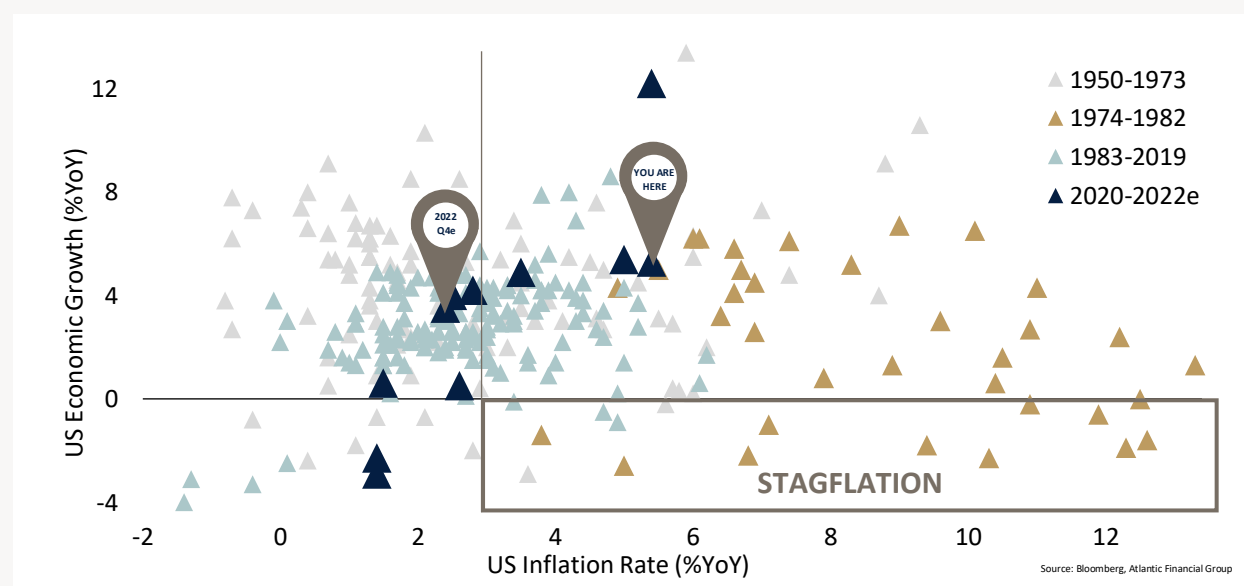




"STAGFLATION ET PENTIFICATION... DEUX FICTIONS"

- ◆ Ralentissement économique et hausse des prix font craindre un scénario de stagflation
- ◆ À la différence des années 1970, la stagnation et l'inflation ne sont pas là pour durer
- ◆ Les banques centrales sont-elles vraiment prêtes à hausser leurs taux ? Pas si sûr
- ◆ Dans tous les cas, il est trop tard pour entrevoir une pentification de la courbe des taux

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "La stagflation est une anxiété des années 70, pas une réalité"



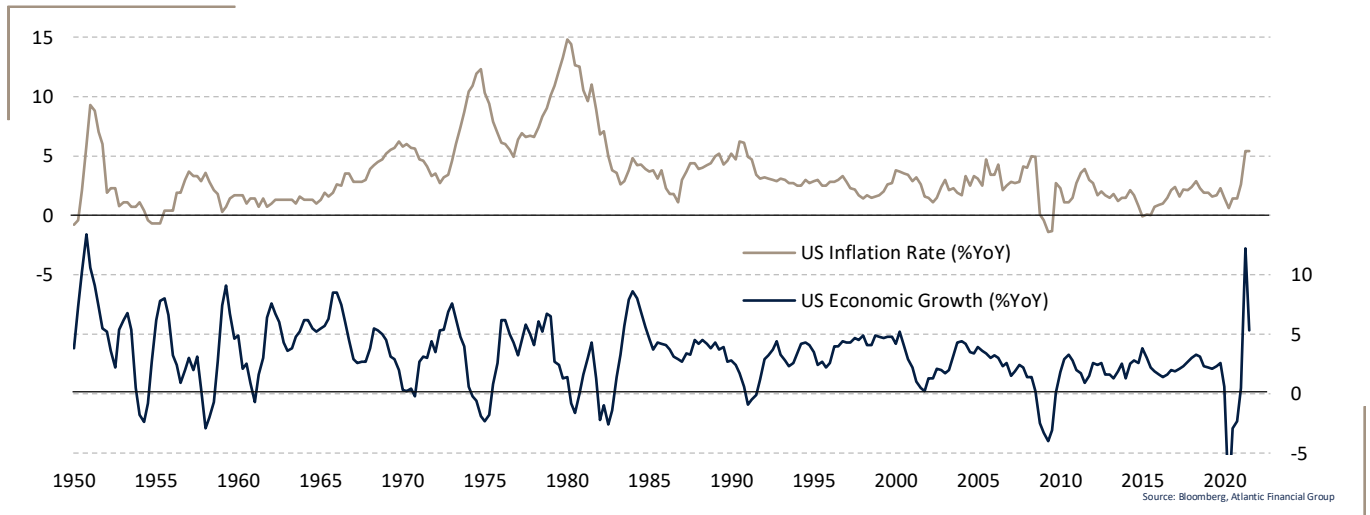
ANALYSE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

