

## Inflation : les convictions sont-elles des ennemis de la vérité ?

Sébastien Grasset membre du directoire et directeur de la gestion d'actifs et Joffrey Ouafqa directeur des gestions chez Auris Gestion



D'aucuns reconnaîtront ici une adaptation de la citation célèbre du philosophe [Friedrich Nietzsche](#) qui vient nous rappeler un principe fondamental qu'il convient aussi d'appliquer en finance : douter de ses propres convictions.

Cette année 2022 s'annonce comme étant celle de la reconnexion avec une réalité que les marchés financiers n'ont plus connue depuis des décennies : un contexte inflationniste obligeant les banques centrales à plus d'orthodoxie monétaire après des années de politique monétaire accommodante.

Ces dernières, convaincues en 2021 que la forte progression de l'inflation était transitoire, se rendent à l'évidence qu'elles avaient tort sur toute la ligne et changent désormais de ton pour lutter activement contre la progression des prix. Pour compléter (ou suivre) le «*transitoire qui dure*» de Jerome Powell, voilà désormais Christine Lagarde qui, balayant d'un revers de main ce qu'elle disait un mois plus tôt, n'exclut plus une hausse de taux en 2022. Elle envisage même la fin de son programme d'achat d'actifs (APP) dont elle avait pourtant réussi à convaincre le marché de l'augmentation pour compenser une partie de la baisse des achats d'actifs liée à l'arrêt du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP).

### Le retour en grâce des *hawkish*

Après une décennie de *quantitative easing* qui n'a jamais permis de relancer l'inflation autre que celle des actifs financiers, les banques centrales sont donc dorénavant persuadées que la fin des politiques monétaires accommodantes doit freiner l'inflation et s'orientent ainsi vers une politique *hawkish* de resserrement monétaire synchronisé.

C'est oublier que la cause de l'inflation est la conséquence de deux chocs : un choc sur la demande créé par la relance



budgétaire des Etats ainsi qu'un choc sur l'offre causé par l'épidémie de Covid-19 qui a interrompu les chaînes mondiales de production et d'approvisionnement. Ajoutez à cela la progression du prix de l'énergie, qui est une variable exogène et vous obtenez trois facteurs sur lesquels les banques centrales n'ont pas d'emprise directe. Voilà une vérité qu'il convient de rappeler.

Par ailleurs, avec la fin probable de la pandémie de Covid-19 en 2022, la réouverture des économies devrait permettre la fin des goulets d'étranglement précités alors que le choc de demande est, quant à lui, derrière nous. L'inflation devrait donc mécaniquement diminuer au cours de l'année, à moins que la spirale infernale hausse des prix/hausse des salaires ne se mette en route comme dans les années 1970. Il s'agit d'un point d'attention puisque nous constatons que les salaires américains s'orientent à la hausse.

### Le spectre de la stagflation

Certes, la normalisation des politiques monétaires était devenue nécessaire pour garder des munitions pour la prochaine crise. Néanmoins, une normalisation trop rapide pourrait déstabiliser les marchés financiers à un moment où le cycle économique ralentit. Cela pourrait constituer une erreur de politique monétaire majeure nous amenant vers le spectre de la stagflation, même si nous en sommes encore loin. Les investisseurs doivent donc s'adapter à cette nouvelle réalité et s'interroger sur les conséquences de la sortie trop rapide des politiques monétaires accommodantes qui pourrait pénaliser d'abord la croissance à court/moyen terme et, à terme seulement, l'inflation.

### Stratégie obligataire

Quelles conséquences, ici et maintenant, sur les classes d'actifs ? Depuis le revirement des banques centrales, les taux souverains ont bondi et cette tendance pourrait continuer. Avec la fin des achats d'actifs par les banques centrales, des acheteurs naturels peu sensibles au prix des obligations disparaissent de facto. La réduction du bilan des banques centrales occidentales pourrait même les contraindre à vendre des obligations comme le fera d'ailleurs la Banque d'Angleterre. Les taux périphériques de la zone euro ont déjà commencé à se renchérir sensiblement. Certes, la BCE n'a aucun intérêt à laisser émerger une nouvelle crise des dettes souveraines, il nous semble néanmoins que l'écart de taux entre les dettes des pays du Sud et la dette allemande peut encore s'élargir.

