

## Editorial

Mai 2020

### Le jour d'après : slow life ou burst out ?

Cette crise est sans précédent et nous n'allons pas ajouter une opinion à celle des économistes et autres spécialistes es pandémies. Nous nous bornerons à quelques remarques.

C'est une crise originale dans la mesure où elle affecte aussi bien l'économie réelle que les marchés financiers. Les banques centrales ont sauvé les marchés financiers, qui sauvera l'économie réelle ?

C'est une crise qui sur sa composante financière aurait dû se déclencher tôt ou tard, la bulle n'attendait qu'un événement pour éclater. Elle est déjà en train de se reconstituer oubliant les faillites d'entreprises et l'explosion du chômage.

C'est une crise qui éclaire d'un jour particulier les défis de nos économies en termes environnementaux et au niveau des inégalités sociales. Elle a en effet mis en lumière qu'il y avait plusieurs classes de travailleurs, ceux qui sont indispensables au fonctionnement de l'économie et ceux qui peuvent rester chez eux.

Elle a mis l'accent sur le modèle de développement particulier de nos économies « occidentales » en montrant les conséquences de la mise à l'arrêt du système.

Son originalité par rapport à des crises précédentes est d'avoir été d'ampleur mondiale encore que l'Europe semble avoir été particulièrement touchée. Après la phase de lutte contre le virus viendra la phase de relance (à défaut de reconstruction par référence à une « guerre »).

Ce sera le jour d'après et c'est tout l'enjeu. Nos sociétés ont expérimenté un mode de vie certes confiné mais différent : télétravail, vie frugale, familles groupées autour d'une même peur... Il n'est pas dit que tout reparte comme avant. Les entreprises et les salariés ont expérimenté en France un modèle social qui leur paraissait appartenir au passé. Et pourtant tous se sont tournés vers l'Etat pour garantir la survie des uns et payer les salaires des autres.

En ce sens cette crise est différente car elle pose la vraie question « quelle société voulons-nous ? » Cette pandémie aura posé les prémices d'une crise du capitalisme libéral mais certainement pas de la même façon dans tous les pays. Le jour d'après sera donc différent selon que l'on est américain, français ou chinois mais il comportera pour tous en germe un accroissement des inégalités sociales sans précédent. La capacité de nos sociétés à prendre ce virage, celui du développement durable, de la modernité et du partage, sera déterminant. Le jour d'après sera celui du questionnement : quel système de santé, quelle relation au travail, quel type d'éducation, quel partage des richesses et du pouvoir, etc... Nous avons en quelques semaines expérimenté un concentré des interrogations sur notre société. Il y a certainement de l'utopie à se questionner sur ces sujets mais les utopies n'ont-elles pas fait avancer l'humanité ? Cette pandémie a constitué un choc et comme après une guerre les remises en cause sont possibles et la révision de nos valeurs est à l'ordre du jour. Un monde plus écologique, moins énérgivore, plus solidaire... ne rêvons pas trop le jour d'après sera comme le jour d'avant. Dommage...

Pour venir nous rencontrer, nos bureaux ont déménagé :  
Chez VALETYS STRATEGIES  
PATRIMONIALES  
120 Impasse des Prêles  
84140 AVIGNON

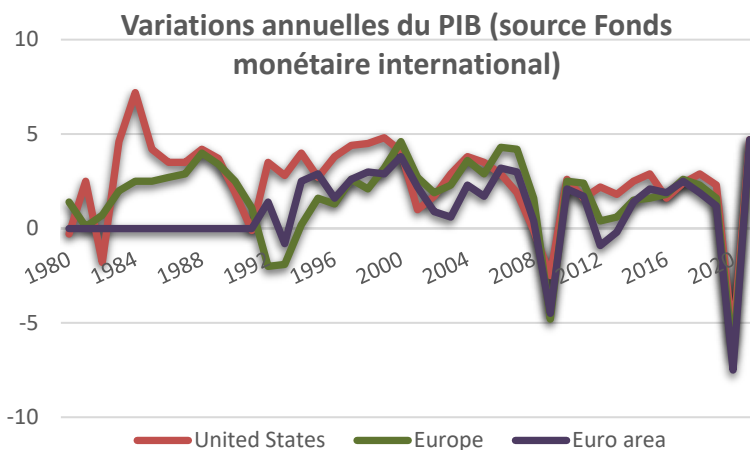


## Sommaire !

- Les Graphiques du Mois
- Faut-il craindre le retour de l'inflation ?

