

Flash Stratégie Actions

Que privilégier en cas de reprise graduelle de l'inflation?

Lundi 20 Juillet 2020

Sylvain Goyon, CFA - Stratégiste

sylvain.goyon@oddo-bhf.com

+33 (0)1 55 35 42 61

-

<https://www.oddosecurities.com>

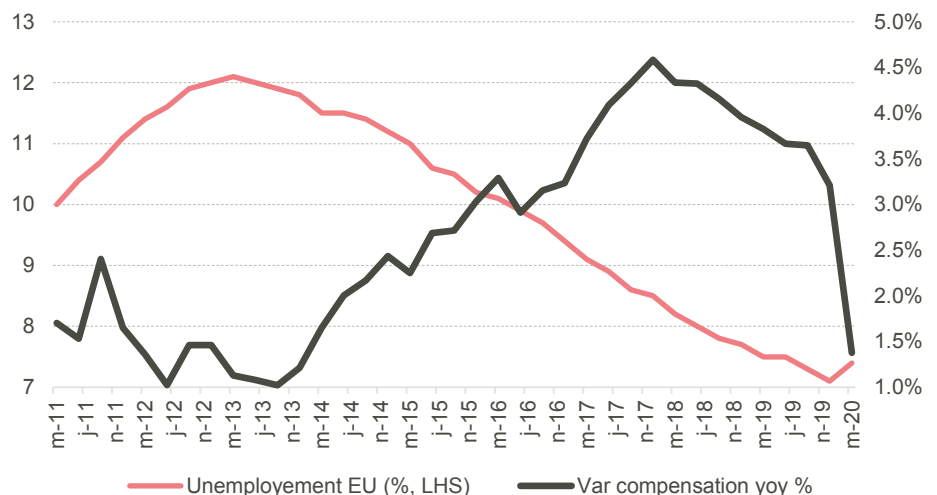
Parler d'un retour de l'inflation peut sembler hors sujet tant les pressions baissières sur les prix sont nombreuses (chômage, matières premières). Pourtant les swaps d'inflation se redressent. Il faut peut-être y voir les effets de plusieurs tendances de long terme (vieillesse de la population, dé-globalisation,..) conjuguées à des effets de base sur les matières premières. Si ce retour sera probablement graduel, il va impliquer une adaptation des portefeuilles. La value (banques) et les matières premières (minières) devraient en bénéficier, surtout si l'Europe parvient à s'entendre sur son plan de relance.

Vers une reprise graduelle de l'inflation en 2021 ?

Si l'on exclut l'évidente inflation des actifs risqués résultant de la création monétaire, parler de hausse des prix peut sembler aujourd'hui une bien étrange idée. En effet, les conséquences de la crise sanitaire se conjuguent pour exercer une pression baissière sur les prix.

Le chômage augmente (9.2% attendus par nos économistes vs 7.6% en 2019), ce qui ne favorise pas les hausses de salaire (principal canal de transmission de l'inflation au prix des biens et services),

Evolution du chômage euro zone et glissement annuel des salaires

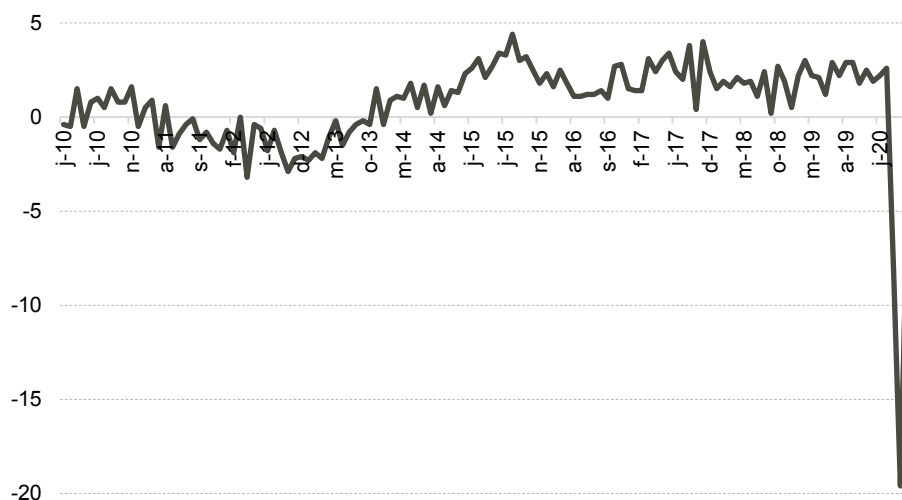


Sources : ODDO BHF Securities, Eurostat

Avec le recul des ventes de détail, les stocks ont tendance à gonfler.



