

the day after

6 | Juin 2020

*Inflation :
Une
instabilité
persistante
mais un
cocktail
inflationniste
possible*



Amundi
ASSET MANAGEMENT

Les auteurs



Laetitia BALDESCHI
Responsable Stratégie
CPR AM



Claudia BERTINO
Responsable
Investment Insights Unit



Juliette COHEN
Stratégiste senior
CPR AM



Bastien Drut
Stratégiste senior chez
CPR AM



Laura FIOROT
Responsable adjointe
Investment Insights Unit



Tristan PERRIER
Analyste Global Views

Depuis le début de la pandémie de coronavirus, tous les yeux sont tournés vers la catastrophe sanitaire en cours et les conséquences du confinement : les économies se sont arrêtées, faisant exploser les taux de chômage (en particulier aux États-Unis) et augmenter les niveaux d'endettement. Dans ce contexte extraordinaire, l'inflation a souvent été négligée. Selon nous, c'est un oubli dangereux. Aujourd'hui plus que jamais, il est crucial pour les investisseurs de rester très attentifs à cet indicateur - notamment en raison du fait que nous sommes peut-être au début d'un radical changement de régime.

Dans cette nouvelle édition de la série «The Day After», dans laquelle nous étudions les impacts du coronavirus pour les investisseurs, nous exposons nos vues sur l'inflation à court et à long termes, et nous soutenons que nous pourrions être à l'aube d'un changement de régime complet. **A court terme, la pandémie de coronavirus devrait clairement générer de la volatilité dans les chiffres d'inflation**, compte tenu de facteurs pointant vers des directions opposées. **A plus long terme**, et après quatre décennies de faible inflation dans la plupart des économies, **nous pourrions entrer dans un nouveau régime d'inflation élevée**.

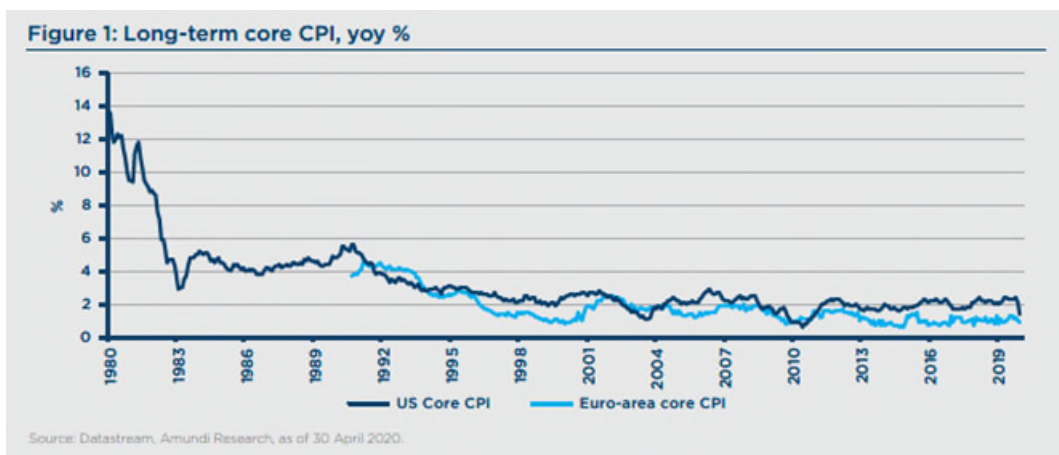
A cette aune, **les investisseurs devront non seulement réévaluer leur allocation d'actifs stratégique pour y inclure des investissements susceptibles de réduire le risque d'inflation** (c'est-à-dire les actifs réels, les matières premières, l'or, les infrastructures, les obligations indexées sur l'inflation), mais aussi être prêts à **réajuster tactiquement leurs décisions d'investissement** en fonction des perspectives d'inflation.

1. La fin de la désinflation ?

Avant le déclenchement de la pandémie de coronavirus, nous vivions, depuis 40 ans, dans un monde d'inflation déclinante.

Les causes de la tendance désinflationniste, qui remonte au début des années 1980, sont largement reconnues comme étant multiples. Certaines explications ont trait à la technologie, d'autres à la mondialisation et d'autres encore aux politiques publiques. Les explications les plus fréquemment données sont les suivantes :

- *Plusieurs décennies de prévisions désinflationnistes*, dues à la mise en place réussie de cadres de politique monétaire plus crédibles (la « révolution Volcker ») après les chocs pétroliers et les épisodes de stagflation des années 1970.
- *La mondialisation* et la concurrence des pays à bas salaires, qui ont accru l'importance des prix mondiaux par rapport aux prix intérieurs, et rendu plus difficile pour les économies avancées de ne pas importer de désinflation en provenance des pays émergents où les coûts de production sont plus faibles.
- *Une capacité de négociation des salariés* toujours plus affaiblie par des politiques économiques généralement favorables aux entreprises et des évolutions structurelles du marché du travail (déshindustrialisation, emplois peu qualifiés et à faible productivité dans le secteur des services).
- *Les évolutions technologiques*, et en particulier le commerce électronique, améliorant la transparence des prix et intensifiant la concurrence entre fournisseurs et distributeurs.



