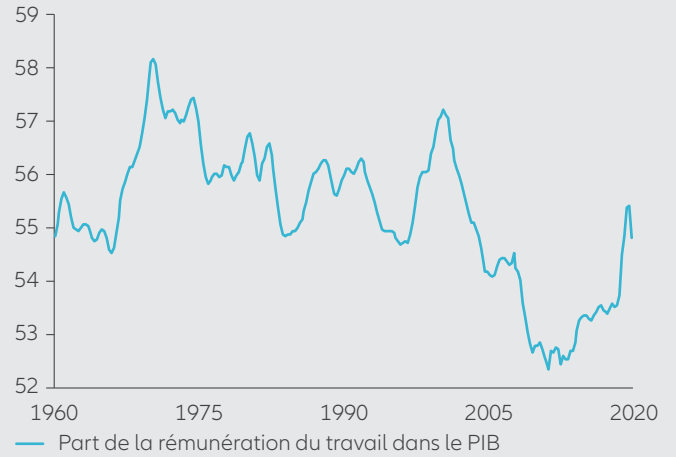
Inégalité des richesses aux États-Unis et inflation des prix à la consommation (1962-2019)



Source : World Inequality Database, Bloomberg. Données 2019.

Graphique 5b : la part du travail est en hausse

Part de la rémunération du travail aux États-Unis (depuis 1960)



Source : Refinitiv Datastream, Allianz Global Investors. Données au 4 octobre 2021.

épargner ces liquidités supplémentaires qu'à les dépenser.) En conséquence, les politiques économiques qui favorisent la « redistribution » des richesses et des revenus pourraient avoir un effet inflationniste (cf. Graphique 5a).

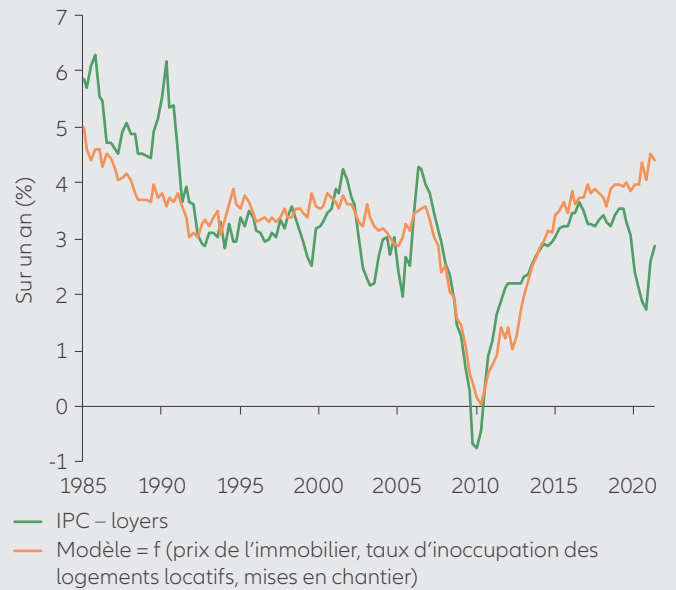
- Les effets combinés de l'évolution démographique et des efforts pour lutter contre les inégalités pourraient déjà se refléter dans l'augmentation de la part de la rémunération du travail (salaires plus avantages) dans le PIB (cf. graphique 5b).
- Par ailleurs, nous observons une augmentation volontaire des salaires par les entreprises pour attirer les candidats.

6 L'inflation des prix à la consommation en lien avec le logement n'a pas encore augmenté, mais ce n'est qu'une question de temps

Alors que les banques centrales tendent à exclure les prix des actifs de leur mandat concernant l'inflation, l'immobilier représente une zone grise. Les coûts de logement pour les propriétaires occupants (inclus dans la composante « loyers ») affectent l'inflation des prix à la consommation dans plusieurs pays, notamment aux États-Unis où les loyers représentent 33% du panier de l'IPC global et 42% de l'indice de base (hors alimentation et énergie). Dans les trimestres à venir, l'explosion des coûts du logement (cf. graphique 6) devrait alimenter l'inflation des prix des biens et services. (La hausse des prix de l'immobilier met généralement 12 à 18 mois avant de se répercuter sur les prix à la consommation.) Ainsi, il existe au moins un lien indirect entre la politique monétaire et les marchés des actifs.

