



Rebond

5 minutes pour comprendre

22 octobre 2021

Un monde d'après avec plus d'inflation ?

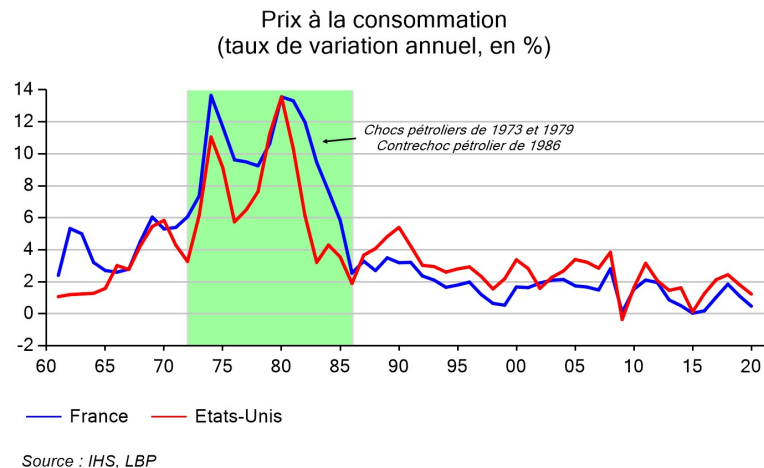
Quelle conséquence sur la structure des placements ?

- *Le rebond de l'économie mondiale après le choc sanitaire du printemps 2020 s'est traduit par de **multiples tensions**. Celles-ci ont entraîné une hausse des prix, parfois très marquée, de nombreux produits ou services.*
- *Cette **accélération de l'inflation est réelle mais elle est hétérogène**. Elle est notamment très marquée aux Etats-Unis, un peu moins en zone euro. La forte demande associée à une certaine rétention du côté de l'offre s'est notamment traduite par une **envolée des prix de l'énergie**.*
- *Des signes de **décélération de la croissance mondiale** sont cependant déjà perceptibles, en lien avec le rattrapage déjà très avancé de certaines économies (Chine, Etats-Unis, bientôt l'Europe). Les tensions apparues ces derniers mois devraient donc **progressivement s'estomper avec une diminution de l'effet engorgement** qui est né de la reprise simultanée des grandes économies. Mais cette normalisation pourrait prendre un peu de temps.*
- *Aussi bien les investisseurs financiers que les banques centrales considèrent à ce stade que la poussée inflationniste devrait être transitoire. Ils font le pari d'une normalisation fin 2022.*
- *La problématique de l'inflation doit cependant être aussi posée dans une perspective plus longue, en identifiant des **facteurs susceptibles de conduire sinon à un dérapage très marqué des prix mais peut-être à un rythme d'inflation un peu plus élevé que celui que l'on a observé au cours de la dernière décennie (marchés du travail plutôt tendus en sortie de crise, moindre effet désinflationniste de la hausse des importations des pays à bas coûts et de la baisse des prix des semi-conducteurs, coûts de la transition énergétique)**.*
- *Si l'inflation était durablement un peu plus forte, cela pourrait influencer sur la structure des placements des Français en rendant moins attractive l'épargne liquide.*

Alain Henriot

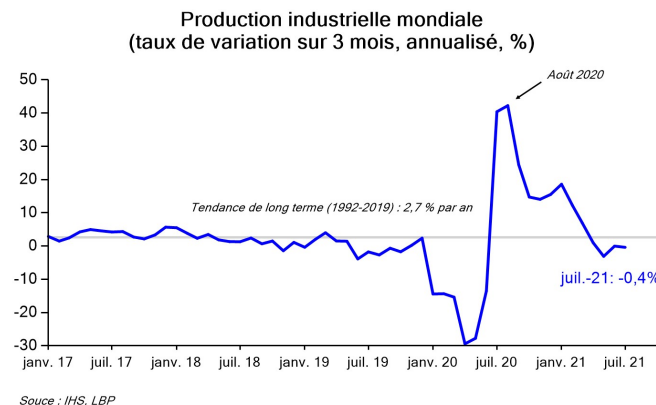
De la stagflation des années 1970 à la désinflation : une longue transition