- Une préférence accrue des ménages pour l'épargne, pour différentes raisons, comme le vieillissement des populations (cependant d'autres études portant sur le facteur du vieillissement aboutissent à des conclusions différentes)¹ ou le désendettement (accroissement de l'épargne) après les crises financières. Ces comportements ont contribué à alimenter l'inflation du prix des actifs plutôt que celle des prix à la consommation, ne contribuant qu'à accroître les cycles d'éclatement de bulles.
- Un *poids croissant des services* dans l'économie (les prix dans le secteur des services changent moins souvent que dans les autres secteurs et sont donc plus persistants).

La pandémie du coronavirus peut modifier nombre des facteurs énumérés ci-dessus, voire tous. Toutefois, les impacts ne seront pas simples. Certaines des conséquences du virus s'avéreront sans aucun doute inflationnistes, tandis que d'autres non. Certaines seront de court terme et d'autres devront être considérées dans une perspective de plus long terme. La question est de savoir comment faire le tri.

A court terme, les nombreuses perturbations économiques provoquées par la crise sanitaire génèrent un ensemble de chocs d'offre et de demande qui ne peuvent que provoquer une volatilité de l'inflation.

Toutefois, à long terme, la crise actuelle et ses conséquences pourraient conduire à un nouveau régime inflationniste qui mettrait fin à la tendance désinflationniste mondiale des quarante dernières années. Comme nous l'avons écrit dans notre papier « Covid-19 : la main invisible qui ramène les investisseurs vers les années 70 », « nous sommes déjà cernés par les prémices d'une inflation plus importante et d'anticipations d'inflation plus élevées ». L'avenir reste difficile à prévoir, un certain nombre de facteurs désinflationnistes semblant trop ancrés pour disparaître, d'autres pouvant même être renforcés par les dégâts durables provoqués par la profonde récession en cours.

Néanmoins, les événements actuels pourraient également engendrer d'autres facteurs susceptibles d'entraîner un nouveau cocktail inflationniste à long terme par l'interaction de mesures de relance, de nouveaux équilibres sociaux et politiques ainsi que la réorganisation des chaînes d'approvisionnement internationales.

2. Perspectives à court terme : une forte volatilité de l'inflation

A court terme, certains facteurs mécaniques et chocs liés à l'offre entraîneront une forte volatilité. En effet, nous prévoyons que les perturbations liées au pétrole et à d'autres secteurs généreront une forte volatilité de l'inflation globale tandis que des facteurs plus cycliques pèseront sur l'inflation sous-jacente. **Nous anticipons une forte baisse de l'inflation en 2020, mais une hausse en 2021, principalement en raison des effets de base des cours du pétrole.**

Tout d'abord, la baisse des cours du pétrole pèsera mécaniquement sur l'inflation au cours des prochains mois. En effet, les mesures de confinement et les restrictions de voyage ont entraîné une chute sans précédent de la demande mondiale de pétrole, provoquant une chute des prix. Le prix du baril de Brent est tombé à son plus bas niveau depuis la fin des années 1990, ce qui pèsera mécaniquement sur l'inflation totale dans les prochains mois. La contribution des prix de l'énergie représente, à elle seule, près des trois quarts du recul de l'inflation US au premier trimestre de cette année.

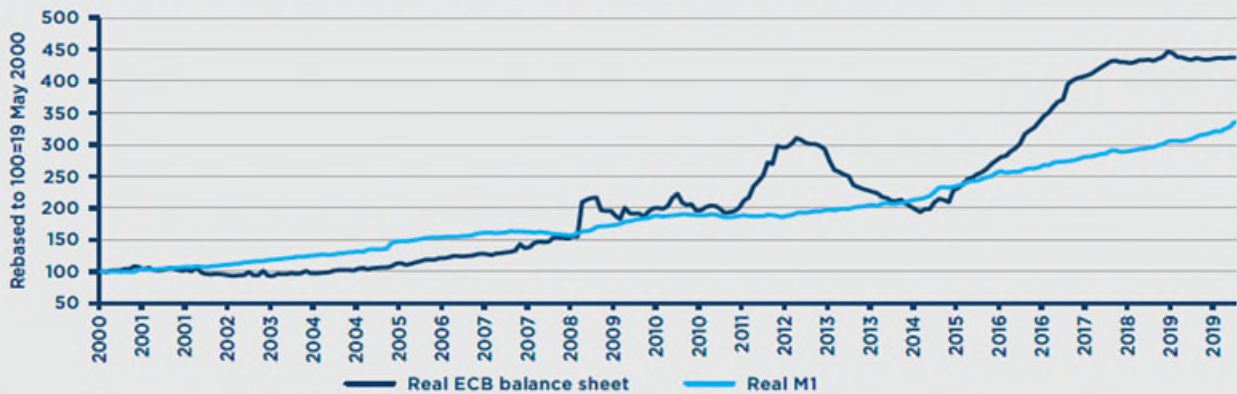
En supposant que le prix du pétrole ne baisse pas davantage par rapport aux niveaux actuels, cette contribution continuera de peser négativement jusqu'à ce que les effets de base disparaissent des indices en glissement annuel au printemps 2021, ouvrant la voie à une contribution positive significative aux chiffres de l'inflation en glissement annuel, un peu plus tard l'année prochaine.