L'inflation a fortement progressé au cours des 18 derniers mois. La sortie de crise sanitaire a été marquée par une forte reprise de l'activité. Cette hausse extraordinaire de la demande a favorisé l'envolée des prix de l'énergie et des matières premières, mais aussi de nombreux biens intermédiaires comme les semi-conducteurs. L'inflation a ensuite été alimentée par la rupture des chaînes de production, la fermeture temporaire de canaux de navigation et de zones portuaires, et par la croissance des salaires dans certains



secteurs. Ainsi, aux Etats-Unis, l'inflation annuelle est passée de 0.1% en mai 2020 à 5.4% en septembre 2021... du jamais vu depuis le début des années 1990 (cf. Fig. 2).

Fig. 2 – Croissance et inflation aux États-Unis



La croissance économique ralentit. Après l'envolée spectaculaire du Produit Intérieur Brut (PIB) mondial lors de la réouverture des économies, une normalisation était anticipée. Toutefois, la décélération du rythme de croissance semble bien plus forte qu'escompté. Aux Etats-Unis comme en Zone Euro, les indicateurs avancés d'activité ne sont pas encore parvenus à se stabiliser (cf. Fig. 3). En Chine, le ralentissement du crédit était souhaité mais il provoque une contraction du marché immobilier et une médiocre progression de l'activité. Le PIB n'a progressé que de 4.9% au cours des douze derniers mois contre 7% en moyenne avant la crise (cf. Fig. 4).