- **Les chocs pétroliers des années 1970 se traduisent par une période de stagflation : la croissance économique est anémiée et l'inflation galope** en lien avec le mécanisme d'alors d'indexation des salaires sur l'inflation anticipée, hausse des prix facilitée par des phénomènes de rente en présence de monopoles ou d'oligopoles locaux (transport, télécommunications, etc.).
- **Dans les années 1980 s'amorce une période de désinflation** : le prix du pétrole s'effondre avec le contrechoc pétrolier de 1986, la concurrence internationale s'intensifie et les importations de produits de pays à bas coûts s'accroissent, les marchés du travail comme ceux des biens et services deviennent plus concurrentiels, les grandes banques centrales gagnent en indépendance et en crédibilité ce qui se traduit par un meilleur ancrage des anticipations inflationnistes.



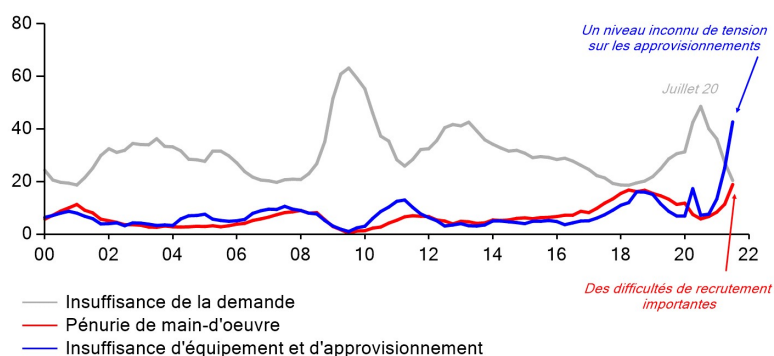
Du rebond aux tensions

- Après un choc économique très violent au printemps 2020, l'activité économique a très vivement rebondi, d'abord en Chine, puis aux Etats-Unis et enfin en Europe. **L'amplitude de ce rebond, très inusuelle, s'est traduite par des tensions sur l'offre (énergie, autres matières premières, transport maritime, composants dont les semi-conducteurs, difficultés de recrutement).**



- **Cette phase de « surcroissance » paraît achevée (au moins dans l'industrie)** : ralentissement chinois, freinage lié aux tensions sur l'offre (zone euro). Petit à petit les goulots de production devraient donc se desserrer mais cela peut prendre un peu de temps. Pour la zone euro, les enquêtes de conjoncture font état d'un niveau inconnu de difficultés d'approvisionnement rencontrées par les entreprises, alors que l'insuffisance de la demande avait constitué le principal obstacle au développement de la production pendant une grande partie de l'année 2020.

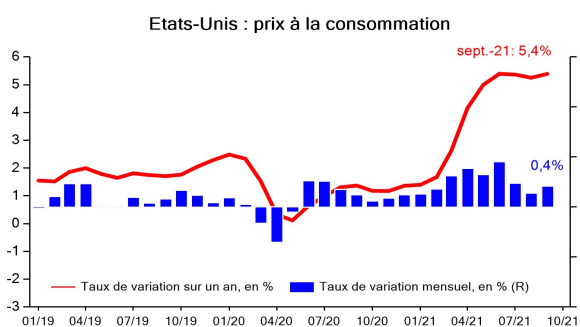
Zone euro : facteurs limitant la production dans l'industrie
(enquête de la Commission européenne, % des réponses)



