



Les banques centrales à l'épreuve de la remontée de l'inflation : épisode 1

Indice	Niveau	Performance	
		Semaine	2021
MSCI Europe NR €	260,22	1,22%	10,31%
S&P 500 \$	4 128,80	2,71%	9,92%
Nasdaq Composite \$	13 900,19	3,12%	7,85%
Dow Jones \$	33 800,60	1,95%	10,44%
Nikkei ¥	29 768,06	-0,29%	8,47%
MSCI EM Net \$	645,36	-0,56%	3,40%
China A Shares (CNY)	3 616,86	-0,97%	-0,65%
Euro / Dollar	1,1899	1,19%	-2,67%
Gold \$	1743,88	0,87%	-7,94%
Brent Oil \$	62,95	-2,94%	21,85%

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2021
10 ans Allemand	-0,30%	3 bps	27 bps
30 ans Allemand	0,24%	2 bps	40 bps
10 ans US	1,66%	-6 bps	75 bps
30 ans US	2,33%	-3 bps	68 bps
10 ans Italie	0,73%	10 bps	18 bps
Xover TR - Spread	246,02	1 bps	4 bps
10 ans France	-0,04%	4 bps	29 bps
Taux réel 10 ans US	-0,67%	-2 bps	42 bps
US Breakeven 10 ans	2,33%	-5 bps	34 bps
France Breakeven 9 ans	1,30%	4 bps	44 bps

Ainsi que nous l'avons écrit à plusieurs reprises, l'inflation va passer dans les prochains mois par **une phase de hausse au-delà de l'objectif des 2%**. La hausse des taux longs depuis fin 2020, qui a représenté un risque pour les marchés et qui s'est accompagnée de réallocations sectorielles significatives, reflète en partie ces anticipations. En partie ? Totalemment diront certains si l'on en croit la réaction du taux 10 ans américain, qui finit la journée d'hier en baisse de 4 bps à 1,63%. Et puis le NASDAQ reprend des couleurs par rapport au Dow Jones. Tout rentrerait dans l'ordre ! Nous pensons plutôt que nombre d'investisseurs s'inquiétaient de chiffres d'inflation encore plus élevés. **La hausse observée traduirait à ce stade un simple rattrapage de début 2020 (effet de base), mais pas le début d'un dérapage. Ouf !**

De notre côté, sans être alarmistes, nous restons sur nos gardes en rappelant que la hausse des chiffres d'inflation, pour transitoire qu'elle soit, n'en est qu'à ses débuts. Et, si les taux 10 ans américains rebaissent un peu trop, nous n'hésiterons pas à réduire notre exposition. Par ailleurs, nous pensons qu'il est opportun d'investir sur des actifs susceptibles de profiter d'un environnement dit de « reflation ». Le facteur « value », représentant des sociétés avec des multiples de valorisation moins élevés, de sociétés dans des secteurs tels que l'automobile ou l'énergie, est mieux à même de bénéficier de cet environnement que les technologiques.

Les tensions inflationnistes sont manifestes aux Etats-Unis.

Le taux d'inflation des USA progresse nettement en mars, mais de seulement 0,1 point de plus que prévu. Pour l'instant, on observe juste l'effet de base créé par la période de déflation de l'an dernier. Cela devrait continuer et dans des proportions plus importantes en avril. Le CPI de mars progresse de 0,6% sur le mois (contre 0,5% prévu) après +0,4% en février et de 2,6% sur un an (contre 2,5% prévu) après 1,7% en février. Mais la hausse moyenne sur deux ans est assez stable, +2,05% après +2,0%. La situation est identique pour l'indice hors énergie et alimentation, quoique avec des niveaux d'inflation légèrement plus bas : +0,3% sur un mois (0,2% prévu) après +0,1%, et 1,6% sur un an (1,5% prévu) après 1,3%. Sur deux ans, l'inflation "core" moyenne est inchangée à 1,85%. Sur les trois derniers mois, l'inflation, toujours mesurée par l'indice des prix à la consommation, a été essentiellement tirée par les prix de

l'énergie, ils progressent de presque 13%, contre +0,4% pour l'alimentaire et +0,4% aussi pour l'ensemble des autres postes.

En avril l'effet de base sera encore plus soutenu, à 1,2 point pour l'inflation totale et 0,7 point sur l'inflation sous-jacente, ce qui devrait porter ces deux taux d'inflation à 3,8% et 2,3% respectivement. Techniquement, **le pic des taux d'inflation devrait être atteint en mai**, avec encore 0,2 d'effet de base supplémentaire. En effet, l'an dernier l'indice des prix CVS avait reculé de 1,3% entre février et mai au lieu de progresser d'un demi-point selon la hausse tendancielle normale.

Plus que l'indice des prix à la consommation, la Fed regarde le déflateur des dépenses de consommation des ménages. Celui-ci, parce qu'il incorpore les évolutions de la structure de la consommation en réaction aux variations de prix relatifs, est habituellement moins dynamique que l'IPC (en moyenne sur les 10 dernières années de 0,22 point pour l'indice total et de 0,30 pour l'indice sous-jacent). Pourtant, les deux mesures se sont retrouvées peu ou prou alignées en janvier et février, on verra ce qu'il en est pour mars dans 2 semaines. **Pour l'instant, l'inflation ne préoccupe pas la Fed, il pourrait en aller autrement des marchés.**

En effet, il ne faudrait pas négliger **les tensions inflationnistes qui s'accumulent en amont.** L'indice des prix à la production affiche une hausse annuelle de 4,2% en mars, la plus élevée depuis octobre 2011, contre 0,8% seulement il y a trois mois. L'effet de base n'explique pas tout, puisque **les prix à la production ont augmenté de 2,8% en 3 mois.** L'énergie joue un rôle important, mais c'est loin d'être le seul facteur, il n'est même pas prépondérant. **L'indice hors énergie et alimentation progresse de 2,1% sur 3 mois**, ce qui a fait passer le glissement annuel de 1,2% en décembre dernier à 3,1% en mars, son plus haut niveau en plus de 10 ans. Les tensions qui s'accumulent au sein de l'appareil de production vont forcément se répercuter sur les prix à la consommation dans les tout prochains mois, surtout si la demande est forte.