Fig. 3 – Confiance des directeurs d'achat

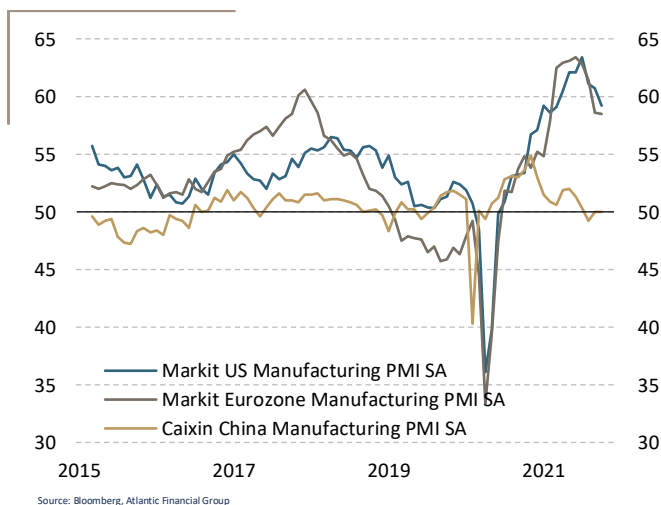


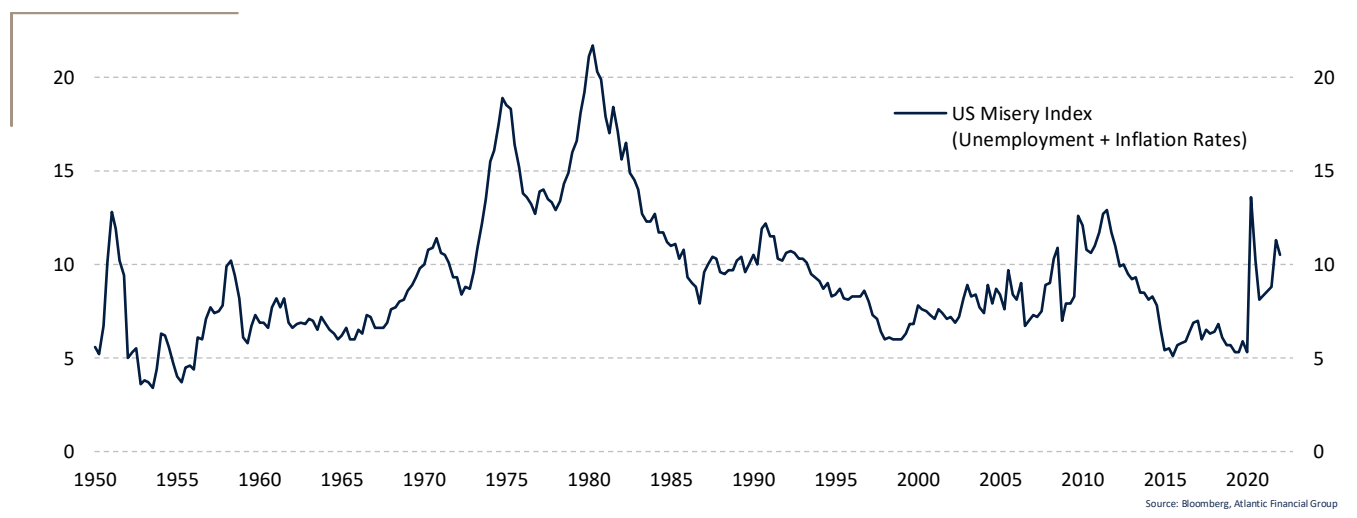
Fig. 4 – Croissance de l'activité en Chine





Il n'en fallait pas davantage pour que les investisseurs s'inquiètent de la stagflation, contraction des termes stagnation et inflation. Cette situation économique, dont l'occurrence est très rare, combine le pire de deux mondes : une faible croissance, qui fait augmenter le taux de chômage, et une hausse généralisée des prix, qui érode le pouvoir d'achat. En additionnant les deux, Arthur Okun a développé son désormais célèbre "indice de misère" (cf. Fig. 5). Ce n'est pas un hasard si ce concept a attiré l'attention des économistes dans **les années 1970, la seule période de l'histoire où le phénomène de stagflation a été réellement observé.**

Fig. 5 – Indice de misère aux États-Unis



A cette époque, les chocs pétroliers successifs de 1973 et 1979 avaient alimenté la hausse des prix de l'énergie, puis de l'inflation en général grâce à une spirale autoalimentée entre les prix et les salaires. Les travailleurs négociaient des hausses de rémunération pour compenser la progression des prix, à la suite de quoi les entreprises répercutaient la hausse des coûts de production sur les prix de vente. Et ainsi de suite. L'inflation avait également été soutenue par le ralentissement marqué des gains de productivité, la faible mondialisation des échanges commerciaux, le protectionnisme économique, la présence de sociétés oligopolistiques, la puissance du syndicalisme ouvrier, et les fortes dévaluations résultant du flottement généralisé des taux de change entre 1971 et 1973.

Lors de la stagflation des années 70, les actifs financiers (actions, obligations, crédit et liquidités) ont tous enregistré une performance réelle négative. Le marché des actions avait alors souffert d'un rétrécissement des marges (les coûts de production élevés n'ont pas pu être répercutés sur les prix de vente), d'une baisse des bénéfices réels des entreprises et d'une contraction des multiples de valorisation. **Seuls les actifs réels avaient connu une performance positive : l'or, les matières premières et les marchés immobiliers de certains pays.**

Mis à part cette période, les épisodes de stagflation n'ont jamais duré très longtemps. Il n'y a ainsi eu que deux épisodes, en 1990-91 lorsque la guerre du Golfe a entraîné une envolée des prix du pétrole, et



au premier semestre 2008 lorsque la surchauffe de fin de cycle économique a généré une envolée des marchés immobiliers et financiers. Ces deux épisodes se sont rapidement transformés en simples récessions. **Aujourd'hui, il ne fait aucun doute que la croissance ralentit et que l'inflation est beaucoup plus élevée qu'au cours des dernières décennies. Toutefois, les deux indicateurs sont très loin des niveaux observés au début des années 1970** (cf. Graphique de la semaine).

Les indicateurs avancés disponibles permettent d'escompter une croissance de l'économie au cours des prochains trimestres. Dernier en date, l'indice manufacturier de la Fed de Richmond a été publié en forte hausse au mois d'octobre (cf. Fig. 6), deux fois plus élevé que les estimations du consensus.

