

PERSPECTIVES À CINQ ANS

# L'âge de la Confusion

RÉSUMÉ

2023  

---

2027

# Résumé

## L'âge de la Confusion

Réservé aux  
investisseurs  
professionnels

Vers 1720, Jean-Sébastien Bach, l'un des plus grands compositeurs classiques de tous les temps, a composé une fugue en ré mineur particulièrement complexe pour quatre voix, dont le thème explore les douze degrés de l'échelle chromatique, ce qui était inédit à l'époque. En parcourant toutes les notes de l'octave, cette fugue semble manquer totalement d'harmonie, ce qui a fait dire à un critique de l'époque qu'elle était « confuse ». Or, cette pièce s'est révélée révolutionnaire. Flirtant avec l'atonalité, le morceau préfigurait un changement de paradigme majeur qui ne s'est produit que deux siècles plus tard, lorsque Arnold Schönberg s'est inspiré de cette fugue pour créer de la musique atonale, abandonnant ainsi le royaume bien établi de la musique tonale.

## RÉSUMÉ

Aujourd'hui, le parallèle entre cette fugue de Bach et la situation des marchés financiers est frappant. Dans un contexte de multiplicité et de persistance des chocs ces derniers temps, le sentiment de désorientation qui en découle se traduit par une envolée de la volatilité des obligations, alors que l'inflation est à son plus haut aux États-Unis et que la croissance du PIB est au plus bas en Chine depuis 40 ans. Comme les quatre voix distinctes de la fugue de Bach, l'orchestre des marchés financiers alterne quatre styles depuis le début de l'année, passant de l'un à l'autre assez rapidement : augmentation des rendements nominaux du Trésor et baisse des spreads de crédit (appétit pour le risque), baisse des rendements du Trésor et hausse des spreads de crédit (aversion au risque), augmentation simultanée des rendements du Trésor et des spreads de crédit (resserrement quantitatif), et baisse simultanée des rendements du Trésor et des spreads de crédit (assouplissement quantitatif).

L'année dernière, nous avions intitulé nos perspectives à cinq ans « Les années 2020 : tout feu tout flamme ». Un an plus tard, malheureusement, nous devons admettre que le monde s'est transformé en cocotte-minute, et pas seulement à cause du réchauffement climatique. Nous n'avions clairement pas prévu qu'une guerre en Europe déclencherait une crise énergétique et alimentaire, ni que l'inflation atteindrait les 10 % dans les économies développées. Et tandis que le Covid semble bien parti pour devenir endémique, il continue de faire des ravages en Chine, premier contributeur à la croissance mondiale. Un pays qui se bat également contre la crise de l'immobilier et la sécheresse.

### Une période de confusion caractérisée par la multiplicité, la persistance et la réflexivité.

Nous pensons que nous sommes à présent entrés dans une période de confusion. Confusion à cause des nombreux éléments fluctuants avec lesquels les participants du marché doivent jongler, créant des divergences de points de vue plus grandes que d'habitude chez les analystes quant aux signaux importants, tels que l'efficacité des politiques monétaires et budgétaires, le changement climatique, l'impact des prix de l'énergie et de l'alimentation, la trajectoire de croissance de la Chine, le surendettement, la zombification et la géopolitique. Cette incertitude extrême se reflète dans la volatilité, qui a presque doublé dans les prévisions des analystes relatives aux résultats à 12 mois par rapport aux niveaux antérieurs au Covid. La multiplicité des chocs récents, la persistance de ceux-ci et la réflexivité, qui est une réaction à ces chocs, explique cette confusion (ou désorientation), que l'on observe principalement dans trois grands aspects : la méconnaissance de l'inflation, le changement de politique monétaire et la question de savoir si l'ère de la grande modération a pris fin.

### Comprendre notre méconnaissance de l'inflation

Premièrement, il règne une certaine confusion quant à l'origine de l'inflation, mais aussi au sein des banques centrales.

Alors que le président de la Fed a déclaré début 2021 que nous devrions peut-être abandonner la théorie monétariste qui postule l'existence d'un lien entre les agrégats monétaires, la production et l'inflation, d'autres banquiers centraux, actuels ou anciens, tels que Mervyn King, ont fait part de leur désaccord, affirmant que les célèbres propos de Milton Friedman selon lesquels « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire » restent valides et que les banques centrales n'auraient pas dû faire tourner la planche à billets au lendemain de la récession due au Covid. Comme nous le montrons au chapitre 4, oublier Milton Friedman nous semble peu judicieux même si la vitesse de circulation de la monnaie est faible.

