

Les banques centrales à l'épreuve de l'inflation

Par Thomas VEIT, Senior Portfolio Manager, Spirit Asset Management

Les dernières réunions des banques centrales étaient très attendues dans ce contexte d'inflation qui fait l'objet des principales préoccupations et discussions du marché. Pour illustrer ce propos, le mot «inflation» est apparu 2 fois plus souvent ces derniers mois dans les articles et publications relayés par Bloomberg que sur la moyenne des 10 dernières années. Quant au mot «stagflation», le multiple s'est établi à 10 fois la moyenne historique. La pression commence donc à monter sur les différentes banques centrales qui ont pour principale mission de maintenir l'inflation à des niveaux proches de 2%.

Des banques centrales sous le feu des projecteurs

Contrairement à la réaction coordonnée des politiques monétaires au niveau mondial pour répondre à la pandémie, via des baisses de taux d'intérêt et de programmes d'achat d'actifs, les banques centrales appréhendent de manière différente les pics d'inflation actuels.

Les premières à avoir réagi sont celles des pays émergents qui connaissent une inflation galopante et se doivent de garder leur crédibilité vis-à-vis des marchés et des investisseurs. Par exemple, la banque centrale brésilienne a augmenté ses taux d'intérêt directeur de 5,75% depuis le début de l'année, son homologue russe de 3,25%, ukrainienne de 2,50%...

Au niveau de la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) conserve sa politique monétaire inchangée et ne modifie pas sa *forward guidance*. Les taux d'intérêt directeurs resteront à leur niveau actuel voir inférieur jusqu'à ce que l'inflation atteigne durablement 2% à moyen terme. Le programme d'achat lié à la pandémie de 1,85 billions d'euros (*pandemic*



emergency purchase programme ou PEPP) restera en vigueur jusque fin mars 2022 au minimum, avec un rythme d'achats d'actifs nets légèrement inférieur à celui des deuxième et troisième trimestres de cette année. Christine Lagarde a bien spécifié qu'il ne s'agissait pas d'un *tapering* mais d'un «recalibrage».

La BCE continue d'argumenter sur l'effet transitoire de l'inflation en mettant en avant trois causes, qu'elle estime structurelles et non conjoncturelles. Tout d'abord, la hausse des prix de l'énergie (notamment pétrole, gaz et électricité) qu'elle juge temporaire et qui a contribué pour la moitié des 3,4% d'inflation de septembre en zone euro. Deuxièmement, les pénuries d'approvisionnement qui ont grippé les chaînes de production industrielle et mené à une réduction de l'offre dans une période de demande grandissante. Elle a admis que ces goulets d'étranglement mettront plus de temps qu'initialement prévu à se régler mais que la situation se normalisera au cours de l'année prochaine. Enfin, l'effet de base notamment dû à la hausse de la TVA allemande qui s'estompera en 2022.

Sur le sujet médiatique de la stagflation, Christine Lagarde a estimé qu'il n'y avait pas de risque de stagnation de l'économie dans les années à venir, citant en exemple les révisions de croissance supérieures aux attentes en Allemagne en 2022 grâce à une reprise de la production plus en lien avec la demande.

Les prévisions d'inflation et de croissance pour la zone euro seront revues avant la prochaine réunion de décembre. Ce dernier rendez-vous de 2021 devrait donner le tempo du début d'année sur les taux européens.

Aux États-Unis, la Fed a entamé, comme prévu, la normalisation de sa politique monétaire en commençant une légère réduction de son programme d'achat tout en laissant ses taux directeurs inchangés. Elle va diminuer dès novembre les achats mensuels de bons du Trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires (*mortgage-backed securities* ou MBS) respectivement de 10 et 5 milliards de dollars. Elle estime qu'elle continuera sur ce rythme de réduction mensuelle,

mais se donne la possibilité de changer à tout moment si la situation économique l'exigeait. Pour rappel, le programme mis en place contre la pandémie consistait en l'achat mensuel de 80 milliards de dollars de bons du Trésor et 40 milliards de MBS. La Fed anticipe donc de stopper complètement son programme d'achat d'ici 8 mois. Les taux directeurs restent inchangés après un vote à l'unanimité. Jerome Powell a mentionné le fait que les membres de la Fed pourraient être patients avant de remonter les taux. Ces derniers estiment que les facteurs qui mènent actuellement à une forte inflation sont «anticipés» comme transitoire. Les mots employés par les dirigeants des banques centrales sont choisis avec prudence, ce qui démontre une prudence plus marquée de la Fed au sujet du caractère durable de l'inflation.