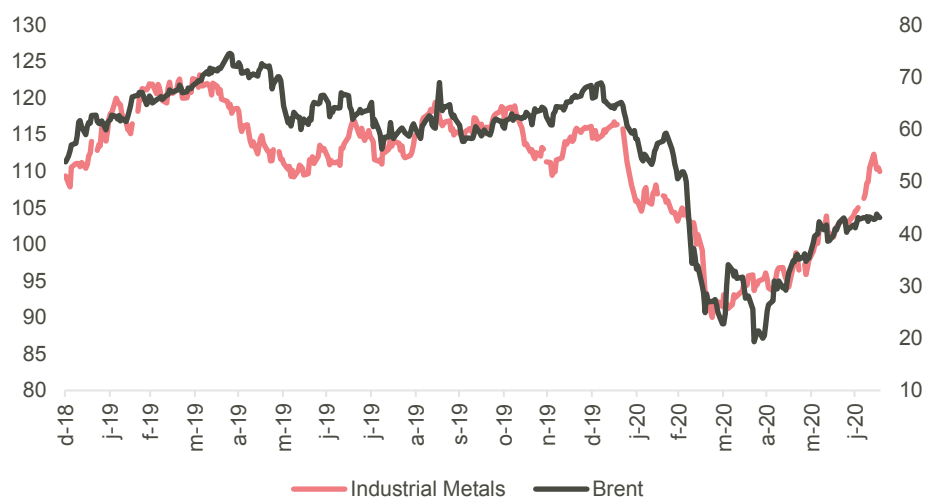
Evolution des ventes de détail Euro-Zone (% , G.A)



Sources : Bloomberg, Eurostat

Et enfin le prix des matières premières est en moyenne bien inférieur à ce qu'il était il y a un an.

Prix du pétrole , métaux industriels



Source : Bloomberg

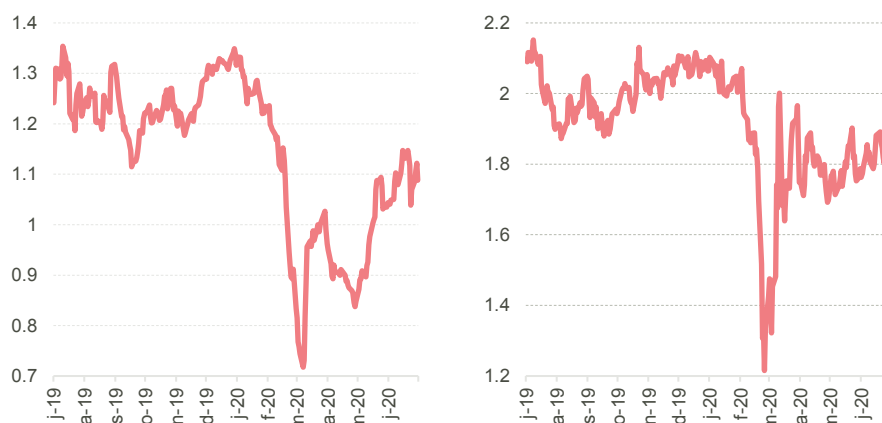
Bref la messe est dite et nos économistes attendent d'ailleurs un recul de 40 pb pour l'année en cours (0.8% vs 1.2% en 2019e).

Pourquoi alors s'embarrasser avec cette question alors que le danger semble être, à ce stade de nature déflationniste ? Tout simplement parce que plusieurs éléments militent pour un retour graduel de l'inflation dès l'an prochain. Et ceci nous intéresse car ce retour, s'il était avéré, ne manquera pas d'avoir des répercussions sur les marchés actions, notamment en termes de style de gestion.

L'examen des anticipations d'inflation, via les swaps d'inflation, envoie, un signal similaire de part et d'autre de l'Atlantique.