Exemple : les effets de la pandémie sur la pollinisation des fruits et légumes par les abeilles

Contrairement aux années précédentes, des pays comme les États-Unis et le Canada risquent de ne pas pouvoir importer d'Australie, de Nouvelle-Zélande, du Mexique ou du Chili toutes les abeilles-reines dont ils ont besoin. Des pénuries d'abeilles pourraient également apparaître au Royaume-Uni. De plus, les restrictions de voyage empêchent les travailleurs saisonniers de venir travailler dans les entreprises apicoles.

¹ Cf. Juselius M. et Takats E., 2018, « The enduring link between demography and inflation », document de travail de la BRI.

Figure 2: ECB balance sheet size vs, M1 Money Aggregate (real, CPI-deflated)



Source: Amundi Research, Datastream, data as of 22 May 2020.

Par ailleurs, la combinaison de chocs d'offre et de demande provoquera une volatilité sectorielle.

Les perturbations de l'offre consécutives des confinements risquent de faire monter temporairement les prix des articles pour lesquels la demande est inélastique - en particulier dans le secteur alimentaire. Plusieurs usines de transformation de viande sont restées fermées en raison de mesures de confinement, accroissant logiquement les prix, mais ceci est temporaire. Certains impacts de la crise du coronavirus pourraient néanmoins prendre plus de temps à se matérialiser.

Enfin, on ne peut exclure la possibilité que cette crise sanitaire entraînera des changements durables dans les habitudes de consommation (recours accru à des circuits courts d'approvisionnement alimentaires). Et, bien que les gouvernements feront de leur mieux pour limiter ces hausses sur des produits et services politiquement sensibles, ils ne seront peut-être pas en mesure de les empêcher complètement.

A l'inverse, dans de nombreux autres secteurs, le choc négatif de la demande, et donc la pression désinflationniste, va dominer. Les causes en seront la faible confiance et la baisse des revenus des ménages qui feront plus que contrebalancer le choc de l'offre (ce pourrait être le cas pour les biens durables comme les voitures ainsi que pour les activités de loisirs, entre autres).

A court terme, de multiples facteurs pointeront vers des directions différentes. Pour les investisseurs, il sera extrêmement important de dissocier d'une part les effets mécaniques des effets plus organiques, et d'autre part les éléments exceptionnels des tendances à plus long terme. **Au total, nous anticipons un recul de l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) global, respectivement pour les États-Unis et la Zone Euro, à 1 % et 0,6 % en 2020 avant de se redresser en 2021.**

3. À long terme, les ingrédients d'un cocktail inflationniste

La crise du coronavirus s'est produite après quatre décennies d'inflation orientée à la baisse dans la plus grande partie du monde.

Il existe de nombreuses raisons pour lesquelles les préjudices économiques à long terme engendrés par les événements actuels peuvent prolonger cette tendance. Toutefois, des forces opposées peuvent également apparaître, comme facteurs spécifiques à cette crise, et les réponses politiques peuvent semer les graines (ou révéler des conditions préexistantes) d'un nouveau régime plus inflationniste.

D'une part, les dommages économiques durables, que la crise actuelle risque de provoquer, pourraient bien renforcer certains facteurs désinflationnistes. Examinons donc ces facteurs un par un :

- Les anticipations désinflationnistes : la faiblesse conjoncturelle de l'inflation issue de la récession pourrait encore renforcer les anticipations désinflationnistes à long terme. Si nous avons raison les perturbations découlant de ce virus seront globalement plus désinflationnistes qu'inflationnistes au cours des prochains trimestres. Ceci pourrait renforcer l'incrédulité croissante, qui dure depuis plusieurs décennies, à l'égard d'une résurgence de l'inflation.
- *Préférence pour l'épargne* : elle pourrait aussi être structurellement renforcée par la sévérité, puis par le souvenir, du choc.
- *Désendettement* : pour faire face à la crise, les administrations publiques, les entreprises et les ménages (bien que dans une moindre mesure) ont commencé à s'endetter davantage. La pression visant à réduire cette dette dans les années à venir pourrait nuire à la consommation et à l'investissement publics et privés.
- *Dominance budgétaire* : elle incitera les banques centrales à maintenir les taux à long terme à des niveaux très bas, que ce soit par le biais de *forward guidance* ou de mesures non conventionnelles. Cela pourrait constituer un signal qui ne fera que renforcer les anticipations désinflationnistes (même si cela pourrait également avoir un effet inflationniste via d'autres canaux).
- Enfin, les facteurs désinflationnistes généralement reconnus que sont *le vieillissement et les progrès des technologies de la communication* n'ont guère de raisons de s'estomper après la crise.

On peut même avancer que la crise actuelle peut entraîner un risque de déflation pure et simple. Dans l'ensemble, les facteurs susmentionnés suffisent à constituer un solide argument désinflationniste supplémentaire dans de nombreux pays. Toutefois, la possibilité que l'inflation devienne, et reste, négative ne peut être ignorée, surtout dans les zones où elle était déjà très faible avant la crise, notamment au Japon et en Europe.

Néanmoins, la crise pourrait entraîner ou accélérer un ensemble de politiques de relance, tandis que de nouveaux équilibres politiques et sociaux, et l'évolution de la chaîne d'approvisionnement mondiale pourraient s'avérer inflationnistes.