Naturellement, la confusion concerne également la trajectoire à venir de l'inflation. L'année dernière, les banques centrales avaient estimé que l'inflation était « transitoire », une

## RÉSUMÉ

opinion mise à mal par la réalité. « Je pense que nous comprenons mieux aujourd'hui à quel point nous comprenons peu l'inflation », a dû concéder Jerome Powell. Les principales banques centrales ont été victimes de la même idée fautive dans leurs prévisions, à savoir qu'en énonçant un objectif d'inflation, les modèles reposent sur l'hypothèse qu'à long terme l'inflation reviendra toujours à 2 %. Les banques centrales ont donc raté leur coup durant la reprise post-pandémie et n'ont pas atteint leur objectif. *In fine*, elles prennent le risque d'un effondrement de ce que l'on appelle le « canal des anticipations » en matière de transmission monétaire – en cas de désancrage des anticipations d'inflation –, mais aussi de leur crédibilité en tant qu'organismes gardiens de l'inflation. Cette année, les banques centrales ont clairement admis ce risque en supprimant le mot « transitoire » de leur vocabulaire et en se lançant dans un cycle accéléré de resserrement.

Dans notre rapport de l'année dernière, nous prévenions que l'inflation pourrait se révéler moins transitoire que prévu, en nous fondant sur le fait que l'incertitude macroéconomique historiquement élevée due à la crise du Covid nécessiterait une période prolongée et plus durable de rééquilibrage économique. Il est rassurant de savoir que ce rééquilibrage est déjà en cours, le relâchement des pressions sur la chaîne d'approvisionnement se traduisant par une baisse des coûts de fret et des prix des matières premières. Du côté de la demande, la consommation de biens, excessivement forte en 2020-2021, a retrouvé un niveau normal. Les cours réels du pétrole ont diminué, et dans la mesure où les effets de base dus à la baisse des prix du pétrole en glissement annuel dans l'inflation générale se sont renforcés, les banques centrales devraient souffler un peu.

Mais il reste un obstacle. À ce stade, les effets de base des prix de l'énergie auraient déjà dû conduire à une baisse de l'IPC global, mais ils ont été subsumés par réflexivité<sup>1</sup> : à mesure que le coût de la vie évolue, les agents économiques réagissent et commencent à exiger des compensations (augmentation des salaires et indexation des retraites). La réflexivité suggère qu'après le pic d'inflation, le processus de désinflation qui émerge pourrait être irrégulier et pas forcément synonyme de retour vers les objectifs d'inflation des banques centrales. Même si les chocs exogènes de l'inflation (alimentation/énergie) disparaissent en 2023, la réaction des producteurs et des consommateurs d'un pays crée des effets endogènes, et les sources d'inflation domestique augmentent (services, loyers).

1. Terme introduit dans la théorie économique par George Soros dans son livre « L'alchimie de la finance » (1987).

Ainsi, la désinflation ne répond toujours pas à la question de savoir quel niveau atteindra l'inflation à moyen terme. Passé la surprise de la multiplicité et de la persistance des chocs en 2022, la réflexivité pourrait être un nouvel élément susceptible de prolonger un épisode de confusion autour de l'inflation, dans un contexte de renforcement du pouvoir de négociation des travailleurs face au capital. Certes, nous pensons que le niveau à partir duquel l'inflation devient durable est relativement élevé et que les récessions (que nous anticipons d'une façon ou d'une autre dans chaque scénario) sont très désinflationnistes, mais une dissymétrie vers la droite de la distribution des anticipations d'inflation pour les économies développées sera un fil rouge en 2023-2027.

### Un changement radical de politique monétaire

La deuxième raison à cette période de confusion est qu'un changement radical de régime pour les marchés financiers est en cours, les mesures d'assouplissement quantitatif (QE) laissant place à des mesures de resserrement quantitatif (QT) par les banques centrales. Ce changement s'explique par le fait que les primes de risque d'inflation indiquent que la peur de la déflation, que l'on observe depuis dix ans, s'est transformée en une peur de l'inflation, supprimant la nécessité de maintenir des taux d'intérêt artificiellement bas et des mesures d'assouplissement non conventionnelles. Nous naviguons en terre complètement inconnue ici. Habités au « Fed put », les marchés interprètent les mauvaises nouvelles macroéconomiques comme de bonnes nouvelles puisque l'argent facile coule à flots. Toute une génération de traders (et d'algorithmes, d'ailleurs) dépend

