

# Shifts & Narratives

n° 8 | Septembre 2021

*Une évaluation de rentrée  
du changement de régime*

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## Auteur



**Pascal BLANQUÉ**  
Directeur des Gestions

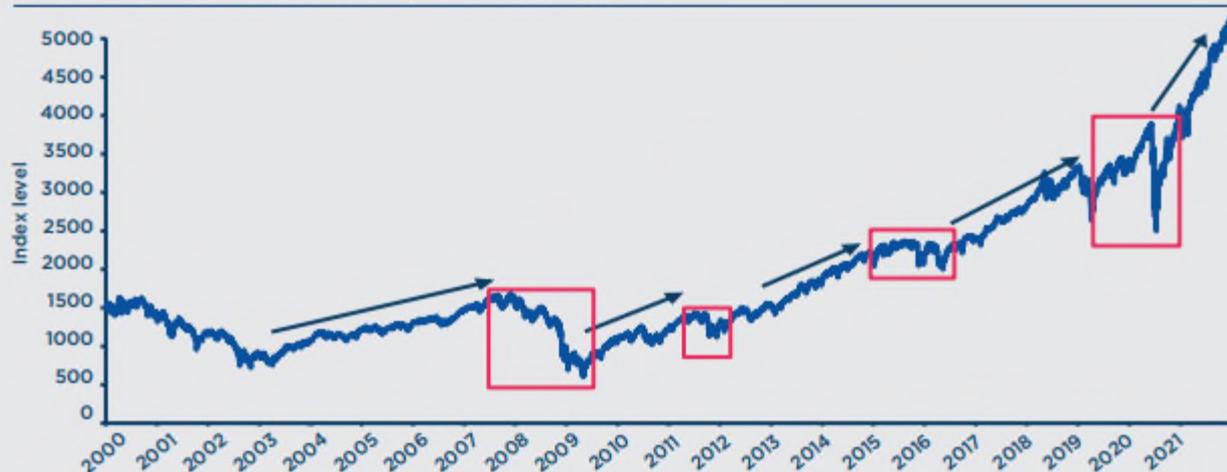
Les performances enregistrées par les investisseurs au cours des douze derniers mois ont été exceptionnelles. Pour un portefeuille 60/40 classique en actions et obligations mondiales<sup>1</sup> la performance a été d'environ 19 % sur un an, soit bien plus que les prévisions les plus optimistes quant à la reprise après l'effondrement provoqué par le Covid-19. Le S&P 500 a augmenté de 100 % par rapport à son point bas de l'année dernière, un chiffre emblématique qui en dit long sur la dynamique optimiste des marchés.

En cette période de rentrée des classes, **l'incertitude des marchés est en hausse**, en raison non seulement de l'actualité récente concernant le variant Delta du Covid-19, mais aussi

et surtout en raison de **l'apparition de nouveaux éléments dans [la bataille des scénarios](#) qui sous-tend les marchés financiers**. Les différents scénarios se succèdent, l'un dominant jusqu'à ce que le suivant le remette en question, puis le remplace, provoquant un changement de régime. Or, les scénarios étant étroitement liés aux anticipations, ils contribuent de manière décisive à la formation des valorisations, à leur équilibre et à leurs excès.

Pour l'heure, c'est la continuation du **scénario sans fin du parapluie monétaire accompagné de la grande reprise des actifs risqués qui a prévalu cette année**. L'euphorie de la croissance a fait naître l'idée d'un boom plus structurel de l'économie et des bénéfices **porté par les progrès technologiques**

**Figure 1. S&P 500 index hitting new record highs**



Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 14 September 2021.