La brutalité de la crise a déclenché une réponse implications à long terme. De plus, la crise peut

révéler une fatigue politique (vis-à-vis des politiques favorables aux entreprises et à la mondialisation) qui conduisait déjà potentiellement, et discrètement, à un renversement de la tendance désinflationniste avant même l'apparition du virus (cf. « Covid-19 : la main invisible qui ramène les investisseurs vers les années 70 »).

L'inflation pourrait plus précisément émerger d'au moins trois facteurs :

- 1) Une période prolongée de mesures de relances budgétaire et monétaire combinées.
- 2) Des choix politiques plus orientés vers un soutien du revenu des ménages.
- 3) La relocalisation des activités de production dans les pays développés.

1. Une période prolongée de mesures de relances budgétaire et monétaire combinées pourrait s'avérer plus inflationniste que les précédents plans de réponse à la crise. En effet:

- **Si la monétisation intense de la dette publique au cours de la dernière décennie n'a pas conduit à l'inflation, c'est peut-être parce que les grands pays développés n'ont pas mené de mesures de relances budgétaire et monétaire combinées depuis longtemps.** La plupart d'entre eux ne l'ont fait que brièvement au cours de la période 2009-2010, à une époque où l'écart de production fortement négatif était très désinflationniste. Si les mesures de politique monétaire non conventionnelles (y compris la monétisation de la dette) se sont poursuivies pendant plusieurs années, elles ont ensuite été accompagnées d'une consolidation budgétaire, qui a exercé sa propre pression déflationniste. Dans l'ensemble, les importantes augmentations des réserves bancaires issues des programmes d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing* ou QE) n'ont pas entraîné d'augmentation correspondante de « monnaie de transaction » (ou M1).

- **Les programmes de relance d'aujourd'hui sont déjà plus importants (tant sur le plan monétaire que budgétaire) que ceux déployés en 2009-2012 sur une période similaire, et sont aussi très ouverts.** De plus, les gouvernements peuvent se montrer très prudents, en raison de l'expérience passée, vis-à-vis d'un changement trop hâtif vers l'austérité.

Ainsi, une orientation budgétaire modérément stimulante, financée par la monétisation, pourrait très bien être maintenue même après que l'écart de production négatif (et l'effet désinflationniste correspondant) se sera résorbé et que l'état du marché du travail permettra, là encore, des hausses de salaires. Grâce aux effets combinés des anticipations et de la demande réelle effective, le processus de relance budgétaire monétisé, initié par la crise, risque donc d'être plus inflationniste que celui des précédentes mesures de relance monétaire autonomes dont les effets ont été en partie détournés vers l'alimentation de bulles d'actifs.

2. Une relance budgétaire monétisée prolongée pourrait être d'autant plus inflationniste qu'elle serait décidée sous l'influence de nouveaux équilibres sociaux et politiques plus favorables aux revenus des ménages, et d'anticipations de revenus dans le cadre d'une redistribution potentielle de la part de la valeur ajoutée entre le capital et le travail en faveur de ce dernier.

Il pourrait y avoir plusieurs pistes :

- **Tout d'abord, les professions très exposées à la crise**, dont beaucoup se situent à des niveaux faibles sur l'échelle des revenus, **vont très certainement exiger et obtenir des hausses de salaires**. Cela risque d'alimenter des demandes similaires dans d'autres secteurs, ce qui n'est que renforcé par le fait que les dépenses budgétaires importantes durant la crise auront véhiculé la perception que les caisses de l'Etat sont illimitées. Plusieurs gouvernements, comme la France, et plusieurs grandes entreprises ont annoncé des primes spéciales pour certaines catégories de personnel faiblement rémunérées et particulièrement éprouvées au cours la période actuelle. Aux Etats-Unis, la loi HEROES votée par la Chambre des représentants propose de créer un fonds « Heroes » de 200 Mds \$ pour doper les salaires et accompagner le recrutement de travailleurs « essentiels ». Il faudra alors observer si les actes suivront les déclarations et les promesses ambitieuses.
- **De plus, les régimes de protection sociale étendus pendant la crise peuvent s'avérer difficiles à dénouer.**

Plus précisément, la crise a vu l'extension de la protection sociale aux travailleurs temporaires et indépendants et le lancement de prototypes de revenus de base universels. De tels schémas seront sans doute plus demandés par les électeurs à l'avenir. Se pose aussi la question du relèvement des bas salaires. Augmenter le salaire minimum fédéral à 15 \$ l'heure (contre 7,25 \$) est l'une des promesses du candidat démocrate à la présidentielle américaine Joe Biden. En Europe, les discussions ont repris sur un salaire minimum européen, qui pourrait être fixé à 60 % du salaire médian dans chaque pays, (actuellement, six pays ne disposent pas encore d'une telle politique).