Fig. 6 – Indice de confiance de la Fed de Richmond

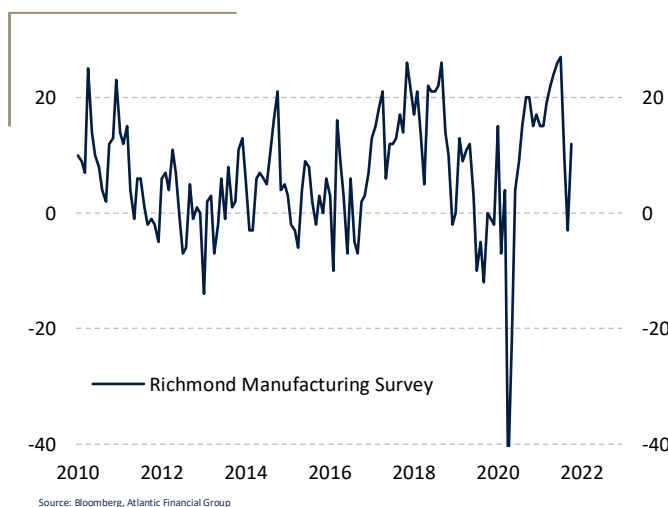
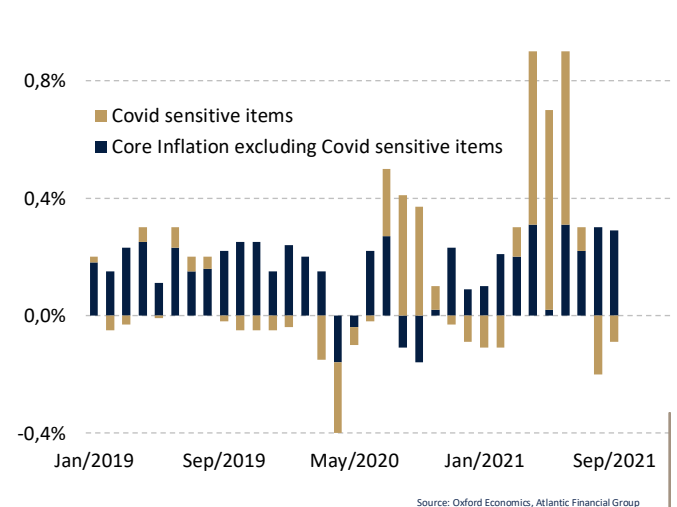


Fig. 7 – Contributions à l'inflation aux US



De la même manière, **les données sur l'inflation confirment que la récente flambée des prix n'est pas durable.** Les catégories de biens et services qui avaient le plus contribué à la hausse des indices les pénalisent désormais : les voitures de location et de seconde main, les réservations d'hôtel et les billets d'avion (cf. Fig. 7).

Autre élément important, la "psychologie inflationniste" n'est pas du tout visible. Habituellement, une inflation élevée incite les ménages à anticiper leurs achats, accentue le déséquilibre entre l'offre et la demande et finit par stimuler davantage l'inflation. Aujourd'hui, les enquêtes montrent au contraire que plus de la moitié des consommateurs américains ont décidé de ne pas acheter un article en septembre parce qu'il était plus cher que prévu (cf. Fig. 8). Ils préfèrent patienter que son prix chute ou s'en passer.

Enfin, s'il existe des preuves de fortes augmentations de salaires au bas de l'échelle des revenus ou dans quelques secteurs spécifiques, la croissance des salaires est actuellement concentrée (Nike, FedEx, McDo) plutôt que générale. **En dépit de certains titres accrocheurs dans les journaux, la croissance globale des**



salaires est de 4% aux Etats-Unis. Les employés n'ont pas gagné en pouvoir de négociation, empêchant toute spirale d'inflation salariale (cf. Fig. 9).