## RÉSUMÉ

désormais des bilans des banques centrales qui sont de plus en plus souvent présentés en pourcentage du PIB. Cette tendance a provoqué une reflation massive des prix des actifs. Notons que malgré la compression importante des multiples observée l'année dernière, le ratio cours-bénéfice standard du S&P 500 est toujours en hausse de 97 % depuis que l'ancien président de la Fed, Ben Bernanke, a pour la première fois annoncé un plan de QE en novembre 2008. Alors que l'expansion des bilans des banques centrales est sur le point de s'inverser, il est trop facile de penser qu'un resserrement quantitatif est le contraire de l'assouplissement quantitatif et que, par conséquent, tout est déjà intégré dans les prix actuels. L'expérience du resserrement modéré en 2017-2019 aux États-Unis a déjà montré que les conséquences sur les conditions de liquidité sont asymétriques à la baisse. Dans un monde où les risques d'inflation sont orientés à la hausse, les mauvaises nouvelles macroéconomiques ne seront que de mauvaises nouvelles après tout.

### Adieu la grande modération ?

Troisièmement, la multiplicité, la persistance et la réflexivité subséquente aux chocs récents ont déclenché un grand débat macroéconomique sur la question de savoir si la grande modération était terminée. Alors que la confusion pourrait être le signe d'un changement de paradigme à venir, elle ne suffit pas à elle seule. Nous pensons que l'avenir est devenu moins prévisible et restons neutres concernant le changement de régime dans les cinq années à venir, même s'il est clair que la grande modération est de plus en plus marquée par des accès de stagflation.

Les changements de paradigme annoncés sont loin d'être étayés par des preuves. Les données sont en effet insuffisantes pour affirmer que nous sommes proches d'un point de bascule où la réflexivité laisserait l'inflation devenir incontrôlable dans les économies développées. En Chine, premier contributeur à la croissance mondiale, si le déclin démographique actuel a des effets nets désinflationnistes et que le désendettement prolongé de son vaste secteur immobilier entraîne une faible croissance de la consommation, la grande modération pourrait tout à fait se poursuivre. D'un autre côté, si les banques centrales très sensibles à la croissance changent de position plus tôt que prévu et mettent fin au cycle de resserrement sans atténuer l'inflation lorsque la reprise aura lieu en Chine, nous devrions bientôt dire adieu à la grande modération.

### Nos scénarios

Quelles conséquences pour l'élaboration de nos scénarios ? Dans notre scénario de base, celui d'un **atterrissage forcé qui fait baisser l'inflation**, l'économie mondiale connaît une reprise longue et instable après une récession aux États-Unis en 2023 qui aura suffisamment réduit la demande pour faire reculer l'inflation. Les baisses de taux par la Fed durant cette récession ont cependant un effet de durcissement puisque l'inflation devrait rester dans une zone grise (2,6 % en moyenne entre 2023 et 2027). Les investissements destinés au rétablissement des chaînes d'approvisionnement favorisent la résilience mais compromettent aussi l'efficacité. Trois moteurs historiques qui pourraient soutenir une consommation supérieure aux tendances dans les cinq prochaines années pour les marchés développés ont commencé à se gripper, à savoir les faibles taux d'intérêt, l'épargne excédentaire et l'accès abordable au logement. Par conséquent, nous revoyons à la baisse la trajectoire de croissance américaine pour les cinq années à venir et anticipons un PIB réel annualisé de 1,75 % (inférieur au taux tendanciel), contre 2,3 % auparavant. En Chine, la croissance de l'activité du pays passe sous la barre des 5 %, compte tenu du déclin démographique.

Dans notre scénario optimiste (**après la pluie, le beau temps**), de bons côtés émergent de la récente multiplicité des chocs. Pour les États-Unis, nous anticipons un rebond du PIB réel à 3,75 % en 2024 et une croissance solide et supérieure à la tendance de son PIB annualisé géométrique à 5 ans, à savoir 2,75 % sur la période 2023-2027. Cette prévision

## RÉSUMÉ

repose sur le fait que les innovations découlant des investissements verts et l'essor des dépenses d'investissement après le Covid finiront par se voir dans les chiffres de la productivité. La loi de réduction de l'inflation récemment adoptée outre-Atlantique se traduit par une augmentation cyclique des investissements verts. Quant à l'Europe, elle se détourne de plus en plus vite de la Russie pour se fournir en énergie et privilégie les importations et contrats à long terme de GNL afin de réduire stratégiquement sa dépendance à Moscou. Dans le même temps, le plan REPowerEU contribue à atteindre les objectifs du paquet « Fit for 55 » (« Ajustement à l'objectif 55 ») de l'Europe. La Chine parvient à atteindre l'immunité collective contre le Covid en 2023 et à un désendettement contrôlé de son secteur immobilier, ce qui lui permet d'atteindre son objectif de croissance annuelle de 5,5 %.