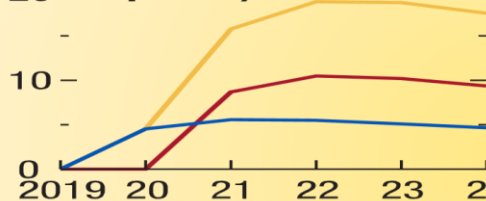
## LES STATISTIQUES DU FMI GOMMENT LA CRISE

On plonge au fond de la piscine  
et on remonte au-dessus du  
niveau !  
On voudrait bien y croire...  
Notre pronostic est que l'on  
aura plutôt une reprise en  
racine carrée avec la branche  
droite plus courte que la  
branche gauche.

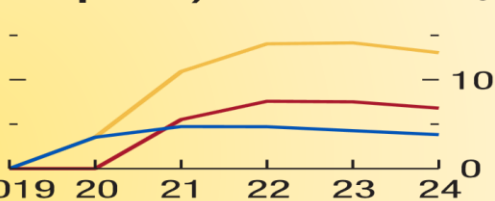


## PRÉVISIONS DU FONDS MONÉTAIRE

**30-7. AEs Government Debt/GDP (percentage points)**



**-8. EMs Government Debt/GDP (percentage points)**



Source: IMF, G-20 Model simulations.

Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging market economies.

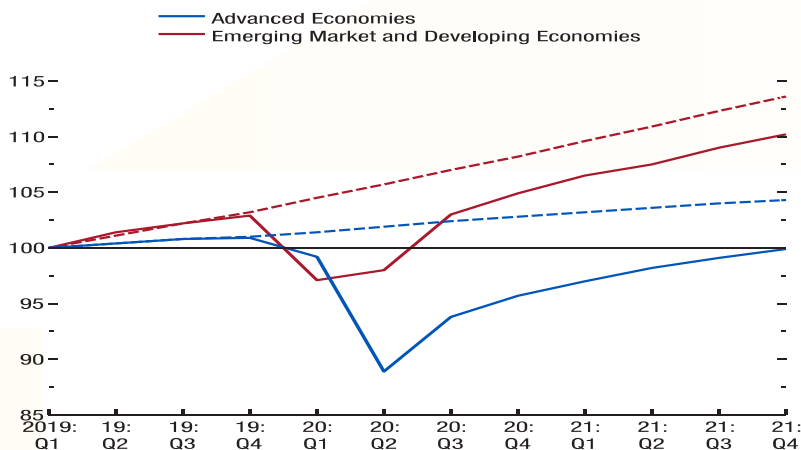
La dette publique progresse jusqu'en 2022 pour régresser très lentement ensuite. Mais quid des taux d'intérêt ? On fait le pari que le monde entier sera sous perfusion des banques centrales.



On plonge et on remonte pour retrouver le point de départ fin 2021 avec une reprise marquée dans les pays émergents. On veut bien le croire... Le Fonds Monétaire semble pratiquer la méthode Coué...

**Figure 1.6. Quarterly World GDP**

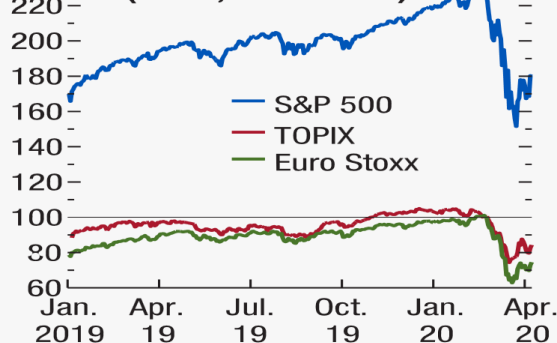
(2019:Q1 = 100; dashed lines indicate estimates from January 2020 World Economic Outlook Update)