- Si les gouvernements se plient à ces exigences, **les attentes de la classe moyenne inférieure en matière de revenus plus élevés peuvent devenir permanentes**, se répercutant sur les salaires et les anticipations de prix de tous les acteurs économiques et réduisant les comportements d'épargne. De plus, les multiplicateurs fiscaux de revenus à destination de ces catégories de population sont importants (**une inflation davantage tirée par la demande**), compte tenu de leur faible propension à épargner.
 - **La tendance croissante des discussions académiques questionnant le coût réel de la dette publique (la Théorie Monétaire Moderne)**, conjuguée aux inquiétudes plus importantes sur les inégalités sociales, est susceptible d'apporter une justification théorique et politique supplémentaire au financement monétaire durable des programmes budgétaires. En plus de faciliter le soutien des pouvoirs publics au revenu des ménages, cela permettrait également d'accroître l'investissement public.
- 3. Enfin, l'inflation pourrait également être supportée par une autre conséquence potentielle de la crise du coronavirus, à savoir la relocalisation des activités de production dans les pays développés.** En effet :
- **La crise a montré l'incapacité de beaucoup de pays développés à produire rapidement du matériel médical et des médicaments**, ainsi que leur dépendance excessive à la production étrangère. L'opinion publique s'attendra très certainement à des politiques

de restauration de l'autonomie nationale de production.

- **Sur les délocalisations, la volonté politique est plus marquée aux États-Unis et au Japon qu'en Europe.** Aux États-Unis, l'administration Trump a expliqué qu'elle pourrait prendre en charge les coûts de relocalisation de toutes les entreprises américaines qui souhaitent quitter la Chine. Au Japon, le budget supplémentaire prévoit ainsi 220 Md ¥ pour ramener au Japon la production qui se trouve en Chine.
- **Toutefois, l'impact de ce processus de relocalisation sur l'inflation, bien que positif, devrait rester limité, dans la mesure où il s'agit essentiellement d'une histoire de secteur manufacturier dans un contexte où les indices d'inflation (au moins dans les pays développés) sont désormais dominés par les services produits localement.** Il convient de noter que la baisse des prix des biens due à la délocalisation de leur production dans les pays émergents a été une explication plus importante de la tendance désinflationniste dans les années 1990 ou 2000 que dans les années 2010, où ce sont les prix des services (essentiellement produits localement) qui ont exercé de loin la principale pression à la baisse sur les indices d'inflation.
- De plus, l'écart salarial entre les pays développés et un certain nombre de pays émergents à forte intensité manufacturière, à commencer par la Chine, est loin d'être aussi

important que lors des « décennies dorées » de la délocalisation voici 30 ou 40 ans. Enfin, les progrès de l'automatisation peuvent rendre difficile, même pour des projets de réindustrialisation réussis, la création d'un nombre d'emplois macro-économiquement significatif avec des évolutions salariales à la hausse correspondantes. Par conséquent, la relocalisation est plus susceptible de contribuer aux tensions inflationnistes à long terme en combinaison avec les autres facteurs mentionnés plus haut, que de constituer un moteur majeur en soi.

Compte tenu de ces nombreuses forces contradictoires, les arguments en faveur d'un changement du régime d'inflation semblent très ouverts. Reste à savoir, une fois la crise passée, si les changements apportés ou révélés par les événements actuels seront suffisamment importants pour mettre fin à 40 ans de désinflation, aussi profondément ancrée soit-elle dans le comportement et les anticipations des acteurs économiques. Au-delà des facteurs conjoncturels, il semble plausible de s'attendre à ce qu'une crise d'une telle ampleur entraîne des changements économiques structurels. Elle va remettre en question des principes qui semblaient généralement acceptés, que ce soit sur la façon d'envisager le soutien des gouvernements à la sphère privée, sur les nationalisations, sur l'organisation du commerce mondial ou encore sur le contrôle nécessaire des finances publiques. La réflexion sur une revalorisation des salaires dans certaines professions était déjà présente