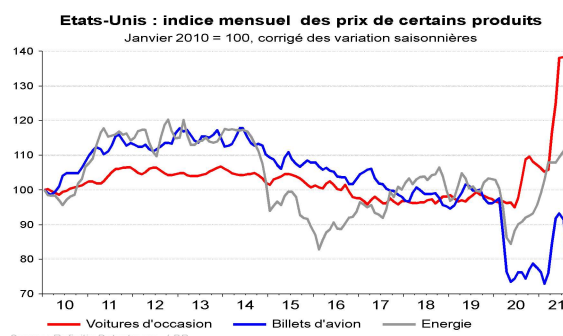
Source : IHS, LBP

Un sursaut d'inflation au cours des derniers mois : réel mais hétérogène

- Aux Etats-Unis, la hausse des prix à la consommation sur un an a atteint un pic depuis juin dernier (5,4 % en septembre). Les variations mensuelles semblaient se tempérer récemment mais la hausse des prix de l'énergie s'est traduite par une augmentation encore soutenue en septembre. Certains prix qui s'étaient envolés (voitures d'occasion, billets d'avions) ont cependant enregistré des baisses depuis l'été dernier.



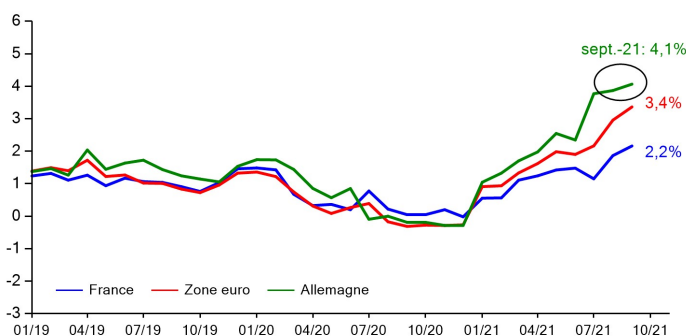
Source : IHS, LBP



Source: Refinitiv Datastream, LBP

- L'inflation en zone euro a aussi accéléré mais de manière moins marquée qu'outre-Atlantique. Un effet de base lié à la baisse du taux de TVA en Allemagne entre le 1^{er} juillet et le 31 décembre 2020 amplifie l'évolution sur un an.

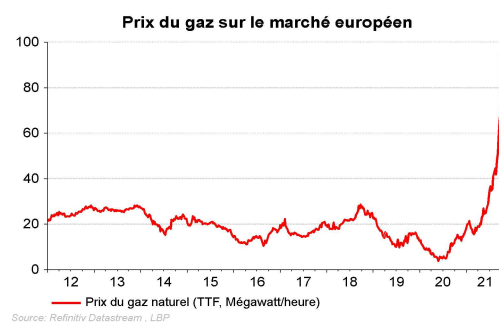
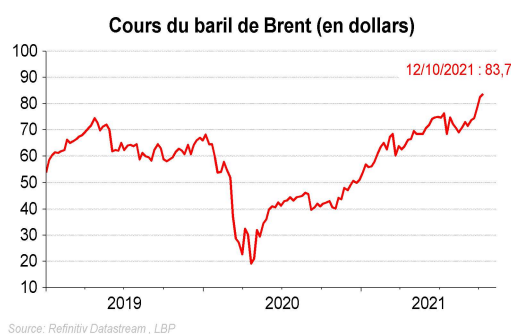
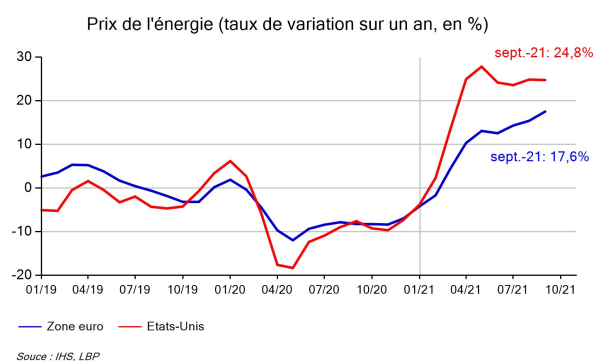
Prix à la consommation (taux de variation sur un an, en %)