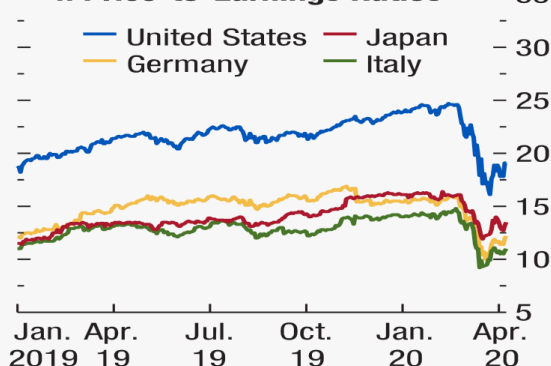
Source: IMF staff estimates.

Que ce soit au niveau des indices ou des PER les marchés financiers ont juste effacé les résultats délirants de l'année 2019. Grâce à l'injection massive de liquidités des banques centrales il y a de nouveau du carburant dans le moteur. Juste une question : à quoi servent les marchés financiers s'ils ne vivent que des perfusions des banques centrales ?

### 3. Equity Markets (Index, 2007 = 100)



### 4. Price-to-Earnings Ratios



Sources: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; Thomson Reuters Datastream; and IMF staff calculations.

Note: S&P = Standard & Poor's; TOPIX = Tokyo Stock Price Index; US = United States. Data are through April 7, 2020.



*reprise d'un article publié sur le site de notre partenaire VALETYS STRATEGIES PATRIMONIALES*

La crise sanitaire sans précédent que nous connaissons s'est traduite par d'énormes injections de liquidités tant par les banques centrales (FED, BCE, BOJ...) que par les Etats. Ces injections de liquidité et ces soutiens à l'économie via les budgets des Etats se traduisent souvent en langage médiatique par « planche à billets » et déficit budgétaire. Mais nous savons tous, instruits par l'histoire, que derrière de tels déficits se profile souvent, en second tour, une inflation résultant d'un excès de demande par rapport à l'offre.

## Qu'en est-il et quelles sont les perspectives ?

Tout d'abord définissons rapidement l'inflation et essayons d'en cerner les origines.

L'inflation se manifeste par une augmentation générale et durable des prix des biens et services qui se traduit par une perte de pouvoir d'achat des ménages. L'indicateur généralement utilisé pour la mesurer est l'indice des prix à la consommation. L'inflation résulte donc d'un déséquilibre entre l'offre et la demande de biens et services sur un marché et l'on comprend bien que l'évolution du niveau général des prix n'est qu'un indicateur permettant de la mesurer.

Au-delà de cette définition, on note ainsi que ce qui est plus significatif c'est le déséquilibre entre l'offre et la demande. Or ce que l'on constate aujourd'hui via les interrogations sur les injections massives de liquidités c'est plutôt la référence à une cause historique de l'inflation qui est ancrée dans l'inconscient collectif à savoir une quantité excessive de monnaie dans l'économie (ou une vitesse de circulation accélérée de cette monnaie ce qui revient au même). Les économistes se réfèrent en général à la formidable hausse des prix en Allemagne en 1923 (République de Weimar durant laquelle les taux d'inflation ont dépassé les 5000 % l'an) qui illustre parfaitement les éléments constitutifs d'une hyperinflation, éléments que nous pouvons lister pour les apprécier à l'aune de la situation actuelle de nos économies

- un niveau d'endettement du pays et un service de la dette écrasant,
- une pression spéculative sur le cours de la devise,
- la perte de confiance dans la monnaie fiduciaire d'où une circulation accélérée de la monnaie et l'apparition de monnaies de substitution (« la mauvaise monnaie chasse la bonne »),
- l'indexation des salaires ouvriers et des classes moyennes sur les prix.





