

CARMIGNAC'S NOTE

INFLATION : COMPLAISANCE INTERDITE !

27/02/2023 | FRÉDÉRIC LEROUX

**La résilience de l'inflation et le retour induit du cycle économique créent des opportunités multiples pour l'investisseur actif.
Ne craignons pas l'inflation.**

La baisse de l'inflation aux États-Unis depuis juin dernier a donné des ailes aux marchés d'actions ces derniers mois. Les anticipations d'inflation telles que l'on peut les déduire du prix des obligations indexées sous-tendent un retour vers une hausse des prix proche de 2,5% dès le mois de juin puis une stabilisation près de ce niveau au cours des années suivantes. Cette perspective est celle d'un retour durable aux marchés de la décennie 2010, où les rendements nets de l'inflation étaient largement favorables aux actifs financiers et immobiliers et facilement captables par les gestions passives. Nous ne croyons pas à ce scénario de retour durable de l'inflation sur de bas niveaux. Nous pensons au contraire que l'inflation est « partie pour rester ».



L'attente d'un retour durable de l'inflation autour de 2,5% est une douce utopie.



Les évidences s'accumulent pour indiquer que les économies développées entrent dans une phase inflationniste du cycle économique de long terme pendant laquelle l'offre ne parvient pas toujours à suivre la demande. La succession rapide de périodes de croissance inflationniste, poussées par les forces structurelles, et de ralentissements désinflationnistes, orchestrés par les banques centrales, y recrée la cyclicité conjoncturelle, défavorable à la gestion passive et nécessitant de se réintéresser aux thématiques ayant souffert de la disparition du cycle.

Nos aspirations avant l'efficacité économique

Au-delà des facteurs structurels d'une démographie moins génératrice d'épargne et d'un commerce mondial moins dy-

namique, déjà abondamment traités dans nos précédentes notes, l'inflation se nourrit, maintenant et pour les années qui viennent, de deux autres facteurs prégnants et de nature à contraindre l'offre de biens et de services :

- La décarbonisation des économies, qui conduit à une baisse drastique des investissements dans les énergies fossiles (et donc à la baisse structurelle des réserves) et mène à un renchérissement des prix énergétiques ;
- La volonté, postpandémie, de changer de vie, matérialisée par un rapport au travail différent, marqué par l'envie de travailler de chez soi, moins longtemps, voire de changer de métier, souvent pour un poste plus éloigné des grands centres-villes où la pénurie de main-d'œuvre se fait le plus sentir.

Des énergies fossiles pour longtemps majoritaires dans le mix énergétique mondial

Si les chiffres diffèrent, le consensus s'entend pour dire que, sur les dix dernières années, plusieurs milliers de milliards de dollars ont été investis en faveur de la transition énergétique mais que dans le même temps la part des énergies fossiles dans le mix de consommation énergétique mondial n'a baissé que d'un peu plus de 1 point pour s'établir à 81%.

La combinaison d'une baisse drastique des investissements dans les énergies fossiles et de la stabilité de celles-ci dans le mix énergétique mondial recèle les ingrédients d'une crise énergétique du même ordre que celle qui a contribué à la dernière grande période inflationniste, de 1965 à 1980, alimentée par le choc pétrolier de 1973. L'OPEP considère – sans surprise – qu'il faudrait investir 1 500 milliards de dollars dans le développement des énergies fossiles chaque année jusqu'en 2045 contre 1 000 milliards aujourd'hui pour garantir la sécurité énergétique.

La vérité est probablement quelque part entre ces deux chiffres mais ne laissons pas l'arbre de la guerre en Ukraine nous cacher la forêt du déficit énergétique structurel que

nous creusons avec la foi sincère du charbonnier, alors que la production russe de pétrole n'a baissé que de 2% par rapport à son niveau avant l'invasion de l'Ukraine.



La convergence de facteurs structurels et sociologiques fait entrer l'économie dans une période d'inflation persistante, à l'instar des années 1970.



Mais où est passée la main-d'œuvre ?