L'indice Bloomberg global equity:fixed income 60:40 est conçu pour mesurer les performances des classes d'actifs au niveau mondial. L'indice fait l'objet d'un rééquilibrage mensuel, pour assurer une répartition à 60 % en actions et à 40 % en obligations. Les indices d'actions et d'obligations utilisés sont le Bloomberg Developed Markets Large & Mid Cap Total Return et le Bloomberg Global Aggregate.

qui se sont accélérés pendant la crise du Covid-19 (dans un scénario comparable à celui des « années folles »). Il ne fait aucun doute que la bataille des scénarios donnera lieu à la formation d'un nouveau consensus, par le biais d'une sorte de processus de découverte, autour d'une question clé : **que restera-t-il du rebond consensuel de l'activité et de l'inflation ?**

La première phase fut caractérisée par un scénario « Boucles d'or » de croissance plus forte en phase avec la tendance et de faible inflation au-delà du pic. Cette phase a désormais pris fin. L'émergence rapide de scénarios concurrents a attiré l'attention sur les faiblesses des hypothèses précédentes et sur leurs failles fondamentales. Le scénario d'inflation qui a refait surface au cours de la première partie de l'année et qui a poussé les rendements obligataires à la hausse au printemps s'est maintenant effacé face à la revanche du scénario de domination monétaire, la conviction de la Fed quant au caractère temporaire de la hausse de l'inflation étant prise pour argent comptant par les marchés.

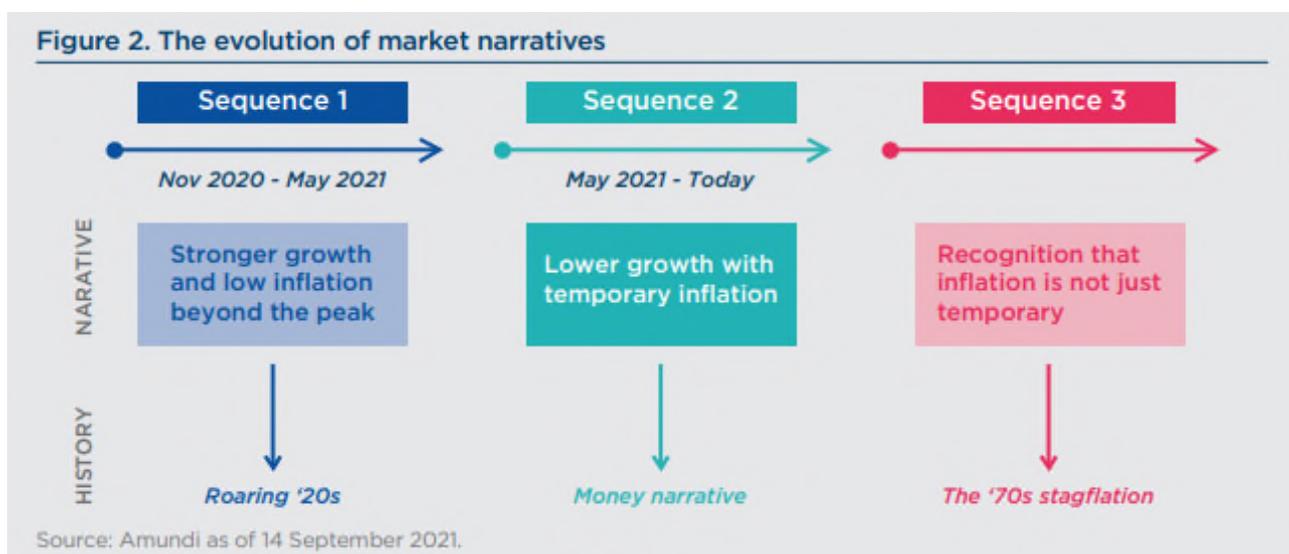
Désormais, avec l'apparition de doutes quant à la croissance, c'est le scénario actuel de grande reprise sur le modèle du boom des années 1920 qui est remis en cause. Les grands espoirs suscités par les progrès technologiques et les gains de productivité qui en découlent sont en train de s'estomper, si bien que les valorisations actuelles du marché vont commencer à paraître peu soutenables. Voilà qui devrait tirer la sonnette d'alarme pour les