Fig. 8 – Sensibilité aux prix des consommateurs US

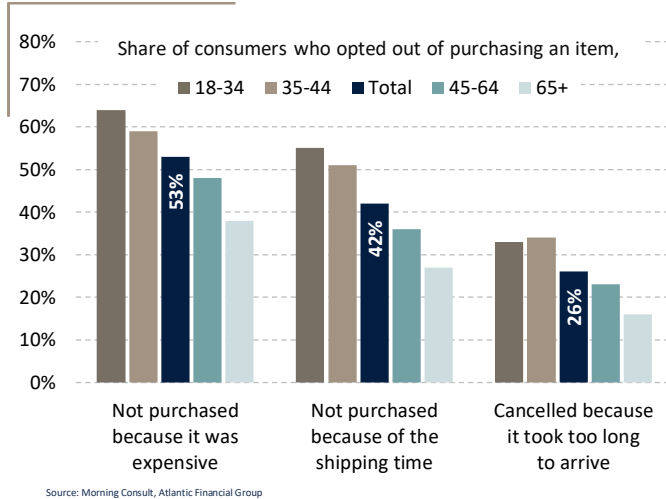
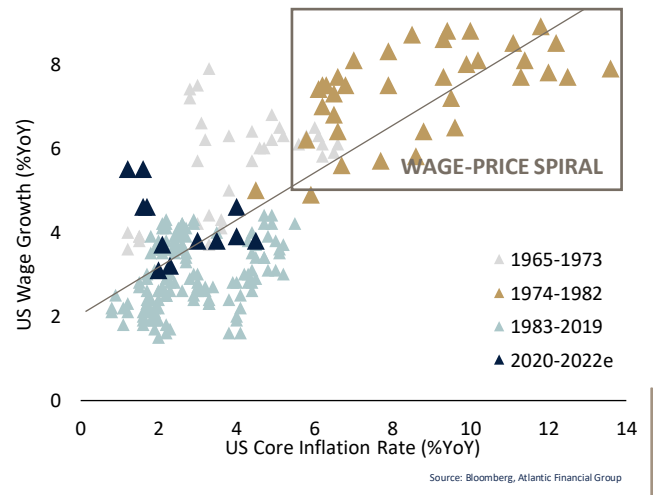


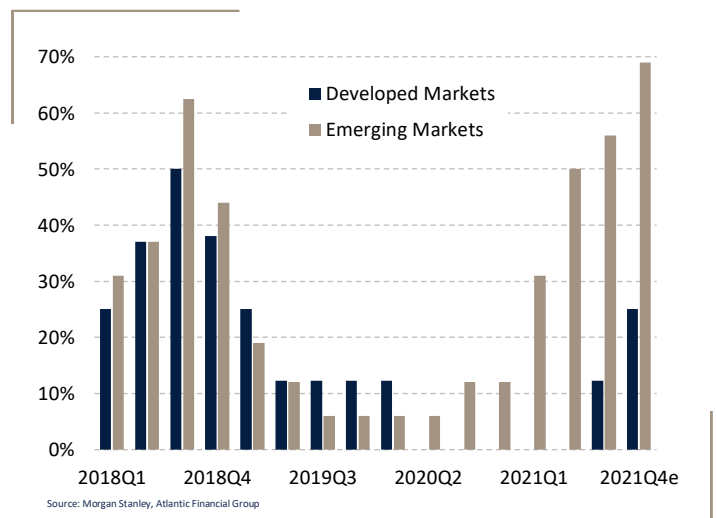
Fig. 9 – Boucle prix-salaires aux US



Au-delà du scénario de stagflation, les investisseurs s'inquiètent de voir les banques centrales remonter leurs taux directeurs. Cette éventualité pénaliserait la performance des obligations souveraines et, plus encore, des actifs risqués tels que les obligations à haut rendement et les actions.

- Une hausse des taux directeurs constituerait un véritable changement dans la politique monétaire, dans la mesure où les banques centrales favoriseraient leur objectif de lutte contre l'inflation plutôt que celui de soutien au marché de l'emploi. Si cette option est devenue réalité dans les pays émergents (cf. Fig. 10), il est encore permis d'en douter dans les pays développés !
- Cela signifierait aussi que les Etats et les entreprises puissent s'accommoder de taux d'intérêt plus élevés sans que la charge de leurs dettes ne viennent les asphyxier et les rendre insolvables. Les niveaux d'endettement sont tels aujourd'hui qu'une hausse des taux d'intérêt, même faible, ferait croître massivement le taux de défaut de paiement. Les banques centrales sont-elles prêtes à prendre le risque d'une nouvelle récession ? Il est permis d'en douter aussi !