Enfin, la banque centrale anglaise (Bank of England ou BOE) a surpris les marchés en laissant ses taux directeurs inchangés. Les investisseurs s'attendaient à une première remontée de taux suite au dernier discours du gouverneur Andrew Bailey mais ce dernier a mis en avant le risque de «stagflation» que pourrait amener un resserrement monétaire trop rapide. La BOE est plus préoccupée par le ralentissement de la croissance que par les risques inflationnistes.

Cela crée de la volatilité sur les marchés obligataires...

Si la Fed n'a pas surpris les marchés après les avoir bien préparés à ce début de *tapering* dès l'été, la réaction des marchés suite à la réunion de la BCE et de la BOE a été plus vive. Tout d'abord, après la réunion de la BCE, nous avons assisté à une importante hausse des taux, plus particulièrement sur les pays périphériques et sur la partie courte des courbes. L'obligation d'État italienne à 10 ans a perdu 3% en deux séances et son homologue grecque près de 4%.

Dans le même temps, nous avons assisté à une chute des anticipations d'inflation à 2 ans, 5 ans et 10 ans. Ces dernières étaient montées fortement depuis le début de l'année en atteignant quasiment la barre symbolique des 2% en Allemagne avant de redescendre sous 1,70%. Les anticipations d'évolution des taux directeurs reflétées au travers des futurs sur Euribor montrent une hausse de 30 bps à fin 2022. Christine Lagarde a pourtant répété à plusieurs reprises que la hausse des taux directeurs n'était pas d'actualité. Le marché est donc manifestement en désaccord avec la politique monétaire actuellement

menée par l'institution européenne. Il semble penser que la remontée de l'inflation n'est pas si transitoire, que la BCE est en retard dans sa normalisation et qu'elle devra accélérer par la suite pour compenser. Même constat aux États-Unis, le marché prévoit une première remontée de taux dès juin prochain à en croire les contrats à terme eurodollar en contradiction avec le timing évoqué par la Fed.

Ensuite, les courbes de taux s'aplatissent sur les parties longues en Europe mais aussi aux États-Unis. Par exemple, la courbe s'est inversée entre le 30 ans et le 20 ans américain alors qu'en Allemagne on relève une différence de seulement 0,30% de rendement entre le 30 ans et le 10 ans, niveaux au plus bas depuis 2008. Cela montre que le marché anticipe une réaction des banques centrales plus rapide que prévu qui risquerait d'avoir un impact sur la croissance à plus long terme.

Malgré tout, la chute des anticipations d'inflation en Europe et aux États-Unis nous montre que le marché ne remet pas en cause la crédibilité des banques centrales ni leur capacité à agir sur l'inflation mais plutôt leur positionnement de politique monétaire actuel.

...et par conséquent des opportunités d'investissement

Ces trois grandes réunions de banques centrales à quelques jours d'intervalle ont fait bouger les marchés obligataires de manière importante. D'abord, la BCE a globalement fait remonter les taux d'intérêt pour les raisons précédemment évoquées puis dans un second temps, la Fed n'a pas surpris et la BOE est resté beaucoup plus accommodante que prévu ce qui a fait rebaisser les taux d'intérêt sur ces trois zones. Cette volatilité crée des mouvements de prix intéressants à exploiter dans le cadre d'une gestion active.

La dette italienne est un bon exemple avec une baisse de son obligation à 10 ans de 3% en trois séances suite au discours de la BCE puis une remontée de 4% la semaine suivante notamment grâce au comportement plus accommodant qu'attendu des autres banques centrales. Cette amplitude sur le prix représente schématiquement 4 années de rendement sur l'obligation à 10 ans italienne qui s'est établi autour de 1%... Ces mouvements sont sources d'opportunités sur les marchés obligataires et permettent de créer de la valeur sur cette classe d'actifs même en période de taux bas.

Luxembourg-Ville Cessange

À VENDRE

4 maisons de ±150 m²

À proximité du parc de Cessange,
de la Kockelscheuer et de la Cloche d'Or

Classe énergétique ABA/AAA
Finitions haut de gamme

ENCORE UNE MAISON DISPONIBLE
LIVRAISON EN AUTOMNE 2022



(+352) 39 59 221

LENOZ

