

Lettre 34

Inflation, menace ou mirage ?

On avait perdu la mémoire de l'inflation : elle était passée de 3.5% dans les années 60 à 10% pendant les années 70 et 80, avec un pic en 75 lors du quadruplement du prix du pétrole, à 16% pour les pays du G7 et même 25% au Royaume-Uni. Depuis lors, l'inflation fut en moyenne de 5%/an dans les pays de l'OCDE durant les années 90, de 3% dans les années 2000 et 2% après 2010. Ces dernières années, au Japon, particulièrement, mais aussi en Europe et aux Etats-Unis, l'objectif d'un taux de 2%, fixé par la Banque centrale, n'a jamais été atteint.

Tout a commencé avec une reprise chinoise vigoureuse dès le 2^{ème} semestre 2020, tout a été amplifié par une addition sans précédent de plans de relance aux Etats-Unis, tout a été exacerbé par les injections cumulées de liquidités par les banques centrales, tout a été exagéré par l'accélération de la transition énergétique. Telle est, ces derniers mois, la genèse de l'inflation, une inflation oubliée depuis la fin des années 80, une inflation temporairement préférée au chômage par quelques banques centrales, une inflation espérée par certains car, à tort, ils croient entrevoir un moyen de gommer sans douleur la dette, négligeant le risque d'une envolée des taux longs. Comme le soulignait, en 1935 dans Notes sur la Guerre, **HEMINGWAY** : « *La première panacée pour une nation mal gérée est l'inflation, la seconde est la guerre. Les deux apportent une prospérité temporaire mais les deux provoquent une ruine permanente. Toutes deux sont le refuge des politiciens et des économistes opportunistes* ».

Il a suffi de deux chiffres pour inquiéter les marchés, pour alarmer l'opinion d'un possible retour de l'inflation, pour aggraver les tensions sur les taux longs : la hausse des prix à la production en Chine, 6.8% en avril, l'indice des prix américains, pour le même mois d'avril à 3.6% et l'indice hors énergie et alimentation, à 3.1%. Tendence corroborée par le chiffre de l'inflation de la zone Euro, 2% en mai (mais seulement 0.9% hors énergie) et par les attentes de l'inflation américaine à 1 an, telle que mesurée par l'université de Michigan, soit 4.6%.

Aussitôt publiés, ces chiffres ont suscité des parallèles avec l'accélération de l'inflation dans les années 60 au sein des pays de l'OCDE, ont amené les analystes à dénoncer le laxisme des politiques monétaires et ont accéléré une restructuration des portefeuilles en Bourse, avec l'allègement des valeurs de croissance sensibles aux hausses de taux et une accumulation de valeurs financières, immobilières et de matières premières, bénéficiaires dans certaines limites d'une inflation modérée.

Mais de l'alerte à l'angoisse, de la menace à la dérive incontrôlée, de l'appréhension à la spirale inflationniste, il n'y a pas un pas mais un fossé. Un changement de paradigme non redouté à ce jour. On observe une accélération temporaire de l'inflation mais non une inversion des tendances désinflationnistes, une intensification des pressions à la hausse des cours des métaux, un renchérissement des denrées agricoles, une incidence des mesures protectionnistes, une revalorisation des salaires de certaines professions de services, une conséquence de ruptures momentanées dans les chaînes de production mais rien de pérenne, rien de structurel, rien de durable. Autant de composantes à analyser pour essayer de parvenir à une conclusion sur une éventuelle résurgence de l'inflation. On concentrera l'analyse sur les Etats-Unis car la menace inflationniste y est plus forte qu'ailleurs.

- *L'incidence inflationniste d'une hausse du pouvoir d'achat, des salaires et des évolutions de l'emploi ?*

Un surcroît d'épargne, source d'inflation par la demande ? Aux Etats-Unis, le pouvoir d'achat a été

dopé par l'octroi de \$800 milliards aux ménages, précisément \$700 milliards sous forme d'indemnités chômage supplémentaires et un chèque de \$1400/ménage. Grâce à une hausse de la confiance et une baisse tendancielle du taux de chômage américain vers le niveau de 3.5% atteint en février 2020, l'épargne accumulée pourrait se déverser en consommation additionnelle et, à court terme, susciter une inflation par la demande. En France, également, la Banque de France évalue à €142 milliards l'épargne supplémentaire depuis le début de la crise, l'équivalent de 6% du PIB 2020. Et, il en est ainsi dans tous les grands pays.

Mais le phénomène sera temporaire et les pressions inflationnistes pourraient être amoindries car il y a tout lieu d'escompter une utilisation progressive de cette épargne.

