

EST-CE QUE LES MARCHÉS REDOUTENT UN RETOUR DE LA STAGFLATION ?

La guerre en Ukraine a fait s'envoler les prix des matières premières, ce qui pèsera sur la croissance du PIB. Sans surprise, l'idée d'un possible retour de la stagflation gagne du terrain comme en témoigne le nombre croissant de médias y faisant référence. La stagflation est un phénomène pluriannuel de forte inflation et de chômage élevé. Bien que l'inflation soit actuellement forte, les autres conditions ne sont pas réunies. Il est utile de suivre l'évolution des marchés financiers afin de déterminer si le risque de stagflation est en hausse, notamment en comparant l'évolution du point mort d'inflation et de l'écart de taux entre obligations d'entreprise à haut rendement et les obligations d'État. Aux États-Unis, toutes deux ont augmenté récemment mais il semble prématuré d'y voir le signe que les marchés anticipent déjà une augmentation du risque de stagflation. Après tout, ces évolutions sont très récentes et l'écart de rendement des obligations d'entreprise reste faible.

La guerre en Ukraine a entraîné une flambée des prix du pétrole, du gaz, du blé et d'autres matières premières, traduisant la crainte d'une rupture majeure d'approvisionnement. Ce choc négatif de l'offre, qui vient s'ajouter au choc des prix de l'énergie enregistré l'année dernière, va pousser encore plus à la hausse une inflation déjà élevée, et ainsi peser sur la croissance du PIB réel.

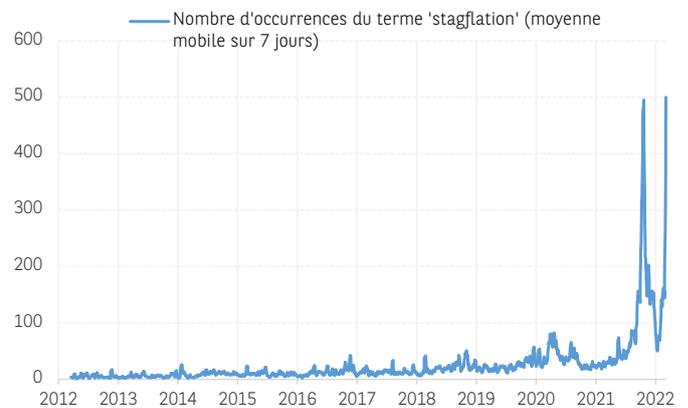
Sans surprise, l'idée d'un possible retour de la stagflation gagne du terrain, comme en témoigne le nombre toujours plus élevé de médias y faisant référence (graphique 1). La stagflation désigne une forte inflation associée à une stagnation de l'activité économique, qui entraîne une hausse significative du taux de chômage. En 1980, une étude préparée dans le cadre du Comité économique conjoint du Congrès des États-Unis a défini la stagflation comme « la coexistence entre un chômage et des taux d'inflation excessivement élevés »¹. La somme de ces deux variables correspond à ce que l'on appelle l'indice d'inconfort ou d'appauvrissement. La coexistence sur plusieurs années entre une forte inflation et une croissance faible/un chômage élevé crée, de fait, une situation hautement inconfortable. Elle constitue un dilemme pour les banques centrales, pèse sur le pouvoir d'achat des ménages dans un environnement de montée de l'incertitude sur le revenu et exerce des pressions sur les bénéfices des entreprises. Les pouvoirs publics peuvent se réjouir de la baisse de la valeur réelle de l'encours de la dette du fait d'une inflation élevée, mais l'augmentation du chômage et une croissance faible creusent le déficit public.

La stagflation constitue aussi un problème pour les marchés financiers. Lorsque la hausse de l'inflation est due à une croissance robuste de la demande, les investisseurs ont tendance à préférer les actions aux obligations. La première catégorie d'actifs devrait, en effet, bénéficier d'une amélioration des perspectives bénéficiaires tandis que la

deuxième va pâtir de l'augmentation des anticipations d'inflation. En cas de stagflation, ces deux classes d'actifs verront leurs performances mises à mal. Pour les différentes parties prenantes, il est très important d'évaluer les risques de stagflation pour mieux s'y préparer. Outre le suivi des prévisions relatives aux principales variables (inflation, croissance, chômage), l'analyse des informations fournies par les marchés financiers peut, compte tenu de leur caractère prospectif, s'avérer utile.

La stagflation se réfère à la fois à la stagnation et à l'inflation. Concernant cette dernière, les anticipations peuvent être évaluées sur la base du point mort d'inflation (*break-even inflation*), i.e. la différence entre le rendement d'une obligation nominale et celui d'une obligation indexée

NOMBRE D'OCCURRENCES DE « STAGFLATION » (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

¹ Source : *Stagflation: the causes, effects and solutions*, volume 4 de l'étude spéciale sur le changement économique (*Special Study on Economic Change*) préparée pour le Comité économique conjoint du Congrès des États-Unis, 17 décembre 1980.