Graphique 6 : l'explosion des prix de l'immobilier ne se reflète pas encore dans l'inflation des prix à la consommation

IPC – loyers par rapport au modèle (variation en glissement annuel, depuis 1985)



Source : Bloomberg, Allianz Global Investors. Données au 30 septembre 2021.

7 La croissance économique plus vigoureuse favorise la création d'emplois, mais aussi une inflation plus élevée

La résorption rapide des écarts de production (différence entre la production effective et potentielle d'une économie ; cf. graphique 7) signifie que l'économie mondiale a bien rebondi et que le chômage continue de baisser. C'est là qu'entre en jeu la « courbe de Phillips », qui met en relation baisse du chômage et hausse des prix. Si la courbe s'est aplatie au cours des 20 dernières années, elle montre toujours un lien entre chômage faible et hausse de l'inflation des prix des services. L'inflation des prix des biens s'est comportée différemment durant les dernières décennies sous l'effet des forces internationales qui ont contribué à faire pression sur les prix. Mais les prix des biens pourraient prochainement commencer à augmenter de manière plus durable dans le contexte de la « slowbalisation », de la hausse du protectionnisme et de la relocalisation de la production, autant éléments ayant un effet inflationniste.

8 La lutte contre le changement climatique pourrait faire grimper l'inflation à moyen terme

La décarbonation de l'économie mondiale pour limiter le réchauffement climatique et lutter contre le changement climatique est devenue la priorité absolue du moment. Face au caractère indiscutable de l'importance de cette mission, la « croissance verte » et autres investissements similaires pourraient se traduire par une hausse de la production économique et une baisse de l'inflation à long terme. Mais d'ici là, la nécessaire transformation de l'économie mondiale pourrait aller de pair avec un accès réduit aux énergies « bon marché », une augmentation des réglementations environnementales, l'obsolescence des processus de production « bon marché », mais polluants, et un volume élevé d'actifs échoués (« stranded assets ») voués à subir des dépréciations.

Tous ces éléments laissent penser que la transition énergétique aura un effet inflationniste (cf. graphique 8). Toutefois, il est également important de noter que ces pressions inflationnistes sont un corollaire de l'internalisation des coûts (au niveau des produits) qui, jusqu'à récemment, étaient assumés par d'autres parties prenantes.

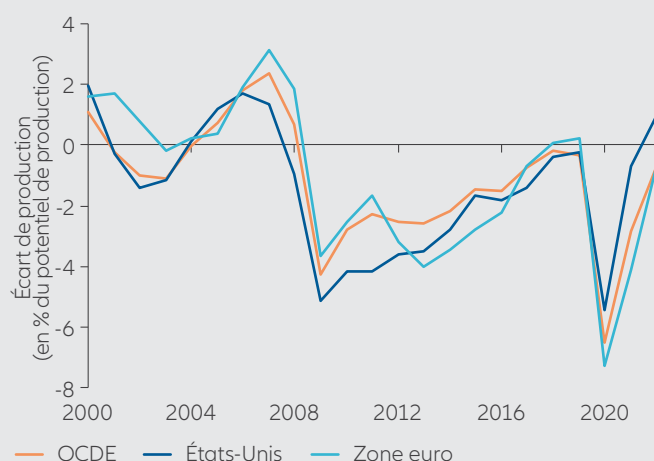
Deux évolutions récentes illustrent l'influence sur l'inflation des efforts politiques déployés pour atteindre les objectifs climatiques à long terme. La flambée des prix du gaz au niveau mondial en 2021 reflète dans une certaine mesure la demande accrue en énergie des centrales au gaz, qui émettent moins de gaz à effet de serre que celles fonctionnant au charbon.⁸ Par ailleurs, les gouvernements locaux en Chine ont récemment restreint la production des centrales au charbon afin d'atteindre les objectifs climatiques fixés par le gouvernement central. Mais cette évolution a provoqué des perturbations dans de nombreux secteurs, aggravant les pénuries mondiales et les pressions inflationnistes.