Swaps d'inflation 5 ans dans 5 ans (Europe droite, Etats-Unis gauche)

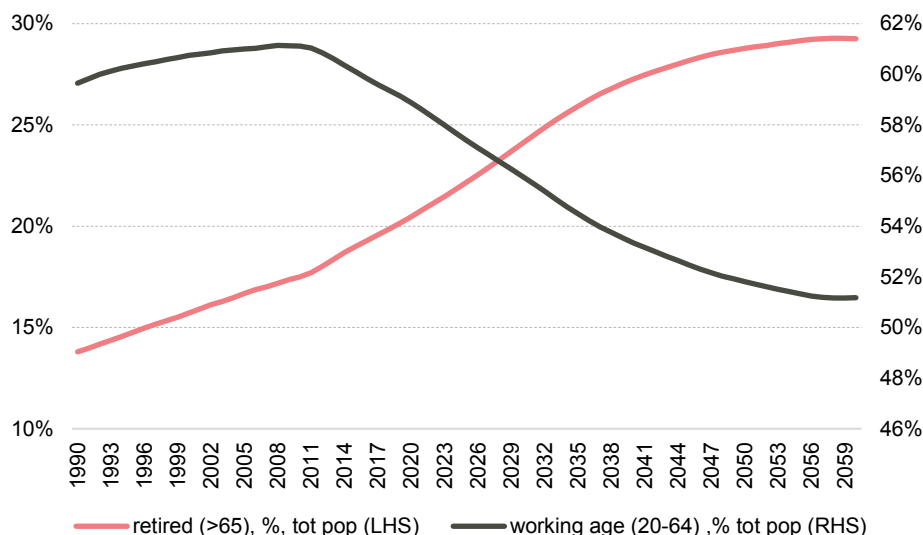


Source : Bloomberg

De fait, il faut reconnaître que plusieurs tendances de long terme se conjuguent pour alimenter une hausse des prix graduelle dans les années à venir. Nous en entrevoyons cinq.

1. **Le vieillissement de la population.** Ce dernier s'observe d'ailleurs mondialement et pas seulement en Europe. Il alimente la population de retraités, qui croît plus vite que la population active. Or les retraités sont par définition des consommateurs « purs » et contribuent à la hausse de la demande de biens de consommation... Ironiquement la politique monétaire actuellement suivie renforce cette tendance à la consommation puisque l'épargne n'est plus rémunérée.

Vieillesse de la population(EU-28) une tendance lourde (>65 ans et 20-64 ans en % de la population totale)

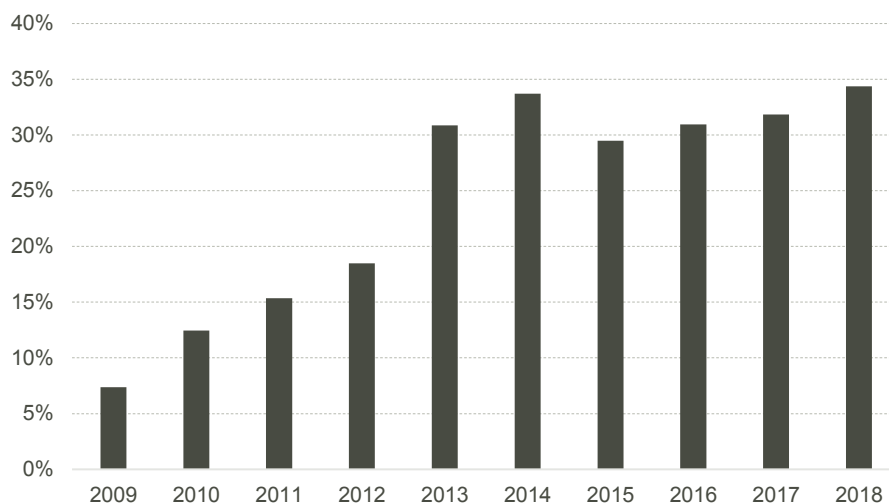


Sources : ODDO BHF Securities, OECD Stats

2. **Le processus de rapatriement, total ou partiel, des chaînes de valeur a été placé sous le feu des projecteurs par la crise sanitaire. Globalement, ce mouvement entraîne un renchérissement des coûts de production lié au différentiel de coûts salariaux unitaires, 70% plus élevés au sein des économies de la zone euro.** Il apparaît désormais dangereux de dépendre de zones éloignées pour la fourniture de composants essentiels. Mais l'actualité a occulté le fait que ce processus était déjà à l'œuvre depuis plusieurs années. La proportion des importations affectées par des barrières tarifaires et non tarifaires, n'a cessé de croître ces dernières années au niveau mondial pour passer de 7.4% en 2009 à 34% en 2018. Toutefois ce processus de diffusion de hausse des prix sera graduel...