Source : IHS, LBP

- Enfin, aussi bien outre-Atlantique qu'en zone euro, l'accélération récente de l'inflation tient beaucoup à la hausse des prix de l'énergie. Cette dernière a d'abord reflété un effet de base (en particulier comparaison d'un niveau « normalisé » du prix du pétrole avec un prix très bas au cœur de la crise sanitaire au printemps

2020). Mais le niveau des prix des principales énergies est aujourd'hui bien supérieur à celui qui prévalait avant la crise sanitaire.¹



Une inflation durablement plus forte ? Tout le monde y pense... mais personne n'y croit vraiment (pour l'instant)

- Selon les enquêtes de conjoncture, **les ménages redoutent une accélération durable de l'inflation**, de part et d'autre de l'Atlantique. Notons au passage qu'aux Etats-Unis les ménages ont toujours structurellement surestimé l'évolution de l'inflation. Mais cela n'enlève pas l'intérêt de regarder le développement récent des perspectives.
- Mais si l'on suit le Consensus des économistes ou les prévisions des banques centrales, l'accélération de l'inflation observée ces derniers mois serait transitoire : aux Etats-Unis, l'évolution sur un an des prix à la consommation serait légèrement supérieure à 2 % l'an fin 2022 et un peu en deçà de 1,5 % en zone euro.

¹ Concernant le bond du prix du gaz, voir *Rebond* « La hausse du prix du gaz naturel et de l'électricité constitue-t-elle un risque macroéconomique ? », Ph. Aurain, 6 octobre 2010, <https://www.labanquepostale.com/newsroom-publications/etudes/etudes-economiques/rebond/2021/rebond-hausse-prix-gaz-electricite.html>

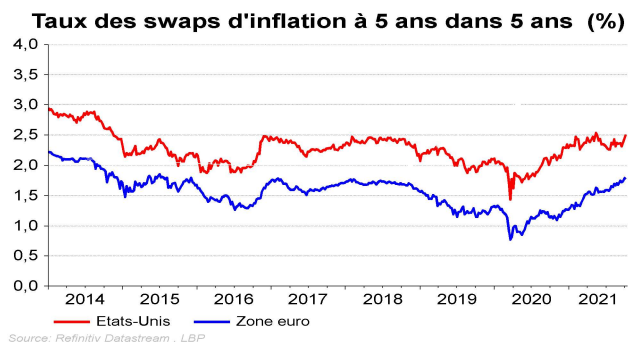
Projection d'inflation (septembre 2021, %)

4^{ème} trimestre/4^{ème} trimestre année précédente

	2021	2022	2023
BCE	3,1	1,4	1,6
Fed	4,2	2,2	2,2

Source : banques centrales, LBP

- Par ailleurs, si les anticipations d'inflation des investisseurs, telles qu'elles peuvent être appréciées à partir d'instruments financiers, se sont redressées ces derniers mois, elles n'ont fait que retrouver des niveaux qui prévalaient courant 2018, c'est-à-dire avant la crise sanitaire bien sûr mais aussi avant que l'économie mondiale ne ralentisse sous l'effet des tensions commerciales sino-américaines. Elles ne marquent pas de défiance pour l'instant à l'égard de la capacité des banques centrales à atteindre leur cible en matière d'inflation.



Lecture : un swap d'inflation consiste à payer, durant une période donnée, un taux d'intérêt variable égal à l'inflation future et à recevoir en échange un taux d'intérêt fixe en début de période. Ce taux fixe est la mesure des anticipations d'inflation que privilégient les banques centrales, notamment la BCE. En effet, plus on anticipe une inflation élevée, plus on exige un taux fixe élevé en contrepartie du paiement d'un taux égal à l'inflation future.