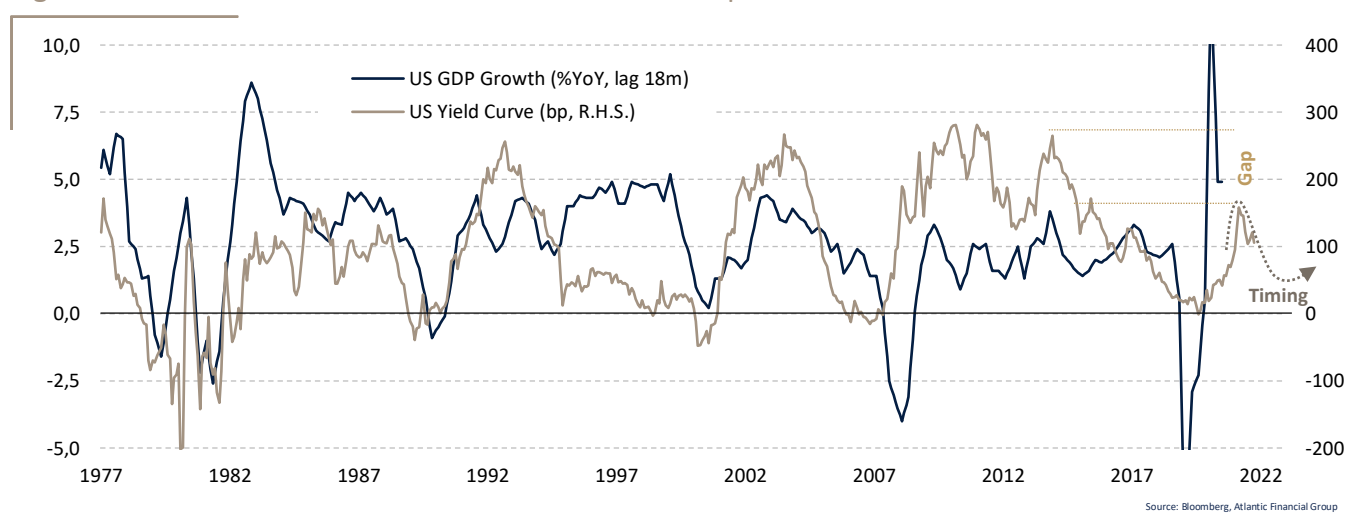
Fig. 10 – Banques centrales augmentant leurs taux





Dans tous les cas, une pentification de la courbe des rendements semble improbable au cours des prochains trimestres. A ce sujet, les investisseurs ont tendance à se méprendre. Ils se concentrent principalement sur l'ampleur de l'écart entre les taux longs et courts mais ils analysent peu le *timing* de cette pentification. Habituellement, l'écart entre les taux à 10 et 2 ans atteint plus de 250 points de base (cf. Fig. 11). Si cet écart n'a pas dépassé 160 points de base cette fois-ci, c'est que les banques centrales sont massivement intervenues pour acheter des obligations longues et que les investisseurs n'ont pas totalement confiance dans la capacité de cette reprise économique à perdurer.

Fig. 11 – Courbe des rendements & croissance économique aux États-Unis



Les investisseurs devraient surtout garder en tête que les taux longs évoluent en anticipation des taux courts. De cette manière, **la courbe des taux se pentifie uniquement en sortie de crise et au tout début de la reprise économique**. Une fois que la croissance a atteint son rythme de croisière, les taux à 2 ans progressent en ligne avec les taux à 10 ans. Ces derniers finissent même par se stabiliser de manière anticipée, alors que les taux à 2 ans continuent de croître. Cette évolution dichotomique provoque l'aplatissement de la courbe des taux, au moment même où la croissance économique bat son plein mais qu'elle est sur le point de ralentir (cf. Fig. 11). Cette analyse permet de comprendre pourquoi la courbe des taux, après une très légère translation vers le haut entre le 1^{er} août et le 20 octobre, s'aplatit à nouveau depuis une dizaine de jours. **Aujourd'hui et sans aucune ambiguïté, le timing n'est plus à une pentification de la courbe des rendements.**

Conclusion :

Si notre analyse conclut clairement sur une "non-pentification" de la courbe des rendements, celle-ci ne devrait pas trop s'aplatir pour autant et encore moins s'inverser. Une récession n'est pas à l'ordre du jour. Dans cette optique, les spreads de crédit de bonne qualité pourraient rester très serrés. Les investisseurs chercheront donc à accroître le risque de durée, tout en maintenant leur exposition aux obligations d'entreprises de bonne qualité (*Investment Grade Corporate Bonds*).