Proportions des importations affectées par des restrictions commerciales au niveau mondial (en % du total)



Sources : ODDO BHF Securities, Global Trade Alert

3. **Une nouvelle organisation du travail pourrait subsister post crise du COVID-19, au moins tant qu'un vaccin ou traitement efficace ne soit disponible et largement diffusé au niveau mondial.** Les différentes mesures mises en place en termes de distanciation sociale, organisation du travail entraînent une baisse de la productivité horaire et donc une hausse du coût unitaire de production. Il est difficile de penser que les entreprises ne cherchent pas à compenser l'érosion des marges qui en résultera par une augmentation de leur prix de vente.
4. **L'application « grandeur nature » d'éléments liés à la « Modern Monetary Theory » va susciter des revendications salariales. Ces dernières existent déjà,** notamment pour les professions ayant joué un rôle de premier plan pendant la période la plus stricte du confinement. A titre d'illustration un grand nombre d'entre elles ont été satisfaites en France pour les soignants (7 Md€), distribution alimentaire, etc...

Parallèlement à cette tendance, il faut également prendre en compte les effets de la politique monétaire exceptionnelle actuellement menée. A défaut de pousser l'inflation à un niveau proche de la cible de 2% les effets sur l'inflation des actifs risqués et de l'immobilier ont tendance à privilégier les quintiles les plus aisés de la population. Cet aspect est particulièrement prégnant aux Etats-Unis et alimente en cette période pré-électorale le débat sur le niveau du salaire minimum fédéral. Donald Trump ET Joe Biden se sont saisis du sujet et plaident tous les deux pour une hausse significative (15 \$ de l'heure)¹.

5. **Le développement des énergies « vertes », en substitution des énergies fossiles, va provoquer une hausse du coût d'approvisionnement.** Par nature l'intermittence de la production durable est en effet plus coûteuse. L'essor de la production de pétrole non conventionnel a été un moteur de désinflation puissant. L'abandon progressif de ce dernier et plus basiquement, les prix historiquement bas atteints par les matières premières au S1 2020 militent pour la constitution d'un effet de base positif au S1 2021e (voire dès le S2 2020e) qui sera perceptible dans l'inflation globale.

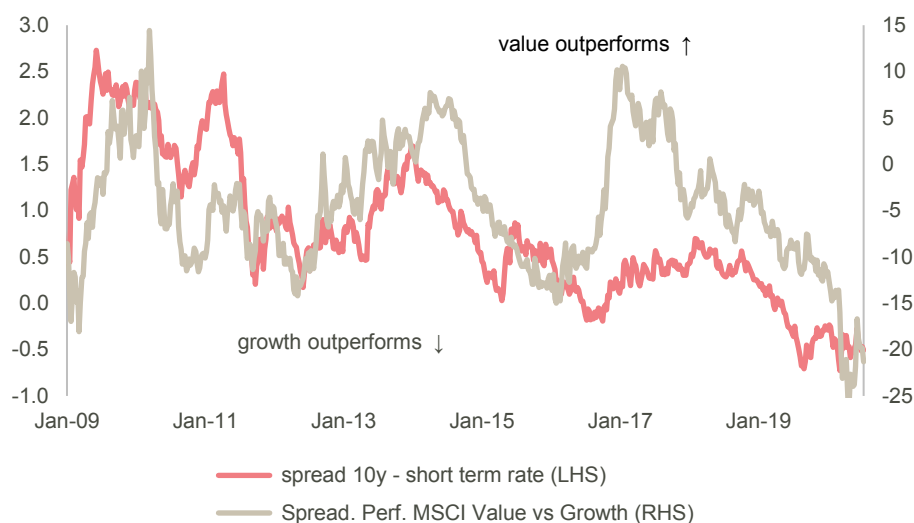
Ces facteurs, à l'exclusion des effets de base sur les matières premières, présentent une forte inertie et il n'y a aucune raison de penser que leurs trajectoires puissent connaître une inflexion à court terme. Les investisseurs sont donc fondés à penser que l'inflation puisse être un sujet à prendre en considération dans leur stratégie d'investissement. Quelles conséquences en attendre ?