Diagnostic de court terme versus prospective à moyen terme

- Après cette revue d'indicateurs, une conclusion semble être que si des tensions de court terme de nature très différente ont généré un surcroît d'inflation, le phénomène pourrait rester temporaire même si la durée de ces tensions est difficile à évaluer. La décélération de la croissance de l'économie mondiale qui vient de s'amorcer et qui va se poursuivre est susceptible d'atténuer les contraintes qui pèsent aujourd'hui sur l'offre. Mais des ruptures d'approvisionnement, suite par exemple au retard pris par les campagnes de vaccination dans certains pays émergents, pourrait le cas échéant contribuer à prolonger les difficultés actuelles.
- A côté de ce relatif optimisme sur la vision de court terme, la problématique de l'inflation doit être aussi posée dans une perspective plus longue, en identifiant des facteurs susceptibles de conduire sinon à un dérapage très marqué des prix mais peut-être à un rythme d'inflation un peu plus élevé que celui que l'on a observé au cours de la dernière décennie.

Quatre méritent selon nous d'être cités :

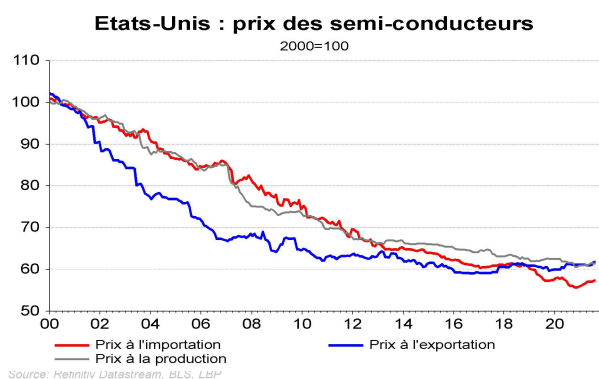
- A moyen terme, la clef restera le marché du travail.** Courant 2022, les Etats-Unis devraient être très proches du plein-emploi, comment se comporteront alors les salaires ? Si la hausse globale des salaires reste modérée, de fortes augmentations sont observées dans certains secteurs (loisirs, hébergement et restauration, enseignement et santé, commerce de détail²) alors qu'il manque encore aujourd'hui 5 millions d'emplois par rapport au niveau d'avant crise outre-Atlantique. Le nombre d'emplois vacants est au plus haut (10,4 millions en août après un point haut historique à 11,1 millions en juillet), supérieur au nombre de chômeurs qui était de 8,4 millions en août dans sa définition restreinte (il a reculé à 7,7 millions en septembre). Dans le même temps, le taux de participation (population active³/population en âge de travailler) a perdu 1,7 point par rapport au niveau d'avant crise, ce qui correspond au retrait d'environ 4,5 millions de personnes du marché du travail. Tout se

² Une partie de cette hausse s'explique par les difficultés de recrutement qui conduisent les salariés en place à faire des heures supplémentaires qui sont bien mieux rémunérées, ce qui entraîne une hausse du salaire horaire moyen.

³ C'est-à-dire les personnes ayant un emploi ou qui souhaitent travailler mais qui sont au chômage.

passé donc comme si les entreprises étaient contraintes dans leurs créations d'emplois du fait de l'insuffisance de personnes disponibles. *A priori* cela constitue un terrain favorable à une hausse des salaires. Cependant, début septembre, a expiré un dispositif en place depuis fin mars 2020 qui permettait à un plus grand nombre de personnes sans emploi, qui étaient par exemple également des travailleurs indépendants, de toucher des indemnités plus élevées, et pendant une durée plus longue. Cela va-t-il conduire au retour sur le marché du travail d'un certain nombre de personnes ? C'est possible. Mais l'ampleur du mouvement est aujourd'hui difficile à quantifier. **La question d'une accélération des salaires pourrait aussi se poser en zone euro avec les difficultés de recrutement et un impact de la crise sur le marché du travail moindre que redouté.**