investisseurs. « Un rebond de la croissance plus transitoire qu'anticipé » se profile. La situation économique globale restera saine au niveau mondial, mais l'orientation de l'économie, qui compte le plus pour les investisseurs, sera celle d'un ralentissement par rapport aux chiffres exceptionnels observés durant la première partie de l'année. Si, au début de l'été, les marchés tablaient sur une croissance plus forte assortie d'une inflation transitoire, ils envisagent désormais une « croissance plus faible assortie d'une inflation transitoire », ravivant ainsi les anticipations de positionnement accommodant des banques centrales.

### Accélération persistante de l'inflation

Il se peut que nous ne soyons plus qu'à un seul changement de scénario du prochain grand tournant, qui sera la constatation que l'inflation n'est pas seulement un changement temporaire et qu'elle est plus structurelle que ne l'estime actuellement le marché. Cela réveillera le fantôme de la stagflation (croissance plus faible doublée d'une inflation supérieure à la tendance). Bien que cette évolution ne semble pas imminente, il est important de noter que les investisseurs n'ont pas été confrontés à une telle combinaison depuis les années 1970. Nous pensons donc qu'il convient de s'y préparer. Les réactions du marché pourront s'avérer confuses au cours de cette phase d'ajustement des anticipations qui ne sera pas linéaire. L'expérience laisse penser qu'elles n'offriront guère de soulagement.

Actuellement, la hausse de l'inflation est principalement considérée comme une conséquence du redémarrage économique et est donc perçue comme temporaire.





L'élément temporaire pourrait s'estomper avec le ralentissement de la croissance mondiale, mais d'autres **forces inflationnistes structurelles demeureront et joueront un rôle moteur dans le processus de formation des prix**. Il faudra notamment des années pour résoudre les **dysfonctionnements des chaînes d'approvisionnement mondiales**, les expéditions resteront sous tension et les coûts du fret montent en flèche. **Le changement climatique devrait exercer une pression continue** sur les matières premières associées à la transition verte, sur les matières premières alimentaires (perturbation des récoltes et des forêts) et sur l'industrie des transports qui doit engager un processus de transformation pour réduire les émissions.

**La croissance des salaires est restée maîtrisée, mais les tensions s'accroissent malgré la faiblesse des marchés du travail** (déficit de 5,3 millions d'emplois aux États-Unis en août 2021 par rapport à février 2020). Le revenu disponible réel est en baisse : le niveau élevé des prix atteint au printemps ne redescendra pas. Des négociations à la hausse des salaires sont probables, tandis que le nombre de chômeurs par rapport à l'offre de travail disponible est en baisse (voir graphique 3). La tendance à long terme de baisse de la part des salaires dans le revenu national au profit des bénéfices touche à sa fin, au moment même où le consensus en faveur d'une augmentation de l'imposition des sociétés se renforce.

**La Chine représentera un autre élément qui fera pencher la balance vers une accélération durable de l'inflation**. Au cours des dernières décennies, la Chine a exporté la déflation par le