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

| Markets Performances (local currencies) | Last Price | Momentum Indicator (RSI) | 1-Week (%) | 1-Month (%) | 2021 Year-to-Date (%) | 2020 (%) | 2019 (%) |
|--|---------------|-----------------------------|------------|-------------|--------------------------|----------|----------|
| Equities | | | | | | | |
| World (MSCI) | 745.2 | 63.88 | 0.4% | 5.1% | 17.2% | 16.9% | 27.3% |
| USA (S&P 500) | 4 605 | 68.49 | 1.3% | 7.0% | 24.0% | 18.4% | 31.5% |
| USA (Dow Jones) | 35 820 | 63.93 | 0.4% | 5.9% | 18.8% | 9.7% | 25.3% |
| USA (Nasdaq) | 15 498 | 68.91 | 2.7% | 7.3% | 20.9% | 45.1% | 36.7% |
| Euro Area (DJ EuroStoxx) | 472.1 | 62.01 | 0.9% | 4.2% | 21.5% | 0.8% | 27.3% |
| UK (FTSE 100) | 7 238 | 58.85 | 0.5% | 2.2% | 15.5% | -11.4% | 17.2% |
| Switzerland (SMI) | 12 108 | 60.29 | 0.4% | 4.0% | 16.4% | 4.3% | 30.2% |
| Japan (Nikkei) | 29 647 | 50.19 | 0.3% | -1.9% | 6.8% | 18.3% | 20.7% |
| Emerging (MSCI) | 1 265 | 44.10 | -2.2% | 1.0% | -0.1% | 18.8% | 18.8% |
| Brasil (IBOVESPA) | 103 501 | 31.40 | -2.6% | -6.7% | -13.0% | 2.9% | 31.6% |
| Russia (MOEX) | 4 180 | 46.43 | -1.1% | 1.6% | 32.3% | 14.8% | 38.4% |
| India (SENSEX) | 59 712 | 42.95 | -2.4% | 0.4% | 25.4% | 17.2% | 15.7% |
| China (CSI) | 4 891 | 49.76 | -1.0% | 1.0% | -4.1% | 29.9% | 39.2% |
| Communication Serv. (MSCI World) | 113.97 | 48.41 | 0.4% | 1.6% | 14.3% | 24.2% | 25.1% |
| Consumer Discret. (MSCI World) | 418.4 | 71.28 | 1.8% | 8.0% | 11.1% | 37.0% | 28.2% |
| Consumer Staples (MSCI World) | 278.3 | 58.33 | 0.3% | 3.0% | 6.1% | 8.8% | 22.4% |
| Energy (MSCI World) | 197.3 | 56.22 | -1.5% | 6.4% | 41.9% | -27.7% | 13.9% |
| Financials (MSCI World) | 154.6 | 60.55 | -0.8% | 5.7% | 28.1% | -3.1% | 24.1% |
| Health Care (MSCI World) | 359.4 | 62.05 | 0.9% | 3.7% | 14.6% | 15.4% | 23.3% |
| Industrials (MSCI World) | 328.6 | 58.58 | -0.3% | 4.2% | 15.1% | 11.8% | 27.2% |
| Info. Tech. (MSCI World) | 544.9 | 65.01 | 1.3% | 6.7% | 20.8% | 46.2% | 47.5% |
| Materials (MSCI World) | 354.2 | 48.11 | -0.7% | 3.6% | 11.5% | 21.6% | 20.8% |
| Real Estate (MSCI World) | 226.8 | 56.60 | -1.1% | 4.8% | 18.7% | -5.7% | 24.0% |
| Utilities (MSCI World) | 155.0 | 55.58 | -0.1% | 4.4% | 5.1% | 4.8% | 22.3% |
| Bonds (FTSE) | | | | | | | |
| USA (7-10 Yr) | 1.57% | 52.86 | 0.9% | 0.3% | -2.9% | 9.3% | 7.4% |
| Euro Area (7-10 Yr) | 0.27% | 31.40 | -0.6% | -1.4% | -3.5% | 4.5% | 6.7% |
| Germany (7-10 Yr) | -0.11% | 48.24 | 0.3% | 0.0% | -2.9% | 3.0% | 3.0% |
| UK (7-10 Yr) | 1.05% | 47.05 | 0.7% | -0.3% | -5.6% | 5.4% | 4.8% |
| Switzerland (7-10 Yr) | -0.04% | 34.90 | -0.3% | -1.3% | -3.2% | 0.4% | 2.0% |
| Japan (5-10 Yr) | 0.10% | 44.14 | 0.0% | -0.1% | -0.2% | -0.1% | 0.0% |
| Emerging (5-10 Yr) | 4.62% | 47.03 | 0.4% | 0.0% | -2.3% | 5.2% | 13.3% |
| USA (IG Corp.) | 2.22% | 52.46 | 0.7% | -0.1% | -1.0% | 9.9% | 14.5% |
| Euro Area (IG Corp.) | 0.51% | 33.42 | -0.2% | -0.8% | -1.1% | 2.8% | 6.2% |
| Emerging (IG Corp.) | 5.01% | 34.90 | 0.1% | -1.5% | -2.3% | 8.1% | 13.1% |