2. **La mondialisation est sans doute appelée à évoluer.** Plutôt qu'une relocalisation très couteuse sur le territoire national, **une implantation plus diversifiée des chaînes de valeur (raccourcissement) est possible.** Un arbitrage sera sans doute fait entre plus grande proximité géographique des partenaires et niveau des coûts de production. **Surtout, le contenu en importations pour certains produits consommés dans les pays les plus développés, notamment en Europe, est déjà très élevé aujourd'hui et il ne peut pas augmenter dans les mêmes proportions que par le passé.** Selon une étude récente⁴, le contenu en importations des produits manufacturés consommés en France atteignait 64 % en 2015 (80 % pour le textile). Les pays autres que les Etats-Unis et les grands pays européens représentaient 57,6% du contenu total en importations de produits manufacturés consommés en France dont 12,6 % en provenance de la Chine (36 % pour le textile). **Ce puissant facteur de désinflation va donc mécaniquement s'atténuer dans les années à venir.**
3. **Au-delà de la pénurie actuelle, la baisse structurelle des prix des semi-conducteurs se tempère,** voire est interrompue, par exemple pour les puces produites aux Etats-Unis (barrière technologique à la miniaturisation). Cela pourrait être un autre **facteur de modération de l'inflation qui s'estompe comme l'illustre l'évolution des prix des ordinateurs en France** : alors qu'ils baissaient de l'ordre de 20 % par an au début des années 2000⁵ ils sont presque stabilisés aujourd'hui.



4. Un dernier élément, plus délicat à appréhender dans sa globalité, concerne la **transition énergétique.** Dans les scénarios de l'exercice pilote climatique menés en 2020 par l'ACPR⁶ **le scénario d'une transition ordonnée** (correspondant à la feuille de route de la France pour atteindre la neutralité carbone en 2050) **ne retenait pas une accélération de l'inflation à moyen-long terme malgré la forte hausse du prix du carbone.** Dans le **scénario de transition accélérée** (technologies de production d'énergies renouvelables moins performantes que prévu ce qui implique des prix de l'énergie plus élevés et des besoins additionnels d'investissements dont la conséquence est une évolution moins favorable de la productivité que celle retenue dans le scénario de référence), **le prix du carbone augmentait très fortement après une quasi-stagnation jusqu'en 2025. Le surcroît d'inflation envisagé était de l'ordre**

⁴ « Le « made in France » : 81 % de la consommation totale des ménages, mais 36% seulement de celle des biens manufacturés », Insee première, n° 1756, juin 2019.

⁵ Il ne faut pas oublier que les statisticiens intègrent des « effets qualité » qui traduisent en baisse de prix l'amélioration des performances des produits.

⁶ <https://acpr.banque-france.fr/scenarios-et-hypotheses-principales-de-l'exercice-pilote-climatique> et https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/20210602_as_exercice_pilote.pdf. L'ACPR retenait aussi un troisième scénario, qui décrivait une transition tardive, qui supposait que l'objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre n'était pas atteint en 2030, ce qui exigerait la mise en place de mesures plus volontaristes ensuite.

de 0,5 point par an par rapport à la trajectoire dans le scénario d'une transition ordonnée. Cela peut paraître très peu compte tenu du renchérissement du prix de l'énergie qui en découle. Deux facteurs de modération interviendraient. Tout d'abord, la croissance économique étant plus militée, la dynamique prix-salaires le serait aussi dans un contexte de niveau du chômage un peu plus élevé. Par ailleurs, la hausse du prix du carbone encourage la substitution de technologies décarbonées à des technologies plus intensives en CO₂, ce qui limite l'effet inflationniste de la hausse du prix du carbone.