Des pénuries d'emplois, sources de revalorisation salariale et d'inflation par les coûts ? Le taux de chômage américain est à 6.1%, loin des 3.5% d'avant la crise, mais dans certains secteurs de services, la restauration par exemple, les entreprises sont confrontées à des difficultés à l'embauche et peuvent être amenées à offrir des salaires plus attractifs.

Certains analystes diagnostiquent dans la crise actuelle une accélération de la numérisation des économies, un déclassement d'une partie des travailleurs, une sortie volontaire ou forcée du marché du travail d'une partie de la population active et y voient un facteur de renchérissement des salaires. D'autres, incriminent l'allocation chômage supplémentaire de \$300/semaine, comme frein à l'acceptation d'un emploi. Mais cette indemnisation ne va pas perdurer au-delà de septembre, certains Etats républicains veulent la supprimer dès juillet et on peut y voir aussi le temps laissé pour trouver un travail mieux adapté à la qualification, donc des gains de productivité potentiels.

Les Etats-Unis avaient perdu quelque 22 millions d'emplois au 2^{ème} trimestre 2020, ils en ont recréé près de 15 millions et, entre les départs à la retraite et les arrivées de jeunes sur le marché du travail, il faut en créer encore 8.2 millions pour retrouver le taux de chômage d'avant crise. La revalorisation du salaire minimum envisagée par Biden, de \$7 à \$15/heure pourrait avoir un effet contagieux en dehors du secteur public mais l'adoption d'une telle mesure au Congrès est improbable. Dans l'intervalle, Amazon, McDonald's, confrontés à des pénuries de travailleurs, doivent octroyer des augmentations et on y sera attentif. Une hausse des salaires pourrait inciter certains à revenir sur le marché, le taux d'activité pourrait à nouveau augmenter.

Le vieillissement comme cause d'inflation ? Au-delà de cette crise conjoncturelle, certains voient dans le vieillissement de la population une cause d'affaiblissement des gains de productivité et entrevoient dans la possible diminution de la population active, un germe d'accroissement des salaires. Depuis une dizaine d'années, le Japon est un exemple vivant d'une telle évolution mais les salaires n'évoluent guère. Ne négligeons pas l'augmentation du taux d'activité des femmes, le report de l'âge de la retraite et les effets de la robotisation, autant de tempéraments au déclin de la population active.

- L'incidence inflationniste d'une hausse du prix du pétrole ?

En année glissante, on peut souligner une hausse des prix de \$20/baril à \$69/baril. Un mouvement impressionnant mais rien de plus qu'un retour aux prix d'avant la crise. A court terme, il y a un surcroît d'inflation mais l'énergie n'entre guère que pour 5 à 7% dans les indices de prix. La réduction de l'offre par « l'OPEP+ » (OPEP, Russie et quelques autres pays) atteindra toujours 6Mb/j fin juillet, 6% de la demande d'avant crise. L'Iran, demain, sera peut-être autorisée à accroître ses exportations de 0.5Mb/j à 2.5Mb/j, la Libye sera peut-être plus stable et capable d'offrir à nouveau 1Mb/j. En d'autres termes, rien n'indique une pénurie de pétrole et laisse craindre une envolée des prix du baril.

- *L'incidence inflationniste d'une hausse du prix des métaux ?*

La consommation de métaux devrait augmenter fortement, exemple 40% pour le cuivre d'ici 2030, mais échaudés par les crises précédentes et, en dépit de résultats trois fois plus élevés qu'en 2015, beaucoup de producteurs hésitent à investir, préfèrent satisfaire leurs actionnaires en majorant les dividendes. Au regard de la situation prévalant lors du précédent boom de la demande, les investissements des principaux mineurs sont aujourd'hui un tiers plus faibles et les dividendes, 2.5x plus élevés. Selon une étude de la banque Liberum, les dividendes en 2020 représentaient près de 90% des montants investis.

Ainsi, entre le temps requis pour mettre en production une nouvelle mine, 10 à 15 ans, la faiblesse des stocks et l'augmentation attendue de la demande, des pénuries peuvent être redoutées pour le cuivre, le cobalt et autres métaux bénéficiaires de la « révolution verte » du changement climatique et, depuis quelques mois, nous avons privilégié cette thématique dans nos investissements.

Cette inquiétude n'est pas générale. Pour certains métaux, l'équilibre offre-demande s'améliore. Tel est le cas du palladium passé d'une situation de déficit à une situation d'excédent.

Enfin, la Chine, acheteur de 50% de la production mondiale des principaux métaux, entend profiter d'un ralentissement de sa croissance pour casser la spirale haussière des prix et, ainsi, récemment, le prix du minerai de fer est ainsi tombé de plus de \$230/tonne à \$180/tonne.

- *L'incidence inflationniste d'une hausse des produits agricoles ?*

La hausse des cours des matières premières agricoles a résulté à la fois d'un tarissement de l'offre pénalisée par la sécheresse dans certaines régions et d'un accroissement de la demande chinoise car, après l'épidémie de grippe porcine, le pays a voulu reconstituer son cheptel.