On voit qu'aujourd'hui certains de ces paramètres peuvent apparaître d'actualité mais qu'on n'est pas vraiment dans un contexte économique similaire. C'est pourquoi tous les rapprochements avec les crises antérieures peuvent se révéler rapidement inopérants. La crise actuelle n'est pas celle de 1929, pas plus que celle de 1945, ou celle de 2008, etc... Elle a comme « originalité » de mêler une crise sanitaire de dimension mondiale qui a mis les économies en « pause » sans destruction de capital physique, à une crise financière sous-jacente qui n'attendait qu'une étincelle pour allumer la mèche qui ferait éclater la bulle financière. En ce sens les banques centrales qui ont maintenu longtemps leurs politiques monétaires « accommodantes » peuvent apparaître comme des pompiers pyromanes. Mais elles ont retenu les leçons de l'histoire et notamment de la crise de 1929 et sont prêtes à tout faire (le fameux « whatever it takes ») pour éviter un effondrement des marchés financiers qui se propagerait à l'économie réelle via une contagion du crédit (crédit crunch) conduisant à la déflation et à la récession. Les banques centrales ont compris qu'une injection de liquidités massive ne crée pas de richesse mais peut éviter des faillites en série à commencer par le niveau du secteur bancaire et donc éviter de la destruction de capital car, tout autant qu'une guerre, une récession qui s'accompagne de faillites est destructrice de capital. Il faut donc agir vite et fort, c'est ce qui a été fait : 5000 milliards de \$ pour les pays du G20, 150 milliards par jour injectés par la FED, 750 milliards par la BCE, 720 milliards par les budgets des pays de la zone euro. Les sommes annoncées représentant près de 20 % du PIB mondial donnent le vertige sans qu'on puisse discerner ce qui est prêts à court terme, dépenses définitives ou opérations dites de « repo » donc sans que l'on puisse identifier qui paiera quoi. Mais il fallait annoncer des chiffres qui frappent l'opinion.

La dernière manifestation est le recours à ce que la plupart des économistes considéraient comme farfelu il y a quelques mois et qui aujourd'hui est devenu la doxa, la théorie de « l'hélicoptère monnaie ». Dans ce schéma, plus d'intermédiation bancaire mais des interventions directes qui alimentent entreprises et particuliers afin de soutenir la demande par une injection de liquidités totalement monétisée par les banques centrales. La FED, la BCE, la Banque of England et même la P. Bank of China sont désormais convaincues de l'efficacité de ce schéma iconoclaste.

On comprend dans ces conditions que les ingrédients d'une forte inflation voire d'une hyperinflation sont réunis.



## **La question est donc « faut-il craindre ce retour de l'inflation et si oui quelles en seraient les conséquences » ?**

Nous vivons depuis plusieurs années dans un monde sans inflation avec le paradoxe d'une action des banques centrales, dont la mission est de lutter contre cette inflation, faisant tout pour la réveiller sur la dernière décennie. En effet trop d'inflation est nuisible car faussant les anticipations économiques et privilégiant les activités spéculatives au détriment des activités productives mais trop peu d'inflation est également nuisible. En effet une inflation modérée permet une allocation des ressources économiques de manière plus rationnelle grâce à une adaptation de la structure des prix et des salaires et permet une redistribution entre les agents économiques, entre ceux qui investissent et ceux qui détiennent du capital. Enfin elle facilite la politique monétaire en permettant aux taux d'intérêt de jouer leur rôle incitatif. D'où cette illusion des banques centrales d'avoir jugulé l'inflation (le fameux objectif inférieur à 2%) mais incapables aujourd'hui de la faire remonter. En effet ce qui a réduit l'inflation ça n'est pas la politique monétaire c'est la formidable pression sur les prix du pétrole à partir de 2008 du fait de l'émergence du pétrole de schiste américain conjuguée à la pression sur les prix des produits manufacturés impulsée par « l'atelier chinois ».