| USA (HY Corp.) | 4.23% | 48.77 | 0.1% | -0.2% | 4.4% | 7.1% | 14.3% |
| Euro Area (HY Corp.) | 3.44% | 40.50 | 0.1% | -0.5% | 3.1% | 2.3% | 11.3% |
| Emerging (HY Corp.) | 7.24% | 33.44 | 0.0% | -1.1% | -2.0% | 4.3% | 11.5% |
| World (Convertibles) | 455.4 | 57.73 | 0.2% | 2.6% | 6.4% | 38.8% | 17.3% |
| USA (Convertibles) | 622.7 | 57.95 | 0.3% | 3.3% | 8.2% | 54.5% | 22.8% |
| Euro Area (Convertibles) | 4 116 | 47.67 | -0.3% | 0.8% | 0.0% | 6.1% | 7.6% |
| Switzerland (Convertibles) | 185.1 | 27.25 | -0.3% | -0.7% | -0.9% | 0.5% | 2.4% |
| Japan (Convertibles) | 200.2 | 48.78 | 0.0% | -0.4% | 3.0% | 2.8% | 2.6% |
| Hedge Funds (Crédit Suisse) | | | | | | | |
| Hedge Funds Indus. | 719.9 | 72.79 | n.a. | 0.0% | 7.2% | 2.5% | 9.3% |
| Distressed | 956.7 | 75.33 | n.a. | 1.1% | 11.3% | 1.5% | 1.4% |
| Event Driven | 811.6 | 78.65 | n.a. | 0.6% | 12.8% | 3.1% | 8.2% |
| Fixed Income | 391.5 | 78.58 | n.a. | 0.0% | 4.7% | 2.2% | 6.1% |
| Global Macro | 1 197.3 | 74.17 | n.a. | 1.6% | 8.9% | 2.0% | 10.4% |
| Long/Short | 908.3 | 65.32 | n.a. | -1.5% | 6.1% | 3.6% | 12.2% |
| CTA's | 341.7 | 53.67 | n.a. | 0.9% | 8.2% | -3.2% | 9.0% |
| Market Neutral | 284.6 | 63.85 | n.a. | -0.4% | 4.1% | -0.1% | 1.6% |
| Multi-Strategy | 689.7 | 76.47 | n.a. | 0.0% | 5.9% | 1.4% | 7.3% |
| Volatility | | | | | | | |
| VIX | 16.84 | 43.71 | 5.4% | -29.7% | -28.5% | 65.1% | -45.8% |
| VSTOXX | 17.62 | 45.30 | 7.4% | -24.2% | -24.6% | 67.5% | -41.5% |
| Commodities | | | | | | | |
| Commodities (CRB) | 571.2 | n.a. | 0.5% | 2.7% | 28.7% | 10.5% | -1.9% |
| Gold (Troy Ounce) | 1 783 | 51.09 | -1.4% | 1.2% | -6.1% | 24.9% | 18.3% |
| Oil (WTI, Barrel) | 83.57 | 66.72 | -0.8% | 11.4% | 72.2% | -20.5% | 34.5% |
| Oil (Brent, Barrel) | 83.14 | 54.62 | -1.3% | 6.6% | 64.0% | -23.0% | 24.9% |
| Currencies (vs USD) | | | | | | | |
| USD (Dollar Index) | 94.183 | 57.12 | 0.4% | 0.2% | 4.7% | -6.7% | 0.2% |
| EUR | 1.1563 | 41.73 | -0.4% | -0.3% | -5.3% | 9.7% | -2.2% |
| JPY | 114.43 | 33.67 | -0.6% | -3.0% | -9.8% | 5.3% | 0.9% |
| GBP | 1.3663 | 45.50 | -0.8% | 0.9% | -0.1% | 2.8% | 3.9% |
| AUD | 0.7493 | 60.88 | 0.0% | 3.2% | -2.6% | 9.5% | -0.4% |
| CAD | 1.2396 | 58.10 | -0.1% | 2.0% | 2.7% | 1.8% | 5.0% |
| CHF | 0.9157 | 58.32 | 0.5% | 1.7% | -3.3% | 9.8% | 1.4% |
| CNY | 6.4026 | 58.39 | -0.3% | 0.7% | 1.9% | 6.7% | -1.2% |
| MXN | 20.699 | 36.88 | -2.5% | -1.2% | -3.8% | -4.9% | 3.8% |
| EM (Emerging Index) | 1 732.5 | 54.86 | 0.0% | 0.6% | 0.7% | 3.3% | 3.1% |

Source: Bloomberg, Atlantic Financial Group

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Atlantic Financial Group (ci-après "Atlantic"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Atlantic, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Atlantic ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Atlantic ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Atlantic se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Atlantic peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Atlantic.