Très récemment, aux États-Unis, le point mort d'inflation a bondi et les écarts de taux entre les obligations d'entreprise à haut rendement et les obligations d'État se sont creusés. Il semble prématuré d'y voir le signe que les marchés anticipent une augmentation du risque de stagflation. Après tout, ces évolutions sont très récentes et l'écart de rendement reste faible.

sur l'inflation de même maturité. D'après les données historiques, il existe une corrélation positive élevée entre le prix du pétrole et le point mort d'inflation aux États-Unis. Ainsi, la hausse des prix du brut se traduit par une augmentation des anticipations d'inflation basées sur le marché (graphique 2a). Or, depuis la fin 2021, et jusqu'à une date récente, cette relation a beaucoup fluctué. Malgré la flambée du pétrole, les points morts d'inflation ont reculé, reflétant l'idée selon laquelle plusieurs relèvements de taux par la Réserve fédérale américaine finiraient par maîtriser, in fine, l'inflation. La guerre en Ukraine a, cependant, rétabli cette corrélation habituellement positive, signe de l'inquiétude croissante face à l'évolution future des prix de l'énergie.

On peut analyser le volet stagnation de la stagflation d'après l'écart de taux (*spread*) entre les obligations à haut rendement (*high yield*) et les obligations d'État². Ce *spread* se subdivise en deux parties : les anticipations des investisseurs relatives aux défaillances futures des entreprises et leur attitude à l'égard du risque des obligations d'entreprise³. Un élargissement du *spread* reflète, par conséquent, des anticipations d'augmentation des défaillances d'entreprises et/ou une détérioration du sentiment à l'égard du crédit. Ces deux éléments sont liés aux perspectives de croissance. Aux États-Unis, l'énergie représente 13,5 % de l'indice⁴. Cela explique en partie la corrélation négative entre

le *spread* des obligations à haut rendement et les prix du pétrole⁵ (graphique 3a). Cependant, depuis l'invasion de l'Ukraine et malgré la hausse vertigineuse des prix du pétrole, le *spread* des obligations à haut rendement s'est creusé, illustrant la préoccupation des investisseurs face à l'augmentation du risque de crédit (graphique 3b). Quelles sont les conséquences pour la corrélation entre le point mort d'inflation et l'écart de taux des obligations *high yield*? Les données historiques montrent que cette corrélation a été essentiellement négative, en raison du rôle déterminant des fluctuations de la demande dans l'évolution de la croissance (graphique 4a). Le ralentissement de la croissance entraîne un repli des anticipations d'inflation basées sur le marché et un élargissement du *spread* des obligations d'entreprise. Récemment, cette corrélation est devenue positive suite au choc d'offre négatif et au bond de l'incertitude géopolitique (graphique 4b). Il semble prématuré d'y voir le signe que les marchés anticipent une augmentation du risque de stagflation. Après tout, ces évolutions sont très récentes et le *spread* des obligations d'entreprise reste faible. Néanmoins, il sera utile de suivre de près la corrélation entre le point mort de l'inflation et les écarts entre obligations d'entreprise à haut rendement.

William De Vijlder

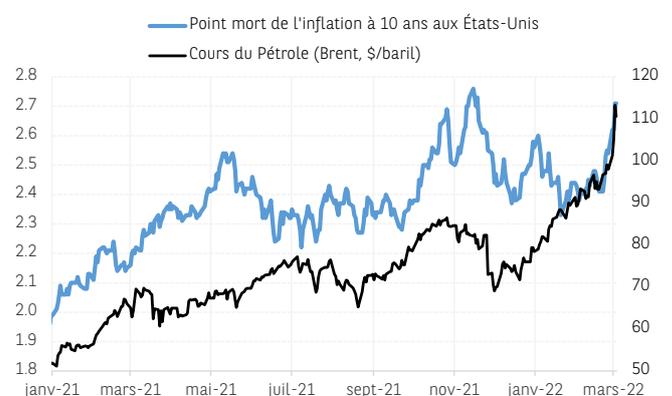
2 L'indicateur des obligations à haut rendement est préférable à celui des obligations de grande qualité (*investment grade*) en raison de sa plus forte sensibilité au cycle conjoncturel.

3 La première représente la prime au titre des défaillances attendues tandis que la deuxième reflète le sentiment des investisseurs à l'égard de la catégorie d'actifs. Ce sentiment est très sensible à l'évolution des anticipations relatives aux perspectives économiques. Source : *Recession risk and the excess bond premium*, Giovanni Favara, Simon Gilchrist, Kurt F. Lewis and Egon Zakrajsek, Notes de la Fed, 8 avril 2016.