Hausse du prix du carbone et bouclage macroéconomique

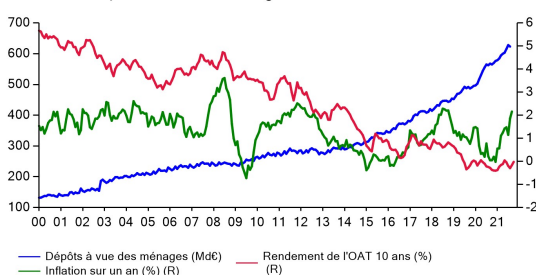
		2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050
Prix du carbone (US\$2010/tCO ₂)	Transition ordonnée	6	54	68	87	111	142	181
	Transition accélérée	6	45	184	362	540	718	917
PIB France (2019 = 100)	Transition ordonnée	89,7	101,4	107,6	114,0	120,4	126,3	132,7
	Transition accélérée	89,7	101,8	107,8	112,3	116,5	120,8	125,4
Inflation France (rythme moyen annuel, %)	Transition ordonnée		0,9	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
	Transition accélérée		0,6	1,9	2,0	1,9	1,6	1,5

Source : ACPR, exercice pilote climatique 2020

Inflation et structure des placements

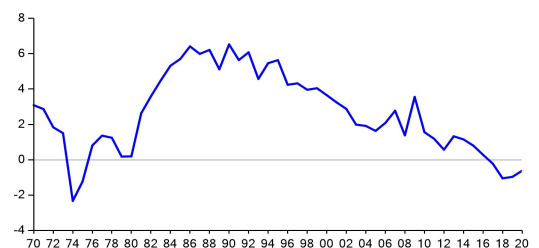
- Si l'inflation était durablement un peu plus élevée, sans qu'il soit forcément facile aujourd'hui de déterminer l'ampleur du mouvement, la structure des placements financiers pourrait en être affectée. **Depuis le milieu des années 2010, dans un contexte de faiblesse des rendements des supports d'épargne, notamment des supports d'assurance-vie en euros, l'encours des dépôts à vue des ménages français a fortement augmenté, un phénomène qui s'est renforcé en 2020 avec la crise sanitaire, le livret A étant d'ailleurs un autre gagnant de cette crise.** Il est clair que derrière la faiblesse des rendements des supports financiers les moins risqués (donc hors achats d'actions) on retrouve la baisse des taux d'intérêt à long terme. Installé sur une tendance continûment baissière depuis le début des années 1980, le taux à 10 ans a franchi un palier à la baisse lorsque début 2015 la BCE a amorcé son programme d'achats d'actifs (*quantitative easing*). Le rendement de l'OAT 10 ans (obligation assimilable du Trésor) est ainsi devenu à peine positif puis est même entré en territoire négatif par la suite. **Surtout, ce taux d'intérêt de référence est devenu depuis 2017 inférieur à l'inflation, ce qui ne s'était pas vu depuis 40 ans⁷.**

France : dépôts à vue des ménages et rendement de l'OAT 10 ans



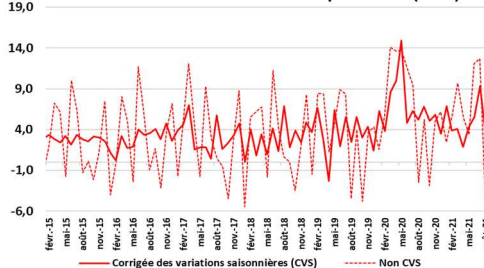
Source : IHS, Banque de France, LBP

France : taux d'intérêt à 10 ans corrigé de l'inflation (%)

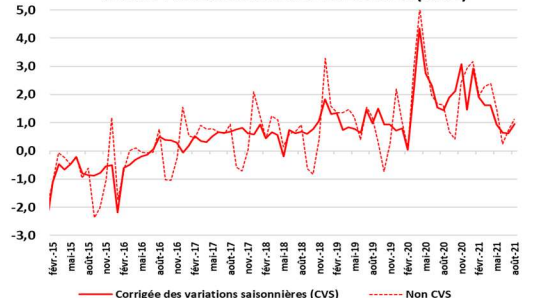


Source : IHS, OCDE, LBP

France : collecte nette sur les dépôts à vue (Md€)