En termes de style de gestion, une hausse de l'inflation est en théorie synonyme de préférence pour la value, via la hausse des taux qu'elle est supposée engendrer. Cette dernière affecte naturellement les secteurs et valeurs affichant les valeurs terminales les plus élevées. En d'autres termes, elle équivaut à une vente de duration. Historiquement, on observe bien une surperformance de la value lorsque la courbe des taux se pentifie.

¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-06-21/trump-says-he-s-weighing-democrats-plan-for-15-minimum-wage?sref=ndTEDqb1>



Spread de performance value – growth et pente Bund – taux directeur de la BCE



Sources : ODDO BHF Securities, Thomson Reuters datastream

Evidemment, les circonstances actuelles plaident pour une action concertée des banques centrales pour le maintien de taux bas et une pentification faible. Néanmoins la possibilité de mise en œuvre du plan de relance européen de 750 Md€ à horizon 2021, au moment donc où l'inflation pourrait donner des signes de « vie », renforcerait les perspectives de croissance macro-économiques et pourrait nourrir la perspective d'un début de normalisation monétaire...

Or une croissance plus forte, qui se diffuse de façon plus homogène au sein de l'économie, contribue à réduire la dispersion des attentes de résultats. Ce faisant, elle réduit l'incitation à détenir des secteurs / valeurs à PE élevés synonymes de visibilité élevée. Le rebond mécanique de l'activité en sortie de confinement favorise ce mouvement.

Dispersion des attentes du consensus et performance croissance / value



Source : Bloomberg

Historiquement, les épisodes associés à une perspective de pérennisation et d'intégration plus poussée de l'édifice européen se traduisent par une surperformance de la value par rapport à la croissance. Cela a notamment pu être observé en 2012, à la suite de l'annonce par Mario Draghi de la totale dédication de la BCE à la survie de l'Euro « Whatever it takes »



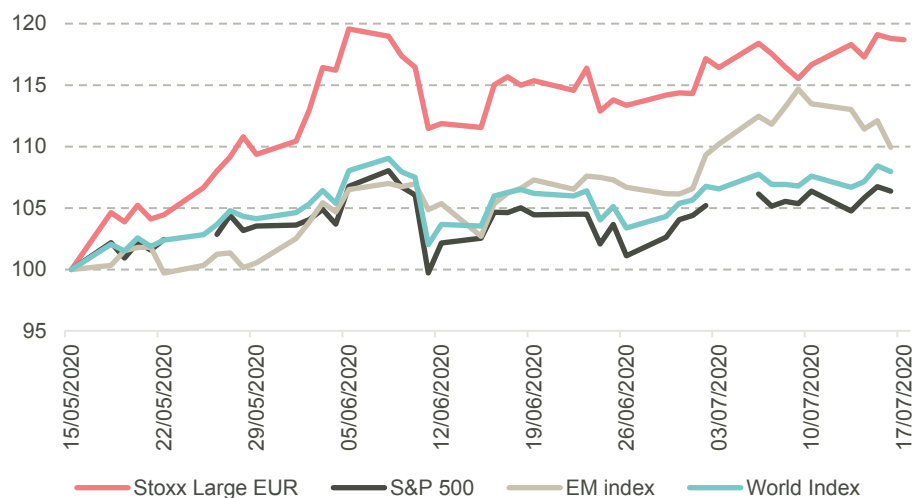
La surperformance de la value : associée à l'intégration européenne



Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

Or si les actions européennes ont nettement surperformé les indices internationaux depuis l'annonce franco-allemande du projet de plan de relance, la value est, elle, restée à la traîne.