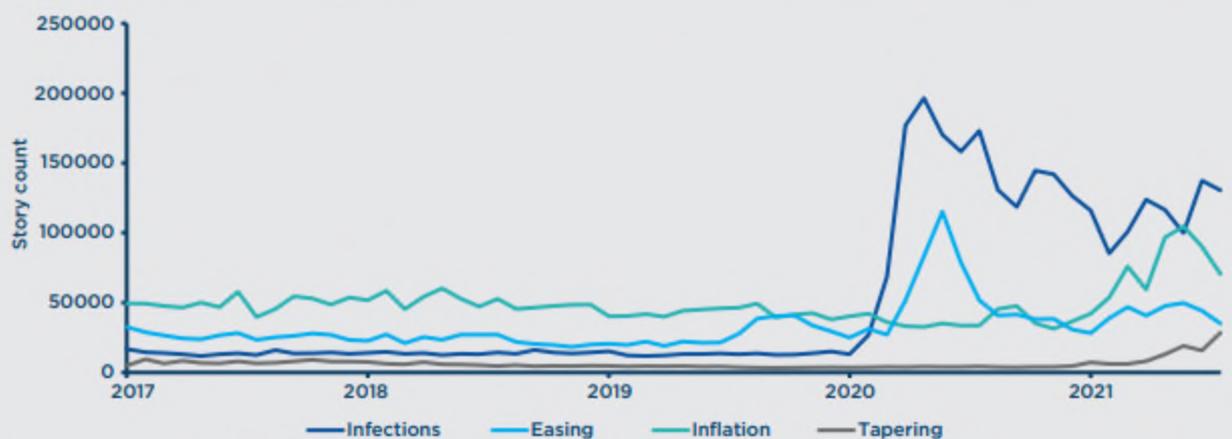
biais d'une production bon marché et à bas salaires. Or, l'évolution démographique ainsi que la diminution de la population active laissent présager une diminution de l'offre de main-d'œuvre bon marché, tandis que les pénuries et la hausse relative des salaires annoncent une hausse plutôt qu'une baisse des prix. **Au cours de la prochaine décennie, la Chine devrait contribuer à inverser les tendances désinflationnistes**.

### Le grand virage des banques centrales

**Les banques centrales sont les acteurs incontournables de cette bataille des scénarios, car elles sont prises en tenaille entre la croissance et la dynamique du cycle épidémique (qui incite à l'accommodation) et le dilemme de l'inflation, qui appelle une réduction des dispositifs de soutien. C'est donc là un véritable exercice d'équilibriste qui s'impose aux banques centrales.**

Le risque, d'une part, est celui d'un abandon prématuré des dispositifs exceptionnels de soutien monétaire. Un tel choix pourrait être justifié par certains indicateurs (notamment le risque de surchauffe du marché immobilier aux États-Unis), mais il pourrait compromettre le rétablissement du marché de l'emploi et intervenir au mauvais moment, par exemple en pleine phase d'essoufflement de l'économie. L'autre risque serait de ne laisser aucune marge de manœuvre pour les situations d'urgence à venir et de rester bloqué avec tous les moteurs déjà à plein régime (assouplissement quantitatif, taux d'intérêt ultra bas ou négatifs) au moment où l'inflation se révèle plus structurelle que prévu.

Figure 4. Bloomberg story count on a variety of themes



Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 14 September 2021. Data shows Bloomberg story count on different themes.

À ce stade, compte tenu de ces forces antagonistes, **la voie de la normalisation des politiques nous semble bien étroite**. Les risques en matière de croissance sont susceptibles de peser davantage que le risque d'inflation sur la fonction de réaction des banques centrales. La réduction des dispositifs de soutien sera progressive (et pourrait concerner, par exemple, les obligations hypothécaires, compte tenu des excès de l'immobilier), mais dans l'ensemble, le ton devrait rester très conciliant afin d'éviter tout durcissement des conditions financières susceptible d'entraver la croissance. La réunion de Jackson Hole qui s'est tenue récemment confirme ce point de vue. Dans le scénario de ralentissement de la croissance et d'inflation transitoire, **nous verrons à un moment donné un consensus s'établir en faveur d'une politique plus accommodante plutôt que le contraire, alors même que les dispositifs d'assouplissement budgétaire seront toujours en place**.