Dans notre scénario pessimiste de **stagflation**, nous prévoyons que le cycle de resserrement mondial actuel et la récession qui en découlera en 2023 ne suffisent pas à déboulonner une inflation bien ancrée. Dans ce scénario, les nombreux risques actuels se concrétisent dans un contexte de réflexivité, tant sur les marchés financiers que dans l'économie réelle. Faisant écho aux années 1980 (lorsque la Fed était dirigée par Paul Volcker), deux récessions seront nécessaires pour dompter l'inflation. Par rapport à notre scénario de base, la Fed affiche une sensibilité accrue à la croissance à mesure qu'elle progresse dans le cycle de resserrement et qu'elle procède à de nouvelles baisses de taux durant la récession de 2023-2024. Cette récession dure cependant plus longtemps car la confiance des ménages ne remonte pas aussi rapidement que dans les autres scénarios, étant donné le niveau très élevé d'inflation.

Alors que les problèmes d'approvisionnement s'éternisent dans un contexte de tensions géopolitiques accrues, l'inflation sous-jacente s'accélère une nouvelle fois pour atteindre 4,75 % d'ici à 2025. Tout cela commence à préoccuper sérieusement la Fed qui se lance alors dans un cycle de resserrement agressif. Les courbes des taux s'inversent à nouveau et une nouvelle récession plus importante se produit vers 2026-2027. La croissance annualisée géométrique à 5 ans du PIB est au plus bas de sa fourchette historique : 0,95 % seulement pour le PIB américain sur la période 2023-2027.

Dans le contexte actuel, il est tout à fait possible d'envisager des scénarios plus extrêmes et plus divergents dans les cinq prochaines années, allant d'une déflation réelle après un atterrissage forcé, à une situation économique où les anticipations inflationnistes s'enracinent, atteignant ainsi un point de bascule où l'inflation devient incontrôlable. Toutefois, si elles sont plausibles, ces situations restent peu probables, selon nous, et se caractérisent par un équilibre très instable.

### Rendements réels faibles à négatifs, primes de risque timides

À l'âge de la confusion, comment un investisseur peut-il empêcher les déviations ? En examinant les évolutions par le prisme de la multiplicité, la persistance et la réflexivité. La confusion sur les marchés financiers n'a rien de nouveau, elle a toujours fait partie du quotidien des investisseurs, comme le montrait en 1688 Jose de La Vega dans son livre *La confusion des confusions*, qui présentait le fonctionnement de la première place de marché au monde au XVII<sup>e</sup> siècle, à Amsterdam. La confusion crée des opportunités pour les investisseurs actifs. Du point de vue des marchés financiers, cette période pourrait donc très bien se transformer en opportunités d'alpha pour les investisseurs actifs et aguerris lorsque les excès de liquidités ayant favorisé l'argent facile diminueront.

Nous pensons que les rendements des actifs en euros resteront inférieurs à leurs moyennes historiques à long terme dans les cinq ans à venir, principalement à cause d'un taux d'intérêt sans risque inférieur à son niveau habituel et, dans certains cas, de primes de risque plus faibles, sauf pour les matières premières. Pour les investisseurs en dollars

## RÉSUMÉ

américains détenant un portefeuille international, les perspectives sont meilleures car nous anticipons une appréciation des autres devises face au billet vert, ainsi que la fin du marché haussier du dollar d'ici à cinq ans.

Nous avons réduit de 0,25 % le rendement attendu sur les actions, ce qui donne un rendement nominal total géométrique de 4 % pour un portefeuille d'actions développées libellées en euros. La remontée des taux d'intérêt nominaux sans risque depuis septembre 2021 a entraîné une augmentation des rendements pour de nombreuses classes d'actifs obligataires, les obligations souveraines des marchés développés enregistrant notamment une hausse remarquable de 1,5 % (couvertes contre l'euro).