4 Cela concerne l'indice *ICE BofA US High Yield*.

5 Une hausse du prix du pétrole améliore la rentabilité et réduit le risque des émetteurs obligataires du secteur de l'énergie. Autre explication de la corrélation négative : l'accélération de la croissance abaisse le niveau de risque de toutes les composantes de l'indice et peut aussi conduire à une augmentation du prix du pétrole. Ce sera le contraire en cas de récession.

ÉTATS-UNIS : POINT MORT D'INFLATION ET COURS DU PÉTROLE

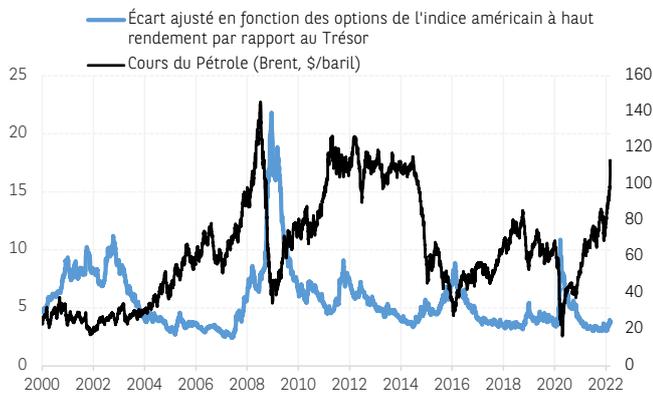


GRAPHIQUE 2

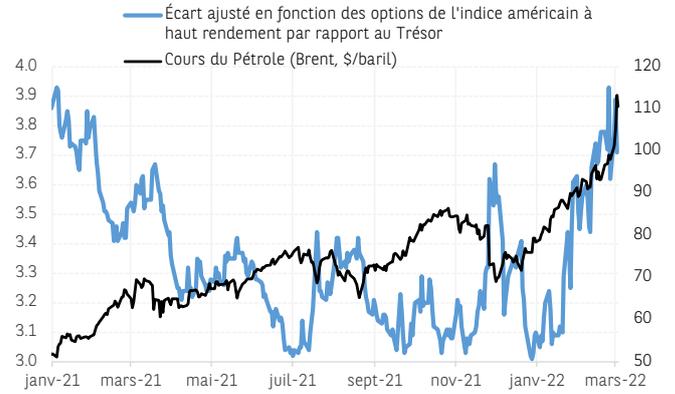
SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS



ÉTATS-UNIS : ÉCART DE TAUX DES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT ET PRIX DU PÉTROLE

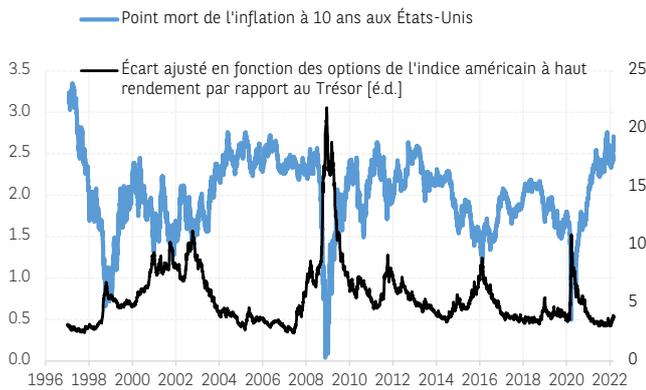


GRAPHIQUE 3

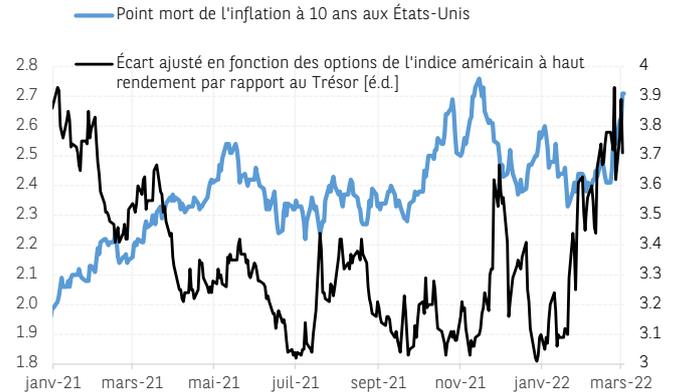


SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : POINT MORT D'INFLATION ET ÉCART DE TAUX DES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT



GRAPHIQUE 4



SOURCE : REFINITIV, ICE VIA FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, BNP PARIBAS