On comprend qu'aujourd'hui deux arguments militent en sens inverse concernant ce retour de l'inflation :

- Les prix du pétrole se sont effondrés mais est-ce une tendance durable. S'ils repartaient très fort à la hausse nous aurions à coup sûr une inflation importée ;
- Les prix des produits chinois continueront à peser sur les prix mais le phénomène général de relocalisation se traduira inévitablement par une forte hausse des prix de production dans tous les secteurs considérés comme stratégiques par les pays consommateurs : la santé, l'agroalimentaire, l'industrie militaire et spatiale, les nouvelles technologies du numérique, etc...où il suffit qu'un maillon de la chaîne soit contrôlé par l'industrie chinoise pour que la chaîne de valeur se bloque. Une illustration triviale a été donnée par le débat sur les masques chinois. Nous avons un système de santé très sophistiqué mais sans masques - pourtant produit à faible valeur ajoutée- il est inopérant. Idem pour l'industrie automobile ou aéronautique. Il n'y a guère que l'industrie textile qui pourra continuer à jouer la carte de la mondialisation. Un secteur où la relocalisation conjuguée à l'évolution sociétale pourra jouer fortement sur les hausses de prix c'est celui des produits agricoles. Les agriculteurs vont au sortir de la crise prendre conscience qu'ils détiennent une rente et qu'ils peuvent l'exploiter en s'affranchissant des circuits de distribution qui se sont depuis 50 ans accaparés cette rente.

### **Dans ces conditions une hausse des prix et donc de l'inflation n'est-elle pas une conséquence inéluctable ?**

Rien n'est moins sûr. Car il y a un autre facteur qui entre en compte c'est, outre le facteur psychologique d'anticipation par les agents économiques, la pression que peuvent exercer les consommateurs pour aligner la progression de leur pouvoir d'achat sur l'évolution des prix et enclencher ainsi une spirale inflationniste. Or on l'a vu très clairement avec la situation de plein emploi que nous venons de vivre aux Etats-Unis avant la crise sanitaire, les salariés ne sont pas en position de force. Le haut niveau de chômage au sortir de la crise que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe va exercer encore plus fortement une pression sur les salaires creusant encore plus les inégalités avec les risques sociaux que cela comporte. Mais il maintiendra le couvercle sur la marmite inflationniste.

Un autre argument est cependant invoqué en faveur d'un retour de l'inflation c'est celui du poids insupportable de la dette pour bon nombre d'Etats. C'est la question « qui va payer l'addition » ? Face à cette dette il y a trois façons de s'en sortir :

- Annuler la dette : la BCE pourrait annuler la dette des Etats qu'elle a en portefeuille ou la transformer en dette perpétuelle. Cela suppose un consensus qui sera certes difficile à réunir même si l'Allemagne a déjà avalé beaucoup de couleuvres...Mais l'idée des « coronabonds » va un peu dans ce sens en mutualisant les dettes publiques et sauvant ainsi le système européen d'un éclatement qui résulterait d'un défaut (de l'Italie par exemple).
- Lever un impôt exceptionnel à l'image de ce qui s'est souvent pratiqué après les guerres. Mais ce ne pourrait être qu'un impôt sur le capital avec la difficulté de taxer autant le capital financier, délocalisable, que le capital immobilier.
- Laisser l'inflation faire « le job » en procédant à ce que Keynes appelait « l'euthanasie des rentiers », notion qui a été interprétée comme un anéantissement du capital détenu sous forme de rente au profit du capital économique productif, interprétation trop restrictive mais qui aujourd'hui prend tout son sens.

En ce sens l'inflation serait une manière de « remettre les compteurs à zéro » en effaçant en douceur les créances sur l'Etat. La difficulté est qu'aujourd'hui, plus qu'à l'époque de Keynes, les économies sont ouvertes, que la dette publique est détenue à plus de 50 % par des investisseurs non-nationaux et que la rente est plus le résultat d'un capital financier facilement délocalisable que d'un capital sous forme de bons du Trésor à taux fixes ! Les rentes pourraient par divers systèmes financiers « s'accrocher » à l'inflation et se maintenir alors que, dans le même temps, tous les effets pervers de l'inflation seraient à l'œuvre, avec par exemple une forte augmentation des taux d'intérêt et un creusement des inégalités sociales.