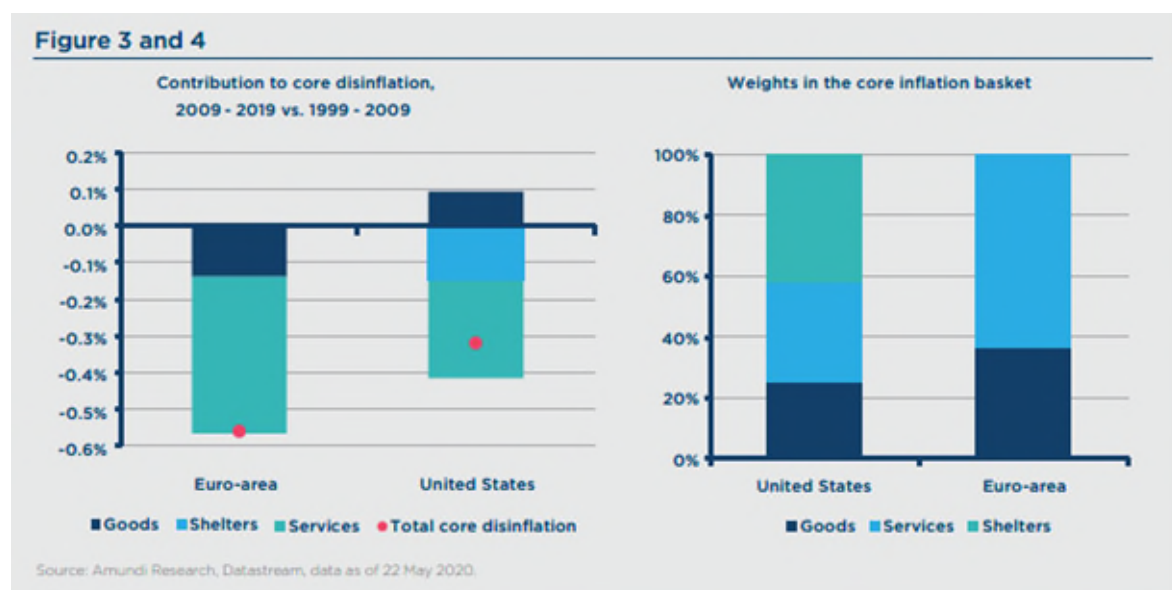
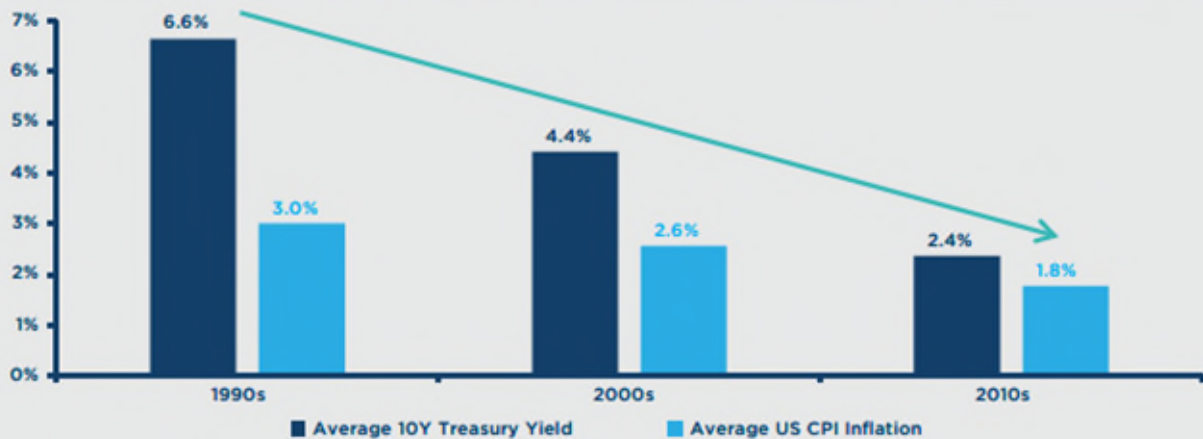


Figure 5: Inflation and Treasury yield dynamics over the last three decades



Source: Amundi on Bloomberg data. Data as of 31 December 2019.

avant la crise du coronavirus et pourrait maintenant prendre une nouvelle dimension. **Dans l'ensemble, nous pensons que l'inflation devrait, globalement, être légèrement plus élevée cette décennie que dans les années 2010.**

4. Vivre dans un monde inflationniste plus incertain : les implications sur l'investissement

Au cours des trois dernières décennies, les investisseurs ont bénéficié d'un environnement d'investissement porteur, marqué par une inflation et des taux d'intérêt orientés à la baisse. En conséquence, les taux d'intérêts souverains ont évolué à la baisse, ce qui a contribué à la performance positive du marché obligataire.

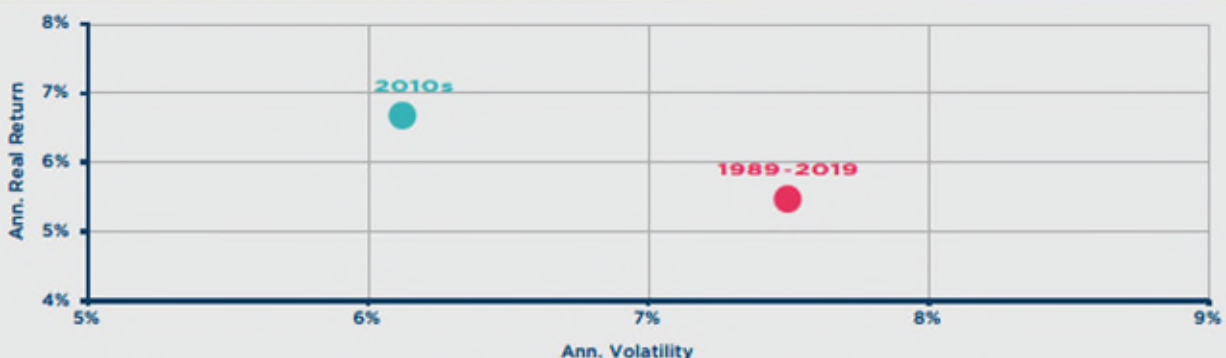
La corrélation négative entre obligations et actions et la solidité des marchés actions après la Grande Crise Financière ont contribué à doper les performances au cours de la dernière décennie et à réduire encore la volatilité.

Cet environnement de marché porteur a abouti à des performances élevées en termes réels (au-dessus de l'inflation) pour un portefeuille diversifié en USD (voir graphique) avec un faible niveau de volatilité.