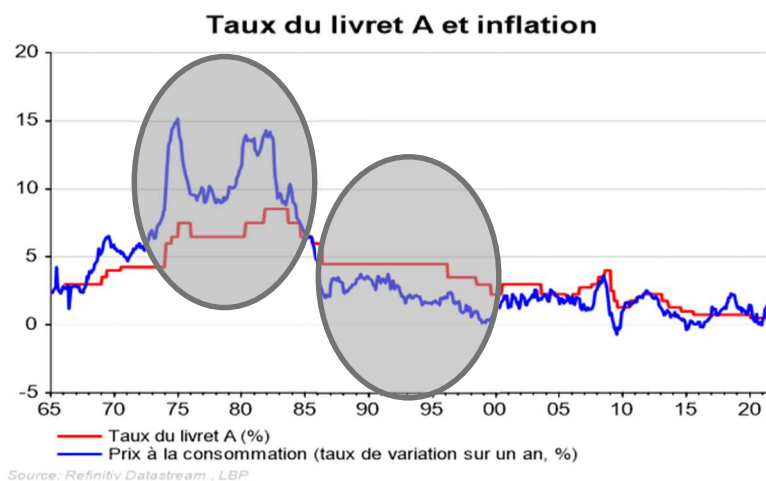


France : collecte nette sur le Livret A (Md€)



⁷ Comme on le voit sur le graphique ci-dessus, le taux d'intérêt réel (taux nominal - inflation) avait été négatif par le passé dans les phases de poussée de l'inflation, en lien avec les chocs pétroliers de 1973 et 1979.

- Si dans un monde avec très peu d'inflation, le coût supporté par les ménages en laissant « dormir » leur épargne a été faible, en cas d'accélération durable de l'inflation, le rendement réel (taux - inflation) de l'épargne liquide serait affecté. C'est trivial pour les dépôts qui ne sont pas rémunérés mais cela s'applique aussi au taux du livret A dont la formule d'indexation conduirait à une inertie de la rémunération par rapport à l'inflation. Pour mémoire, le taux du livret A est fixé comme la moyenne semestrielle du taux d'inflation hors tabac et des taux interbancaires à court terme (Ester €STR, ex. EONIA). Donc si l'€STR reste stable, au moins dans un premier temps si l'on suppose que la BCE ne modifierait pas immédiatement ses taux directeurs, il y aura perte de pouvoir d'achat du rendement du livret A. C'est d'ailleurs ce que l'on a observé par le passé lors des phases de forte accélération de l'inflation. Inversement, la période de désinflation a rendu attractive la rémunération du livret A.



- Par ailleurs, si l'inflation mordait sur le pouvoir d'achat des ménages (indexation incomplète des salaires, des retraites), l'épargne liquide pourrait servir d'amortisseur pour maintenir le niveau de consommation.
- Enfin, la rémunération des fonds euros serait encore moins attractive si l'inflation était durablement plus élevée. En effet, la rémunération des fonds euros est principalement liée au rendement de l'OAT 10 ans. En tentant de répliquer les évolutions observées sur les 25 dernières années on peut estimer qu'une hausse permanente de l'OAT de 1 point entraîne une augmentation du rendement de l'assurance-vie en euros de 0,19 point la 1^{ère} année et d'environ 0,55 point à 5 ans. Cela s'explique notamment par un effet de lissage lié à l'évolution progressive du rendement de l'actif des assureurs qui tient par un renouvellement étalé dans le temps (en pratique sur environ 8 ans). Il est par ailleurs très probable que le rendement de l'OAT suivrait progressivement l'inflation mais dans une proportion qui dépendra de l'ancrage ou non des anticipations des investisseurs et de l'attitude de la banque centrale. En conséquence, en cas d'accélération de l'inflation, l'indexation graduelle de l'OAT à l'inflation et l'indexation partielle du rendement de l'assurance-vie en euros se traduiraient par une perte de pouvoir d'achat du rendement de l'assurance-vie en euros, ce qui pourrait encourager les ménages à diversifier leur épargne.

Direction Finance et Stratégie – Direction des études économiques :

[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.