Pour une fois l'Europe est en tête(base 100 15/5/2020 tout indices en Euro)

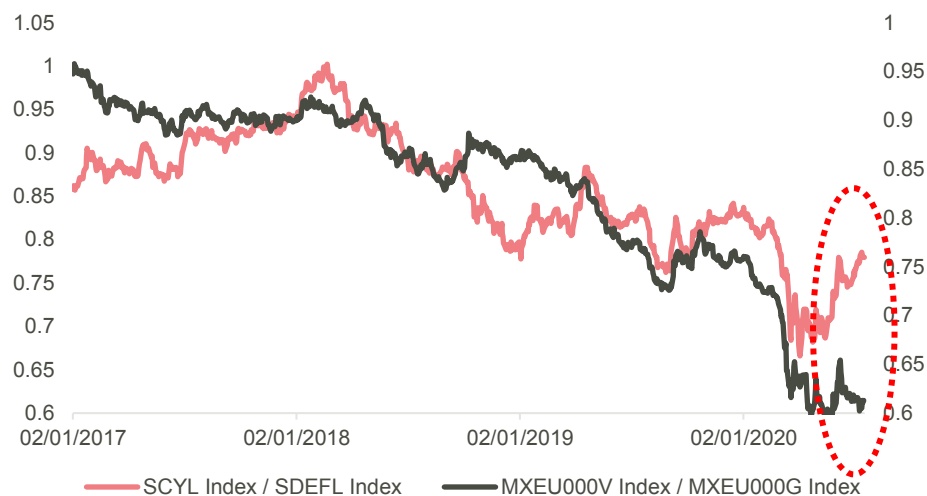


Source : Bloomberg

Ce retard est étrange à la lumière de la surperformance affichée par les valeurs cycliques par rapport aux défensives sur la même période. D'ordinaire ces couples de performance relative ont tendance à évoluer en tandem, ce qui est rationnel puisque l'un et l'autre sont sensibles aux perspectives d'amélioration du cycle...Amélioration mécaniquement inévitable, au moins par le jeu des effets de base.



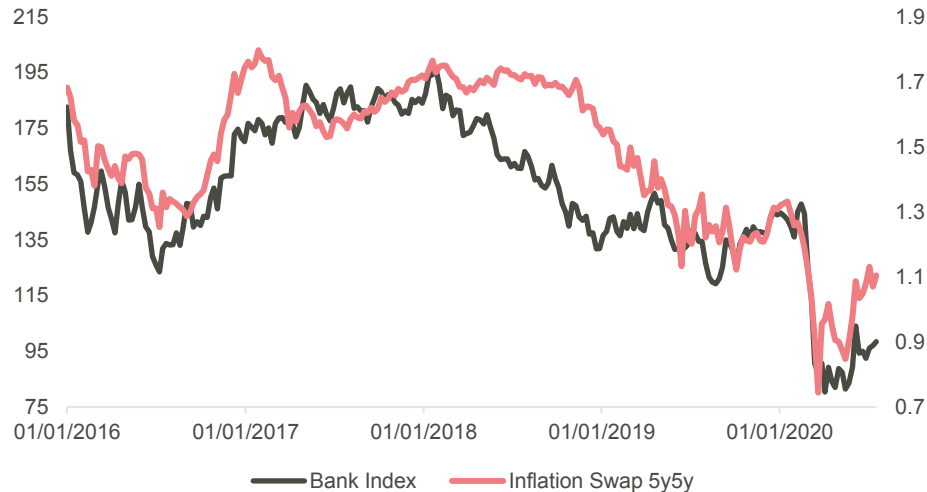
Cycliques / Défensives et Value / Croissance : l'étrange déconnection



Source : Bloomberg

Evidemment le call value européen n'est pas forcément très engageant puisqu'il implique pour l'essentiel de s'exposer aux secteurs les plus « problématiques » que sont les financières et l'automobile. Néanmoins la remontée des anticipations d'inflation, que nous soulignons plus haut, est en général associée à une performance positive du secteur financier... Cette dernière n'a pas été encore observée...