Cette évolution est cohérente avec un changement de régime par rapport au système à base de règles qui a caractérisé les dernières décennies (l'inflation étant l'obsession des banques centrales et la discipline budgétaire l'obsession des États). La tolérance des banques centrales vis-à-vis d'une inflation plus élevée ou supérieure à la cible (notamment dans le cadre d'un scénario « transitoire ») en est la conséquence. **La prochaine phase est celle qui fait le plus mal**. Lorsque l'inflation se révélera moins passagère que prévu et que la croissance ralentira, le rêve de miracle de la productivité selon le modèle des années 1920 sera démenti. Cette certitude du régime précédent (les anticipations d'inflation) ne sera plus le roc qu'elle était. Cette séquence remettra en cause la crédibilité des banques centrales et leur

indépendance. Nous n'en sommes pas encore là, mais ce défi ne manquera pas de se présenter, avec une incertitude croissante quant à la trajectoire des taux d'intérêt et, par conséquent, en termes de valorisation des actifs risqués.

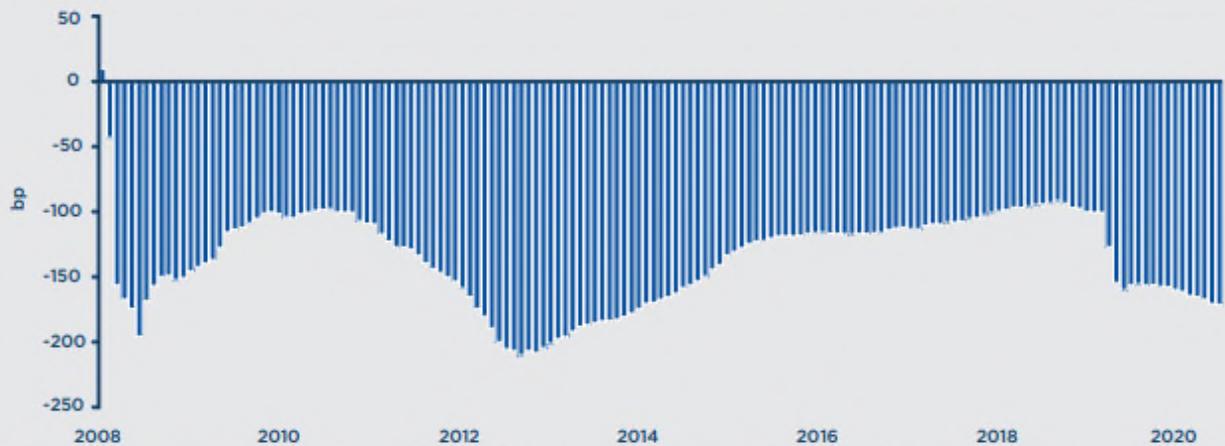
### Conséquences en matière d'investissement

**Nous distinguons trois grandes conséquences, pour les investisseurs, découlant des séquences décrites plus haut.**

- 1. Il n'y a pas d'alternative intelligente aux actions.** La conviction des marchés selon laquelle les banques centrales resteront accommodantes est devenue extrême et les niveaux de valorisation des actions et des obligations ne peuvent plus être justifiés par les tendances à long terme de la croissance, de l'inflation et des résultats des entreprises. Cette situation pourrait fragiliser les marchés après la phase de forte hausse. Lorsqu'il apparaîtra plus clairement que la croissance actuelle des marges n'est pas soutenable et que toutes les entreprises ne seront pas en mesure de répercuter les hausses des coûts des intrants sur les consommateurs, les perspectives de bénéfices deviendront moins favorables. **Toutefois, pendant la transition vers le nouveau régime, les banques centrales gagneront du temps en plafonnant de facto les rendements obligataires nominaux** malgré les chiffres élevés de l'inflation.

**Cette déconnexion artificielle entre les fondamentaux et les valorisations dans l'espace obligataire est plébiscitée par bon nombre d'acteurs :**

**Figure 5. Estimation of the unconventional monetary policy drag on long-term rates**



- **Par les gouvernements**, parce qu'elle rend soutenable l'énorme quantité de dettes, tant que les taux nominaux restent inférieurs à la dynamique croissance-inflation (ce qu'on appelle la répression financière<sup>2</sup>).
- **Par les entreprises, qui peuvent continuer à refinancer leur dette à des taux bas** : bon nombre d'entre elles sont des zombies qui parviennent à survivre sans problème majeur.
- Par les investisseurs en actifs risqués, car le faible niveau des rendements est favorable aux actifs risqués, dans une sorte de « jeu sans alternative » où la valeur relative règne sans partage.