### Perspectives à cinq ans 2023-2027

	Rendements annualisés sur 5 ans	
	EUR	USD
<b>Obligations</b>		
Liquidités domestiques	1,00%	2,50%
Obligations d'État domestiques AAA	-0,50%	3,25%
Obligations d'État mondiales (pays développés, couvertes)	1,00%	2,50%
Dette souveraine émergente (locale)	2,75%	5,75%
Crédits mondiaux investment grade (couverts)	1,75%	3,25%
Crédits mondiaux high yield (couverts)	2,75%	4,25%
<b>Actions</b>		
Actions marchés développés	4,00%	7,25%
Actions marchés émergents	5,25%	8,25%
Immobilier coté	3,75%	6,75%
Matières premières	4,00%	7,00%
<b>Prix à la consommation</b>		
Inflation	2,25%	2,75%

Source : Robeco. Septembre 2022. La valeur de vos investissements peut fluctuer et les performances estimées ne garantissent pas de résultats futurs.

Par rapport à l'année dernière, les risques liés aux marchés actions développés sont moins bien récompensés que les risques obligataires. C'est la première fois en douze éditions d'Expected Returns que nous prévoyons une prime de risque sur les actions développées inférieure à son rendement habituel pour un investisseur en euros. Cela est en partie dû au fait que nous anticipons une augmentation de la volatilité dans la consommation qui justifiera à moyen terme une prime de risque sur les actions plus élevée que celle actuellement offerte par le marché. Mais en matière de rendement nominal absolu, il n'existe guère d'alternatives aux actions dans l'univers multi-actifs traditionnel puisque seules les matières premières soutiennent la comparaison avec les actions pour un investisseur en euros.

Maintenir le pouvoir d'achat réel pour un portefeuille diversifié à l'échelle mondiale sera difficile dans la mesure où un tel portefeuille d'actions et d'obligations enregistre un rendement *réel* (c'est-à-dire corrigé de l'inflation) de -2,9 % par an lorsque l'inflation annuelle est de 4 %. En d'autres termes, les périodes d'inflation sont de loin les pires pour le pouvoir d'achat des investisseurs. À l'exception de notre scénario optimiste, nous anticipons une inflation comprise entre 2,5 % et 5 % pour les économies développées, ce qui remet clairement en question la diversification de portefeuille puisque la corrélation

## RÉSUMÉ

actions-obligations a tendance à être positive dans cette fourchette d'inflation pour les marchés développés. La recherche d'autres actifs capables de couvrir le risque action se poursuivra donc. À cet égard, nous notons que nous n'avons pas abaissé nos prévisions pour le secteur immobilier, alors que les matières premières devraient continuer de générer des rendements conformes à leur niveau habituel malgré les performances du supercycle des matières premières enregistrées ces deux dernières années.

La dernière fugue en ré mineur de Bach, extraite du *Clavier bien tempéré* a ébranlé le modèle qui dominait le monde de la musique au XVIII<sup>e</sup> siècle, et inspiré Beethoven, Mendelssohn et de nombreux autres compositeurs aux siècles suivants. Pourtant, Bach n'a pas inversé le cours des choses puisque, finalement, ses compositions ont conservé leur nature tonale. De même, l'âge de la confusion remettra en cause et transformera les fondements de la grande modération dont nous avons bénéficié ces 40 dernières années, sans toutefois les renverser. ●



# Information importante

Cette publication est destinée aux investisseurs professionnels. Robeco Institutional Asset Management BV (n° de registre 24123167) est une société de gestion de droit néerlandais agréée par l'AFM et autorisée à la libre prestation de service en France. Robeco France est une filiale de Robeco dont l'activité est basée sur la promotion et la distribution des fonds du groupe aux investisseurs professionnels en France.

Sans explications complémentaires, le présent document ne peut être considéré comme complet. Celui-ci a pour but de fournir à l'investisseur professionnel des informations générales sur les capacités spécifiques de Robeco, mais ne constitue en aucun cas un conseil ou une recommandation d'achat ou de vente de certains titres ou produits d'investissement. Tout investissement est soumis à un risque et notamment de perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Pour plus d'information et avant toute décision d'investissement,

il convient de se référer aux documents d'informations clés pour l'investisseur et prospectus des fonds, disponibles sur le site web de Robeco : <https://www.robeco.com/fr>.

Tous les droits relatifs aux informations contenues dans la présente publication sont et resteront la propriété de Robeco. Aucune partie de cette présentation ne peut être reproduite, stockée dans une base de données automatisée ou publiée sous quelque forme que ce soit ou de quelque manière que ce soit (électronique, mécanique, photocopie, enregistrement ou autre) sans la permission préalable et écrite de Robeco. Les informations contenues dans la présente publication ne sont pas destinées aux utilisateurs d'autres pays, tels que les citoyens et résidents des États-Unis, dans lesquels l'offre de services financiers étrangers n'est pas autorisée ou dans lesquels les services de Robeco ne sont pas disponibles.

© Robeco – Avril 2022