Swap d'inflation 5y5y et financières... : d'ordinaire on s'aime

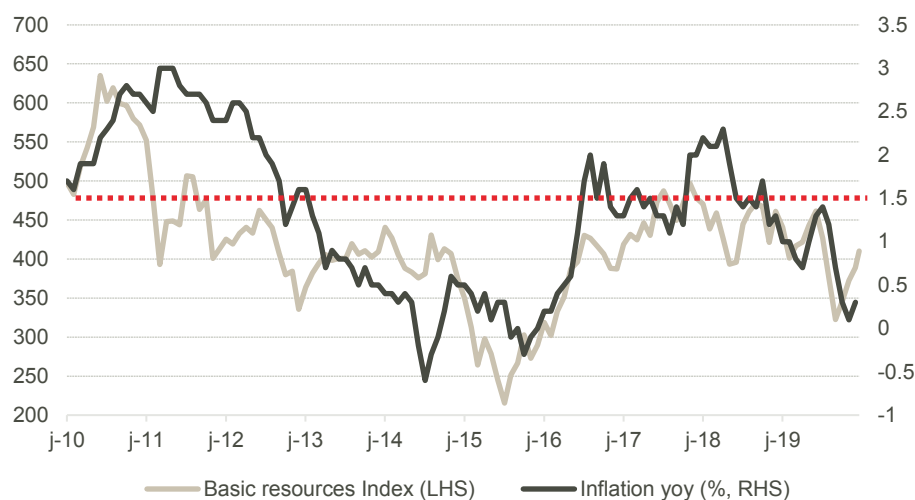


Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

Enfin, une remontée de l'inflation, dans un contexte de rebond des PMI, favorise également le secteur des matières premières (dont les utilisateurs sont des « price takers »). L'atteinte de l'objectif d'inflation de 1.6% établi par nos économistes en 2021e impliquerait un objectif de 472 pour l'indice SXPP (+15%).



Inflation et matières premières font bon ménage

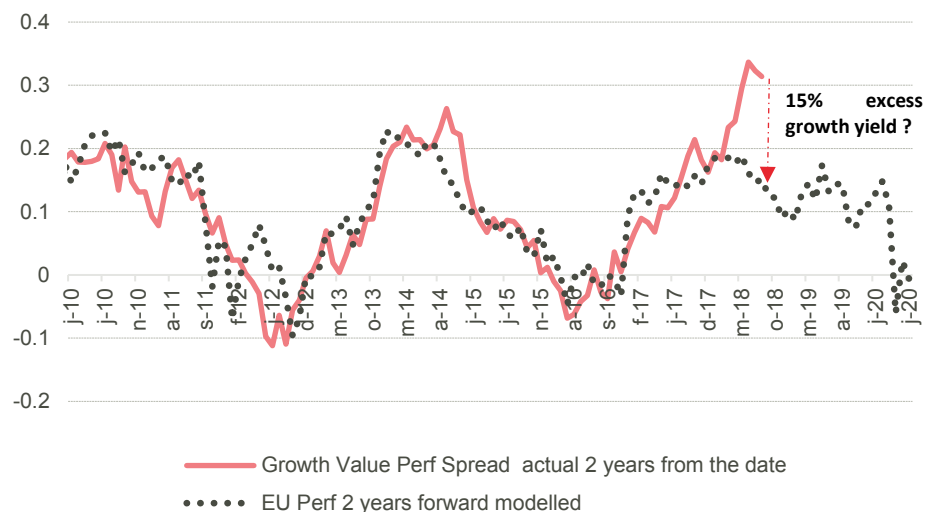


Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

Peut-on alors parler de signal « value » net ? A moyen long terme, on peut en douter car le contexte de répression financière fournit des « cartouches » abondantes aux tenants de l'assimilation des valeurs de croissance à des titres de rente attractifs dans un cadre de rendements obligataire très faibles.

En revanche, la perspective d'un retour graduel de l'inflation et la possibilité, sans doute avec une trajectoire heurtée et une lenteur typiquement européenne, d'adoption d'un plan de relance européen disposant d'une dimension fédérale plaident pour une correction de l'anomalie de rendement affichée par la croissance depuis le début de l'année. C'est d'ailleurs en substance le message de notre modèle de prédiction de l'écart de rendement à deux ans entre MSCI Growth et Value.

Performance future growth-value en Europe : vers une correction de l'anomalie de rendement de la croissance actuellement observable ?



Source : Bloomberg

C'est cette correction potentielle, qui nous paraît devoir être prise en compte dans la construction de portefeuilles incorporant une dimension plus value et cyclique que celle privilégiée au plus fort de la crise sanitaire. Evidemment un rebond hors de contrôle de l'épidémie, et un effondrement du « rêve européen » conduirait à l'abandon de cette préconisation...



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exhaustivité ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exhaustivité ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddony.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.