Simultanément, la modification profonde du rapport au travail qui conduit à moins d'heures travaillées, à moins de travailleurs et à une mobilité très forte de la main-d'œuvre, donc à une déperdition de productivité, risque fort de conduire aussi à un défaut d'offre durable.

Partout dans le monde occidental, le rapport entre offres d'emplois et main-d'œuvre disponible est proche de plus hauts historiques : les entreprises ne parviennent pas à recruter pour faire face dans de bonnes conditions à la demande qui leur est adressée. Il est donc normal que des augmentations de salaire emblématiques commencent à voir le jour. À titre d'exemple, ces dernières semaines, Inditex (propriétaire notamment de Zara) a annoncé plus de 20% de hausse salariale en Espagne pendant que son concurrent japonais Uniqlo avait procédé à des augmentations de 20% à 40% au Japon.

Le consensus ne croit pas à un long combat contre l'inflation

Le manque de main-d'œuvre et le prix de l'énergie sont aujourd'hui, avec la hausse des taux d'intérêt, les raisons qui expliquent le mieux le ralentissement économique. Le ralentissement lié à une offre défaillante est inflationniste. Le maniement de l'arme monétaire en est rendu plus compliqué. À cet égard, il est intéressant de noter que la série de hausses des taux directeurs décidée par la Réserve fédérale, d'une ampleur et d'une vitesse jamais vues auparavant (475 points de base en dix mois), est à ce jour accompagnée par un taux de chômage américain au plus bas depuis 1969.

La bataille contre l'inflation actuelle sera bien sûr gagnée à court terme par quelques hausses de taux supplémentaires. Elles déclencheront probablement la récession nécessaire au reflux plus marqué des prix, en affaiblissant la consommation, sans régler le déficit d'offre. Mais les aspirations socio-économiques actuelles laissent entrevoir une succession de poussées inflationnistes qui annoncent une longue lutte contre l'inflation à laquelle le consensus ne semble pas croire. La moindre disponibilité de la main-d'œuvre et le renchérissement des prix énergétiques qui résultent de ces aspirations ne trouveront dans les politiques monétaires et budgétaires qu'une résistance sporadique, tant le seuil d'acceptation de la douleur dans les pays économiquement avancés s'est abaissé. Les récessions organisées par les politiques économiques et monétaires pour réduire l'inflation seront donc brèves et peu profondes. L'inflation tombera mais se relèvera chaque fois. La résilience est de son côté.

Ne craignons pas l'inflation ; les opportunités qu'elle crée sont si nombreuses !

L'aptitude démontrée de notre gestion obligataire à tirer parti des rendements des dettes publiques et privées dans un environnement de taux plus élevés, à détecter dans l'univers émergent les situations asymétriques ou à gérer l'exposition globale aux taux d'intérêt positivement comme négativement est un atout majeur dans le contexte économique décrit.

Sur les marchés d'actions, la faiblesse attendue des taux réels devrait offrir un soutien aux marchés d'actions. Cette perspective justifie une exposition notable à l'or. Quant à la Chine, l'absence d'inflation à ce stade lui confère un statut très diversifiant.

Introduire un biais inflationniste dans notre gestion permet de tirer le meilleur parti des opportunités nombreuses qu'offrira la cyclicité économique tout en apportant de la diversification dans la gestion des patrimoines. Nous nous y employons avec force et conviction. N'ayons pas peur de l'inflation, faisons d'elle notre alliée !

Rédaction achevée le 27/02/2023

INFORMATIONS LÉGALES IMPORTANTES

Ce document est publié par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), suivant le chapitre 15 de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010. "Carmignac" est une marque déposée. "Investing in your Interest" est un slogan associé à la marque Carmignac. Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Ce document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans autorisation préalable.

Carmignac Gestion - 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tél : (+33) 01 42 86 53 35
Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF. SA au capital de 15,000,000 € - RCS Paris B 349 501 676.
Carmignac Gestion Luxembourg - City Link, 7 rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg. Tél : (+352) 46 70 60 1
Filiale de Carmignac Gestion. Société de gestion de fonds d'investissement agréée par la CSSF. SA au capital de 23 000 000 € - RC Luxembourg B67549.