On le voit la question de l'inflation est une question complexe qui va se poser non pas à court terme mais à moyen terme. Elle peut sembler apporter une réponse simple au surendettement des Etats mais en fait l'inflation ne se décrète pas. Elle risque en revanche de faire irruption dans nos économies pour les raisons évoquées plus haut et de perturber encore plus le redémarrage attendu avec une dégradation du pouvoir d'achat des ménages et une constitution d'épargne stérile (or, œuvres d'art...). L'idée qu'il faudra bien un jour payer la facture des dépenses budgétaires engagées aujourd'hui va clairement dans le sens d'une accélération de l'inflation. Pour finir sur une note positive, parions cependant que les Etats et la BCE réussiront au moins dans la zone euro à mettre en place des mécanismes plus « softs » afin d'éviter que le remède ne soit pas pire que le mal.

## Comment anticiper et estimer les risques d'une hausse de l'inflation ?

L'inflation peut être anticipée à partir des statistiques et prévisions publiées en Europe par Eurostat et la BCE par exemple sans négliger la difficulté d'interprétation de ces statistiques qui tient au fait

- qu'il n'y a pas une inflation mais plusieurs, chaque pays ayant ses particularismes en ce domaine. Par ailleurs au sein de la zone euro l'ajustement des déséquilibres ne pouvant plus se faire par le taux de change il se fait par les salaires et par les prix. Tout le monde a encore en mémoire l'ajustement traumatisant de la Grèce dans les dernières années.
- qu'il n'y a pas une mesure générale des prix mais plusieurs : les prix de l'énergie, ceux des biens manufacturés, ceux des produits alimentaires, etc...L'inflation « moyenne » ne reflète pas toujours le ressenti des ménages confrontés aux hausses de prix. C'est pourtant ce que tentent les instituts statistiques avec la mesure de « l'inflation sous-jacente » (l'inflation dépouillée de certains indices parasites comme celui de l'énergie) ou « inflation core ». Utiles pour la politique monétaire ces indices (l'IPCH en Europe) apparaissent souvent abscons aux agents économiques. Un autre indicateur peut être utilisé avec toutes les précautions là aussi, il s'agit du point mort d'inflation. Celui-ci reflète le sentiment du marché (donc a priori un sentiment « éclairé ») sur l'inflation anticipée. Il est conçu comme étant la différence entre le rendement nominal d'un titre obligataire et le rendement d'un titre de même maturité indexé sur l'inflation. En France on comparera ainsi le rendement de l'OAT 10 ans par exemple avec celui de l'OATi de même échéance. Grâce au calcul du "point mort d'inflation", les marchés indiquent à tout moment leur anticipation ce qui peut constituer un indicateur pour les agents économiques.

---

On le voit l'investisseur doit en permanence avoir un œil sur les anticipations d'inflation, faire la part entre les tendances de long terme et les bruits parasites et en fonction de cela arbitrer au sein de ses actifs. Cette anticipation doit conduire à une répartition entre immobilier (ou assimilé), actions et obligations qui lui assure le meilleur couple rendement / risque. De ce point de vue la partie obligataire sera extrêmement sensible à une hausse de l'inflation. Si une hausse de l'inflation se traduit par une hausse des taux on comprend que la valeur de marché des obligations émises antérieurement aura tendance à baisser. L'investisseur devra alors arbitrer entre actions dont la valeur peut « suivre » l'inflation et obligations qui peuvent en souffrir. Mais il faut prendre en compte le risque de perte en capital, plus marqué naturellement pour les actions que pour les obligations d'où l'attrait parfois incompréhensif pour des emprunts d'Etat à rendement négatif (exemple du Bund allemand) mais protégés en capital. L'investisseur devra face à l'inflation réduire son exposition à des produits à taux fixes et se tourner vers des obligations à taux variables ou vers des obligations convertibles. Une protection consistera également à monter dans l'échelle de qualité des titres (la hausse des taux pouvant amener des défaillances d'émetteurs) et raccourcir les horizons d'investissement en privilégiant les obligations les plus courtes.

La question qui se pose donc aux investisseurs face à cette problématique de l'inflation est de trouver les outils d'anticipation et ensuite de prendre les décisions les plus éclairées possibles pour arbitrer au sein de leurs actifs.

---

Gérard Mazziotta Mai 2020