Comme dans un jeu à somme nulle, **les épargnants et les investisseurs obligataires en assumeront le coût**. Il n'y a pas d'alternative pour les investisseurs, tant institutionnels que particuliers, sinon d'augmenter structurellement leur allocation aux actions et aux actifs réels (directement ou par le biais de produits multiactifs) pour s'exposer à la croissance et éviter l'érosion de leur capital nominal. À cet égard, les sociétés de gestion d'actifs ont un rôle important à jouer dans l'élaboration de solutions qui permettent de s'exposer aux moteurs des performances futures attendues, mais qui, dans le même temps, réduisent le risque lié au *market timing* (c'est-à-dire une approche progressive pour les investisseurs particuliers) et offrent une couverture contre les scénarios défavorables qui pourraient se matérialiser lors d'un changement de régime. De même, la sélection

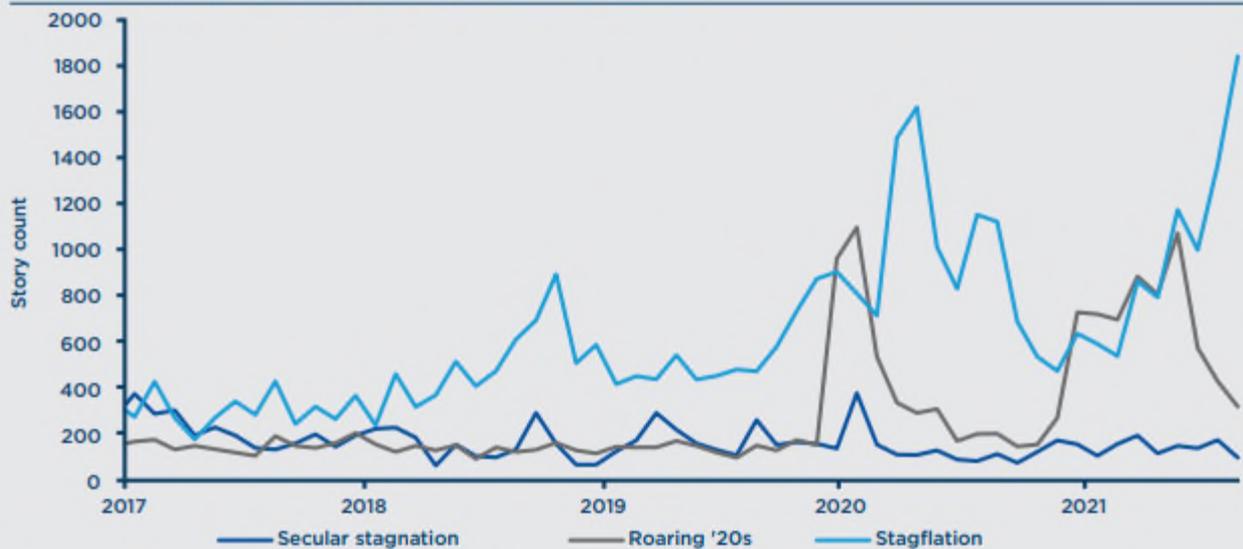
d'actions (et de crédits) d'entreprises capables de résister à une inflation croissante sera un thème clé pour l'avenir.

**Toutefois, le fait que les actions offrent une bonne valeur relative par rapport aux obligations ne dit pas tout.** La fascination pour les valorisations relatives, de la part d'investisseurs renonçant simultanément aux valorisations absolues, apparaîtra comme le signe d'une bulle annonçant des temps nouveaux (transition vers un nouveau régime).