Ce contexte favorable touche à sa fin, **la crise du Covid-19 ramenant la volatilité**. En outre, au cours de la prochaine décennie, les investisseurs seront confrontés à des anticipations de rendement plus faibles sur les marchés obligataires, les taux étant extrêmement bas. **L'évaluation des anticipations d'inflation à court et à long termes devient donc cruciale pour construire une allocation d'actifs résiliente dans un monde où les rendements seront plus faibles que par le passé.**

À court terme, la volatilité de l'inflation pourrait augmenter, mais le niveau global de l'inflation devrait rester modéré. **Dans ce scénario, certaines classes d'actifs**

Figure 6: US assets and balanced portfolio real returns and volatility over the last decade (2009-2019) and three decades (1989-2019)



Source: Amundi on Bloomberg data. Equity = MSCI US Index, Bond = Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index. Indexes are in USD, total return. Performances are gross of fees and taxes. Real returns = Ann. Returns - Average US CPI Inflation over the same period. Data as of 31 December 2019. Past performance is no guarantee of future results.

Tableau 1 : Principales implications de la tendance à long terme vers un nouveau régime après la crise du Covid-19

Tendance	Répercussions sur les investissements
Accroissement général de la dette	Nécessité de se concentrer sur la sélection pour éviter les risques de défaut (entreprises, secteurs, pays). La gestion de la liquidité sera également cruciale, car tout événement de crédit pourra générer un stress de liquidité sur le marché.
Monétisation de la dette	Avec des niveaux d'endettement élevés, les banques centrales devront agir directement pour monétiser les déficits budgétaires et maintenir les taux d'intérêt à des niveaux bas pour conserver un faible coût du service de la dette. Il en résultera potentiellement une hausse de l'inflation. Alors que les obligations d'État ont bien performé au cours des trois dernières décennies, ce sera plus difficile dans un environnement de taux bas et de hausse potentielle de l'inflation.
Facteur de croissance au centre des préoccupations après la crise	Alors que le facteur monétaire a été le moteur de performance dans le passé, dans une phase de reprise post crise, la croissance sera clé. Dans la recherche de potentiels de croissance, Les investisseurs devraient envisager une allocation substantielle aux actifs des marchés émergents qui pourraient aider à améliorer le potentiel de rendement de leur portefeuille à l'avenir.
Démondialisation	Rôle plus important de la diversification géographique à mesure que les pays réinternaliseront certains actifs stratégiques. Fin des stratégies basées sur la tendance de mondialisation.
Une plus grande attention portée au social et à la dimension ESG	Dans une période où les niveaux d'inégalités sont déjà élevés, les mesures extrêmes mises en place pour compenser les effets de la crise sur les économies devront être redirigées vers des projets et des domaines qui peuvent profiter à l'ensemble la société. En conséquence, les thématiques environnementales et sociales sont susceptibles de générer plus d'intérêt à l'avenir.
Regain d'inflation	Nécessité d'ajouter une allocation dédiée aux actifs pouvant contribuer à atténuer le risque d'inflation et être conscient que les obligations et les actions dans leur ensemble risquent de souffrir en cas d'inflation élevée (cf. tableau 2).

Source : Amundi. Voir également Covid-19 : la main invisible qui ramène les investisseurs vers les années 70

continueront d'être soutenues par les actions monétaires. C'est le cas du crédit *Investment Grade* et des obligations périphériques bénéficiant du soutien des programmes de QE. En outre, la corrélation traditionnelle entre les actions et les obligations devrait persister, tant que les anticipations de taux d'intérêt resteront ancrées. A ce titre, les investisseurs doivent considérer les obligations d'Etat « sans risque » comme une source d'actifs liquides pouvant équilibrer l'allocation d'actifs du risque.

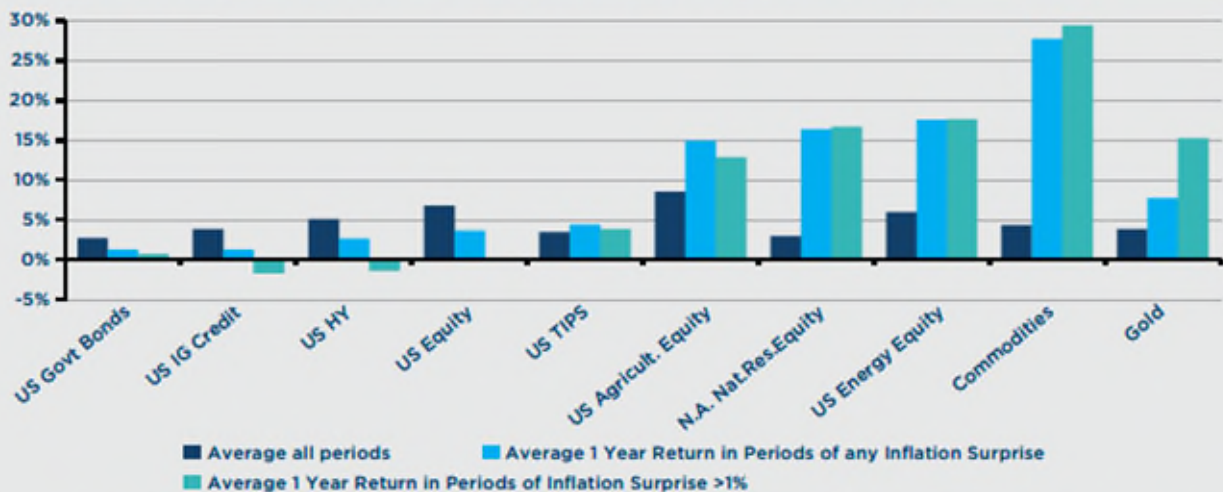
Toutefois, dans une perspective à plus long terme, l'ère de rendements stimulés par le facteur monétaire touche à sa fin et le risque d'inflation devrait réapparaître, ce qui pourrait peser sur la performance des investissements. Le nouveau régime entraînera des changements profonds que les investisseurs devront prendre en considération dans la construction de leur allocation d'actifs.