Cependant, cette inflation des prix des produits agricoles devrait se stabiliser : la hausse des prix incite les producteurs à accroître les surfaces et les conditions météorologiques, récemment meilleures qu'escompté, ont permis une augmentation de la production de soja aux Etats-Unis.

- *L'incidence inflationniste des injections monétaires ou du laxisme supposé des banques centrales ?*

Les banques centrales n'ont pas lésiné sur les quantités de monnaies injectées. Les monétaristes lient la hausse des prix à la quantité de monnaie en circulation, pondérée par la vitesse de la circulation. L'abondance des injections de liquidités est un germe inflationniste, encore faut-il une demande de crédits et beaucoup d'entreprises hésitent. De surcroît, au regard de la vigueur de la reprise, certaines banques centrales, au Canada et au Royaume-Uni, laissent entrevoir un arrêt des injections et la Nouvelle Zélande envisage même une hausse des taux au 2ème semestre 2022. Dans cette veine, on peut conjecturer un infléchissement similaire de la FED à la fin de cette année et une réduction des achats opérés par la BCE à l'issue du 1er trimestre 2022.

- *L'incidence inflationniste des stimulations budgétaires ?*

Les chiffres sont inédits dans l'histoire mais les dépenses sont étalées dans le temps : le plan européen de €750 milliards est sur 6 ans, les grands plans proposés par Biden sont des plans à 8 ou 10 ans. Ils ne sont pas votés et feront l'objet de révisions à la baisse avant leur adoption possible au Congrès. Il y a quelques jours, Biden a réduit l'enveloppe du plan d'infrastructures de \$600 milliards à \$1600 milliards.

Il y a certes eu deux chèques distribués aux américains ces douze derniers mois mais une partie a été épargné, une partie a servi au remboursement de dettes et seule une fraction a suscité une consommation de rattrapage.

Un dernier mot, sur la Chine : en 2009, elle s'était illustrée par la réalisation d'un plan budgétaire de soutien de quelque 13% du PIB. Rien de tel cette année et on observe déjà un infléchissement de la vigueur de la reprise, un essoufflement de la consommation en avril.

- **Les mesures protectionnistes :**

D'évidence les mesures protectionnistes sont inflationnistes car se replier sur son territoire, refuser les avantages de la division du travail, vouloir produire localement sans avoir la taille critique renchérit les coûts de production.

Dans cet arsenal, il est une autre mesure, généralisée sans bonheur par Trump, c'est l'imposition des droits de douane. Un droit de douane contre la Chine, c'est un coût supporté par le consommateur ou par le producteur américain. Aujourd'hui, tous se plaignent de la taxe de 25% sur l'acier ou de la taxe de 10% sur l'aluminium. Il n'y a pas eu de réduction du déficit commercial américain, les relocalisations sont négligeables mais les taxes renchérit le prix des produits finaux et donc entravent la compétitivité par rapport aux concurrents européens ou japonais.

Conclusion :

Jamais dans l'histoire économique du monde, il n'y a eu, comme au 1^{er} semestre 2020, un arrêt aussi brutal, aussi global de l'offre et une telle accumulation d'épargne. La reprise est amorcée mais fatalement, il y a des ruptures dans la chaîne entre l'offre et la demande, des stocks inadaptés, des pénuries de composants, des renchérissements des coûts des matières premières, des difficultés à embaucher dans les services mais ce sont là des effets à quelques mois.

- *Sous l'angle historique*, l'inflation est plus rare que la déflation et affecte plus fréquemment des pays émergents. La déflation prévalait au début du XX^{ème}, était prégnante lors de la crise de 1929 et affleurerait ces dernières années dans plusieurs pays et secteurs. L'inflation a été faible entre la fin de la seconde guerre mondiale et les années 60. Ensuite, il y eut 10 ans d'inflation rampante, modérée mais croissante année après année, aux Etats-Unis notamment, avec la charge du financement de la guerre du Vietnam, dans un contexte d'indexation des salaires, de protection de l'emploi, de forces syndicales puissantes et avec un secteur public étendu. Enfin il y eut l'inflation occasionnée par les deux chocs pétroliers de 1974 et 1980.

Depuis 1982, la désinflation a prévalu, favorisée par la vigilance des banques centrales, la mondialisation, l'émergence de la concurrence chinoise, la substitution du capital au travail, l'automatisation, la perte d'influence des syndicats, le développement du travail à temps partiel, la multiplication des travailleurs indépendants et, ces dernières années, les incidences de la digitalisation de l'économie.