**2. Les durations courtes constituent un pari structurel et non pas tactique.** La hausse des rendements souverains au cours de la première partie de l'année (qui intégrait le scénario d'années folles et de reprise) a été suivie d'une nouvelle période de repli des rendements obligataires reflétant le scénario d'inflation transitoire et, plus récemment, les anticipations de tassement de la reprise. La prochaine séquence stagflationniste n'est pas prise en compte dans les cours et entraînera une hausse des rendements obligataires, bien que probablement inférieure à celle justifiée par les fondamentaux, car la demande d'actifs liquides et sûrs reste très élevée et l'offre peu abondante. Il convient donc d'adopter une approche prudente de la durée en tant que positionnement stratégique, car les principaux indices obligataires ont désormais un problème de durée et une petite variation des taux d'intérêt pourrait entraîner des pertes importantes pour les investisseurs. Ceci

<sup>2</sup>Des taux d'intérêt nominaux bas contribuent à réduire le coût du service de la dette, et une forte incidence de taux d'intérêt réels négatifs a pour effet d'éliminer ou d'éroder la valeur réelle de la dette publique.

Figure 6. The stagflation narrative is gaining traction



Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 14 September 2021. Data shows Bloomberg story count on different themes.

n'exclut pas des ajustements tactiques sur la duration à l'avenir, notamment durant les phases où les espoirs d'action des banques centrales augmentent dans un contexte de ralentissement économique. Toutefois, comme nous nous attendons à nous diriger vers un régime d'inflation plus élevée, une approche prudente de la duration s'impose.

**3. De nombreux revirements accompagneront les ajustements du marché au nouveau régime.** La transition vers un nouveau régime de marché ne se fera pas sans heurts, compte tenu des disparités en matière de croissance et d'inflation. Toutes les régions n'emprunteront pas la même trajectoire de décélération : après des mois de durcissement, la Chine est déjà en phase de décélération. Les États-Unis suivront, tandis que l'Europe bénéficiera encore de surprises positives pendant un ou deux trimestres, dans les économies périphériques notamment, grâce à l'argent frais du plan de relance de l'UE et à l'attitude toujours accommodante de la BCE. Les marchés émergents présentent également des disparités significatives. Ces divergences des dynamiques économiques (et par conséquent des politiques) seront à l'origine d'opportunités de valeur relative dans les mois à venir. Les ajustements tactiques de la duration et de

l'allocation des risques deviendront plus fréquents, ce qui fait l'affaire des ETF en tant qu'outils efficaces pour rééquilibrer rapidement les allocations. Les devises auront un rôle important pour parier sur les ajustements des schémas de croissance et d'inflation, permettant aux investisseurs d'ajouter de la valeur à leurs portefeuilles dans un contexte de valorisations tendues des obligations et des actions.

**En conclusion**, dans la bataille des scénarios, une réorganisation des primes de risque des obligations et des actions est la moindre des choses que les investisseurs doivent attendre d'un changement de régime. **Les banques centrales devraient conserver un rôle prépondérant dans les mois à venir**, soutenant le jeu de la valeur relative des actions par rapport aux obligations. **Le temps d'une réduction structurelle des risques n'est pas encore venu.** Pour autant, l'illusion d'une évolution structurelle de la productivité s'estompe, tandis que le scénario de stagflation refait surface, à l'image des années 1970. Ce dernier scénario devrait prendre de l'importance dans les années à venir, remettant en question les valorisations absolues élevées des actions et des obligations. Dans ce contexte, il s'agira de réduire les risques, en recherchant des sources de rendement non corrélées et des actifs réels susceptibles de résister à la tempête stagflationniste.



#### Informations importantes

Le présent document est fourni à titre purement informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou d'un quelconque autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du **mardi 14 septembre 2021**. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations de ce document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, immatériel ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, pour perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **jeudi 16 septembre 2021**.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).