Il faut donc souligner **un risque économique plus important**, pour la Fed et pour les marchés. Il est probable que **la réouverture quasi complète de l'économie, combinée aux plans de relance et à l'épargne accumulée** et disponible, conduite à des tensions inflationnistes nouvelles qui s'ajoutent à ces effets de base. Un chiffre peut illustrer l'ampleur des plans d'aide aux

USA : le déficit fédéral américain pour le premier semestre fiscal (octobre 20 à mars 21) atteint 1706 mds de dollars contre 743 mds sur l'exercice précédent ; les dépenses affichent une hausse de 1063 mds, tandis les recettes augmentent de 100 mds (elles avaient commencé à souffrir dès mars l'an dernier).

Qu'en est-il ailleurs ?

Nous reviendrons ultérieurement sur la situation en zone euro dont nous avons déjà parlé le mois dernier. Ailleurs, **on voit l'inflation progresser dans certains pays émergents** : au Brésil par exemple elle a gagné 1 point en mars à 6,2% et en Russie 0,6 point en deux mois à 5,8%, sans que les effets de base puissent expliquer l'ampleur de ces mouvements. La Turquie où la monnaie s'effondre et l'inflation galope (+16,2% en mars) est un cas à part.

Certains pays ne présentent pas ces mêmes tensions inflationnistes. C'est le cas du Japon, qui reste embourbé dans sa déflation. L'indice des prix à la consommation pour la région de Tokyo affiche un glissement annuel négatif pour le 6^{ème} mois d'affilée en mars (c'est un excellent indicateur avancé de l'inflation nationale, pas encore disponible, et qui est en ce moment plus faible de 0,1 point). **En Corée du Sud** aussi l'inflation reste contenue, +1,5% pour les prix à la consommation et +2,0% pour ceux à la production, dans les deux cas l'énergie et l'effet de base expliquent les tensions récentes modérées. En Inde où l'inflation semble élevée (+5,5% en mars), l'accélération récente est entièrement due à un effet de base, la tendance sous-jacente serait plutôt à la baisse.

La Chine est également un cas singulier, selon l'indice des prix à la consommation **l'inflation reste quasi-nulle en ce début d'année.** Mais l'analyse doit être faite avec prudence. L'épidémie de peste porcine avait décimé les élevages chinois il y a plus d'un an et le prix de la viande de porc s'était envolé poussant l'inflation totale au-dessus de 5% en janvier et février 2020. C'est donc, là aussi, **un effet de base qui explique l'inflation négative** sur les deux premiers mois de l'année 2021. En mars, les prix affichent une hausse de 0,4% sur un an, encore très modeste, ainsi qu'une baisse sur le mois (-0,5%) ce qui est habituel une fois le nouvel an passé. On peut ignorer l'effet de base en regardant la variation moyenne sur deux ans, or elle revient de 2,55%-2,5% en janvier et février à 2,35% en mars. Il faut dire que la demande interne n'exerce aucune pression

inflationniste sur les prix à la consommation, car les revenus des ménages chinois n'ont pas bénéficié des mesures d'aide mises en place en Europe et, a fortiori, aux Etats-Unis.

En revanche **on voit monter les tensions inflationnistes sur les prix à la production chinois.** Leur variation annuelle est passée de négative (-0,4%) en décembre à +4,4% en mars, alors que l'effet de base ne peut en expliquer, au grand maximum, qu'un point. C'est la demande étrangère qui crée ces tensions inflationnistes dans l'appareil de production chinois, ce sont donc les prix à l'importation dans les autres pays, c'est-à-dire **les consommateurs étrangers, occidentaux en particulier, qui auront à subir *in fine* l'essentiel de la pression haussière sur les prix.**

A surveiller cette semaine

L'indicateur d'activité qui dominera la semaine sera **le PIB de la Chine pour le T1, dont** la publication est permise par la mise à disposition des chiffres de ventes au détail et de production industrielle pour le mois de mars. Ces deux derniers indicateurs seront également disponibles pour les Etats-Unis, ainsi que les ventes au détail. Il conviendra évidemment d'interpréter tous ces chiffres de mars avec précautions, puisque la variation annuelle sera calculée par rapport à une base affectée par le début de la pandémie.

Le calendrier économique de la semaine suivante s'annonce assez calme, sauf au Royaume-Uni, du moins jusqu'à vendredi. En effet, le 23 avril doivent être publiées **les premières estimations flash des PMI d'avril.** La veille, jeudi 22, se tiendra une **réunion du conseil de la BCE** à l'issue de laquelle on pourrait **demander des comptes à la BCE.** D'abord **au sujet de l'accélération des achats** de titres dans le cadre du PEPP, sur les 4 dernières semaines leur moyenne hebdomadaire se monte à 19,8 mds, contre 18,0 mds au cours des 4 semaines précédant l'annonce, soit **à peine +10%**, (la hausse est sensible si l'on tient compte des remboursements, mais ceux-ci devraient être lissés). Ensuite, **sur la fameuse flexibilité**, tant vantée par C. Lagarde, mais dont on ne voit guère de traces.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 13/04/21 à 19h00*