En savoir plus sur les implications pour les investisseurs

Combinés, ces huit facteurs expliquent de façon convaincante pourquoi l'inflation des prix à la consommation pourrait s'avérer plus durable que ce que prévoit actuellement le marché. Par conséquent, il pourrait s'avérer judicieux de se couvrir contre le risque d'une hausse persistante de l'inflation. Dans le second volet de cet article en deux parties, nous présentons les résultats de notre étude des classes d'actifs susceptibles de fournir une protection optimale contre l'inflation.

Graphique 7 : le rétrécissement des écarts de production suggère une hausse de l'inflation

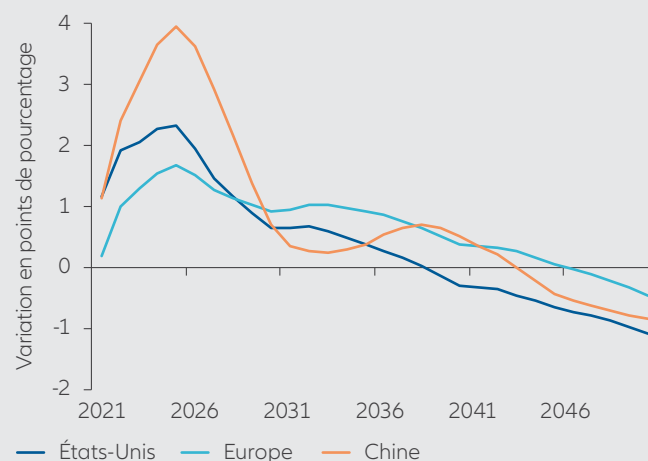
Écarts de production dans les grandes économies développées (depuis 2000)



Source : OCDE. Données au mois de mai 2021.

Graphique 8 : la transition énergétique devrait alimenter l'inflation à court terme

États-Unis, UE, Chine : évolution de l'inflation par rapport au scénario de base dans le cas de figure « neutralité climatique en 2050 »



Source : Network for Greening the Financial System. Données au 28 juin 2021.

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

Notes finales

1. Source : OCDE, août 2021. L'OCDE est l'Organisation de coopération et de développement économiques.
2. Lorsque les consommateurs, les entreprises et autres parties s'attendent à ce que l'inflation reste stable, l'« ancrage » des anticipations d'inflation aide les banques centrales à maintenir la stabilité des prix. En cas de « désancrage » des anticipations d'inflation à la baisse, les marchés pensent que l'inflation sera inférieure à l'objectif des banques centrales.
3. Aux États-Unis, la croissance pluriannuelle de la masse monétaire au sens large est désormais largement supérieure à la croissance pluriannuelle du PIB réel. Historiquement, cette mesure de la liquidité excédentaire coïncide avec une hausse de l'inflation des prix à la consommation.
4. Pour ce faire, les banques centrales arriment les taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas afin de réduire les coûts du service de la dette souveraine et privée.
5. Ceci a également l'objectif politique supplémentaire de garantir l'approvisionnement national en produits essentiels dans ces pays, augmentant par conséquent leur l'autosuffisance stratégique.
6. Pour connaître plus en détail l'impact de la démographie sur l'inflation, voir, par exemple, Goodhart, C., Pradhan, M. 2020 *The Great Demographic Reversal* ou Juselius, M. et Takáts, E. 2018 *The enduring link between demography and inflation*
7. Le mécanisme précis associant inégalités élevées et inflation faible reste obscur, mais on sait que les ménages à bas revenus ont tendance à dépenser une partie proportionnellement plus élevée de leurs revenus discrétionnaires dans les biens et services de consommation. La hausse des dépenses de consommation tend à faire augmenter l'inflation, toutes choses étant égales par ailleurs.
8. Les autres facteurs à l'origine de la hausse des prix du gaz incluent les pénuries d'approvisionnement et une demande d'énergie globalement accrue.

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 expresse d'Allianz Global Investors GmbH. Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Business Operator), No. 424, Member of Japan Investment Advisers Association and Investment Trust Association, Japan]; and Allianz Global Investors Taiwan Ltd., licensed by Financial Supervisory Commission in Taiwan.