- *Sous l'angle économique*, les tensions sur les prix sont le fruit conjoncturel, d'un redémarrage rapide des économies après une interruption brutale, en d'autres termes d'une désorganisation temporaire des lignes de production et d'acheminement, des déséquilibres momentanés entre l'offre et la demande. A l'horizon des prochains mois, le moral des industriels américains, au plus haut des 50 dernières années, peut augurer d'une reprise de l'investissement, donc de tensions sur les prix des composants perceptibles dans l'indice des prix au 4^{ème} trimestre. Dans le même temps, le ralentissement de l'économie chinoise est une donnée sensible car la Chine achète autour de 50% des matières premières produites dans le monde. Une détente des cours des métaux et des denrées agricoles est d'autant plus envisageable qu'une hausse de l'offre est prévisible pour certains produits.

- *Sous l'angle prévisionnel*, à très court terme, l'inflation résulte d'effets de base temporaires, la comparaison avec le premier semestre 2020. A l'horizon des prochaines années, la transition

énergétique sera inflationniste car des dépréciations d'actifs s'imposeront, car les énergies alternatives sont plus coûteuses que les énergies fossiles, car des investissements seront requis dans ces nouveaux secteurs mais gageons que le progrès technique favorisera une baisse des coûts. A plus long terme, une étude de la BRI 1870-2016 sur 22 pays, souligne le caractère inflationniste d'une augmentation du nombre de personnes dépendantes car il y a raréfaction de la main d'œuvre et stimulation de la consommation mais cela reste modéré. Aussi, le seul facteur d'un éventuel retour structurel de l'inflation serait une poussée populiste, des rapatriements massifs d'activités, un protectionnisme accru, la nomination, comme en Turquie récemment, de banquiers centraux soumis, et des mesures démagogiques.

- *Sous l'angle commercial*, nous ne croyons pas au scénario de déglobalisation, de repli protectionniste. Il serait fatalement inflationniste mais les chiffres récents du commerce international montrent une reprise rapide des échanges et les économies développées restent très imbriquées dans les échanges avec des exportations représentant jusqu'à 50% du PIB.
- *Sous l'angle obligataire*, les \$1400 milliards d'achats d'obligations par la FED en 2021 tiennent les taux à 10 ans à 1.60% mais qu'en sera-t-il ensuite ? L'accélération, même temporaire, de l'inflation est une mauvaise chose, particulièrement pour les obligations à haut rendement des sociétés les plus endettées. Conséquence de la hausse de l'inflation, les taux réels sont plus négatifs qu'il y a quelques mois et on peut donc anticiper une hausse des taux nominaux. Et encore, ce n'est pas le pire car on peut associer hausse des taux à reprise économique, donc à l'amélioration des conditions pour les entreprises.
- *Sous l'angle monétaire*, une hausse de la vitesse de la circulation de la monnaie devrait également être inflationniste dans un contexte de banques centrales ponctuellement plus focalisées par le rétablissement du plein emploi que par l'inflation. On observe ainsi des bulles sur le prix des cryptos, de l'immobilier et d'autres actifs financiers. Mais la FED pourrait réduire puis stopper ses achats à partir de la fin de cette année.
- *Sous l'angle des sociétés*, une étude du NBER sur les hausses de salaires octroyées chez Mc Donald's entre 2016 et 2020 montre la répercussion des augmentations de salaires dans les prix de ventes des produits. Il importe donc d'apprécier la position concurrentielle des sociétés, leur aptitude à absorber une hausse des coûts salariaux dans l'hypothèse d'une raréfaction de la main d'œuvre, leur capacité à répercuter des hausses de coûts intermédiaires, comme, récemment, ceux des matières premières (le cuivre, le minerai de fer comme le soja et le maïs, tous au plus haut depuis 2011 ou 2012), les coûts de transport (le Baltic dry index en hausse de 700% depuis avril 2020), les semiconducteurs.

En résumé, « *Va ton chemin sans t'inquiéter* » écrivait *Verlaine* dans *Sagesse*, la Bourse peut continuer à s'apprécier et s'accommoder d'une inflation temporairement entre 2 et 4% dans les pays développés, entre 6 et 9% dans les pays émergents mais pas un dérapage incontrôlé, pas une spirale, comme dans les années 70. La Bourse, rappelons-le, ne performe pas mal dans un contexte d'inflation modérée. Il est possible de se prémunir de cette hausse avec l'achat de valeurs financières, immobilières, des valeurs liées aux matières premières et des sociétés en position dominante capables de répercuter les hausses de coûts intermédiaires. En revanche, on se méfiera des sociétés sensibles à la hausse des taux longs : valeurs d'infrastructures, consommation de base, valeurs de rendement, valeurs de croissance, même si elles ont déjà perdu une partie de leur surévaluation.

Genève, le 3 juin 2021

Bruno Desgardins

5



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.