Nous pensons qu'il est crucial, en particulier pour les investisseurs de long terme qui doivent générer des revenus, tels que les fonds de

pension, d'envisager l'ajout d'une poche à leur allocation dédiée aux actifs pouvant potentiellement contribuer à atténuer le risque d'inflation.

En réalité, même dans des périodes qui n'ont pas connu un environnement hyper-inflationniste comme dans les années 1970, les surprises en matière d'inflation pourraient avoir un impact significatif sur les performances des différentes classes d'actifs. **En période de surprises inflationnistes, les actifs traditionnels, tels que les emprunts d'État et les grands indices actions, peuvent sous-performer tandis que les investissements liés à la dynamique des actifs réels (liquides et illiquides) ont le potentiel pour surperformer.**

Nous avons analysé les rendements réels (rendements annualisés moins inflation) des différentes classes d'actifs américaines en période de surprise inflationniste et les avons comparés à toutes les périodes des 23 dernières années (de 1997 à 2020) où l'inflation américaine (sur la base de l'IPC

Figure 7: Real returns of asset classes in periods of unexpected inflation

Source: Amundi on Bloomberg data. Analysis on monthly data from 31 March 1997 to 30 April 2020. Periods of Inflation Surprise are defined as periods when the University of Michigan Survey of One-Year-Ahead Median Inflation Expectations is lower compared to the actual year-over-year CPI inflation rate reported 12 months later; the Inflation Surprise is the difference between the two. US Equity = S&P500, US Govt Bond = Bloomberg Barclays US Treasury, US IG Credit = Barclays US Aggregate Credit, US HY = Barclays US Corporate High Yield, TIPS = BofA Merrill Lynch US Inflation Linked Treasury, US Agricultural Equity = S&P500 Agricultural Products Index, N.A. Nat. Res. Equities = S&P North American Natural Resources Sector, US Energy Equity = S&P500 Energy Index, Commodities = S&P GSCI Commodity Index. All indexes are total return in USD unhedged. Analysis on monthly data. Past performance is no guarantee of future results.

américain) a oscillé entre -2 % et +5,6 %. Les années de surprise d'inflation ont été identifiées comme des années où l'inflation réalisée (mesurée par le *Bureau of Labour Statistics*, variation en glissement annuel des prix à la consommation américains - IPC) a dépassé les prévisions d'inflation réalisées l'année précédente (mesurée par l'évolution des prix de l'Université du Michigan). **Lorsque cela s'est produit, les obligations d'État, les obligations d'entreprises et l'indice actions ont souffert, avec des rendements réels qui, en moyenne, sont devenus négatifs lorsque la surprise en matière d'inflation avait été supérieure à 1 % (voir graphique).** A l'inverse, les investissements adossés à des actifs réels, comme l'or, les matières premières et les secteurs actions liés à l'économie réelle (agriculture, énergie et ressources naturelles)

ainsi que les obligations indexées sur l'inflation (TIPS américains) ont affiché en moyenne les meilleures performances, dépassant leur performance moyenne quelque soient les environnements d'inflation.

Pour cette raison, nous pensons que les investisseurs de long terme, qui pourraient faire face à des cycles d'inflation différents à l'avenir, pourraient potentiellement couvrir le risque lié aux surprises inflationnistes par le biais d'une allocation aux classes d'actifs adossées à des actifs réels. Cela sera d'autant plus important que la répression financière qui viendra avec la crise maintiendra les taux d'intérêt à un niveau bas, compliquant encore davantage la capacité des obligations d'État à générer des rendements réels positifs en cas de résurgence de l'inflation.

Tableau 2 : Allocation d'actifs en cas de résurgence de l'inflation

<p>Actifs à inclure dans une poche dédiée à l'inflation :</p> <ul style="list-style-type: none"> – Les obligations à court terme et, surtout, les obligations protégées contre l'inflation – Exposition à l'immobilier – Investissements dans les infrastructures – Matières premières et or – Actions et obligations d'entreprises de secteurs liés à l'économie réelle/inflation tels que l'agriculture, les matériaux 	<p>Des actifs qui seront affectés en période de surprise inflationniste :</p> <ul style="list-style-type: none"> – Obligations d'État (en particulier de durée longue) – Marchés du crédit au sens large – Marchés actions au sens large
--	--

Source : Amundi, données au 29 mai 2020.



Informations Importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont au 27 mai 2020. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, les marchés ou les secteurs obtiendront les résultats escomptés. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services.

Date de première utilisation : 8 juin 2020.

Réservé aux investisseurs institutionnels