Les spreads de crédit, qui reflètent les conditions de financement des entreprises, se sont également écartés nous rappelant la fin d'année 2018 où la FED entreprenait déjà de relever ses taux d'intérêt.

Dans ce contexte, nous favorisons les stratégies obligataires flexibles pouvant notamment se couvrir contre le risque de taux (e.g. futures sur Bund, sur le 10 ans US...) et le risque de crédit (dérivés de crédit sur le crossover...). L'écartement des spreads *high yield* reflète certes la dégradation des conditions financières mais on retrouve enfin du rendement sur cette classe d'actifs tout en restant sélectif. Les subordonnées financières conservent de bons fondamentaux et la baisse récente offre des opportunités sur les obligations ayant plus de beta (call long et/ou coupon faible).

Les stratégies d'investissement dans les CLO ( *Collateralized Loan Obligations* ) européens, prêts syndiqués à taux variables, nous semblent également pertinentes, en diversification uniquement. Cela sous réserve de recourir, nonobstant le niveau de défauts historique faible sur cette classe d'actifs, à des portefeuilles granulaires et de favoriser les tranches mezzanines (par opposition aux tranches equity). Le recours aux obligations indexées sur l'inflation a été pertinent sur l'ensemble de l'année 2021 et reste une couverture contre une poursuite de la hausse des matières premières, même si cela ne constitue pas notre scénario de base.

### La *value* revient sur le devant de la scène

Quant aux marchés actions, ils continueront de souffrir de l'incertitude sur les modalités du resserrement monétaire généralisé et il est nécessaire de rappeler cette vérité : plus l'inflation est élevée plus les valorisations doivent baisser. Cette relation empirique pénalise plus particulièrement les valeurs de croissance (style *growth* ), raison expliquant la sous-performance actuelle des Etats-Unis dont le poids des GAFAM dans les indices est très significatif. Nous avons vécu un cycle de 15 ans en faveur du style croissance du fait de la baisse continue des taux. Cela a créé des biais de sélection chez les *stock pickers* et chez les *fund pickers* qui ont d'ailleurs favorisé l'essor des gestions thématiques dont d'aucuns découvrent aujourd'hui la prépondérance du facteur croissance. Un rééquilibrage des flux vers le style *value* , un facteur davantage présent au sein des indices européens, devrait permettre à la zone Europe de surperformer.

Une autre conviction, celle dans les projections de bénéfices par action, nous semble devoir être confrontée à une vérité : toutes les entreprises n'ont pas suffisamment de *pricing power* et les croyances de Wall Street peuvent (nous l'avons presque oublié) céder devant la réalité de *Main Street* . Ainsi, on peut légitimement douter de la capacité des consommateurs à absorber durablement les hausses de prix des intrants répercutées par les entreprises dans les prix de vente. On rejoint ici un enjeu politique : celui du pouvoir d'achat.

### La situation chinoise

La Chine ressort, en ce début d'année, comme une exception au mouvement de resserrement monétaire mondial car elle se situe dans une autre phase du cycle économique et se trouve même sur la voie d'un assouplissement monétaire timide. Les actifs financiers chinois, qui ont déjà largement corrigé en 2021, pourraient en bénéficier. Plus globalement, la dette souveraine émergente en devises dures (notamment en dollars) s'avère toujours attractive.

Dans cette lutte entre convictions et vérité, il nous semble qu'une classe d'actifs mérite attention : l'or, dont le parcours de performance sur 10 ans est peu flatteur malgré une forte volatilité et qui est perçu par beaucoup comme pouvant bénéficier du mouvement d'inflation. C'est oublier sa forte corrélation avec les taux réels. Si l'or nous semble une classe d'actifs intéressante en termes de diversification à court terme (notamment avec la crise ukrainienne), les perspectives de moyen terme sont à relativiser avec la tendance haussière sur les taux réels.

Les investisseurs, comme les banques centrales, seront «*data-dependent* » en 2022 et réagiront fortement aux statistiques d'inflation à venir. La gestion d'actifs a notamment comme mérite d'être (normalement) une école d'humilité où les convictions cèdent souvent devant des vérités oubliées.