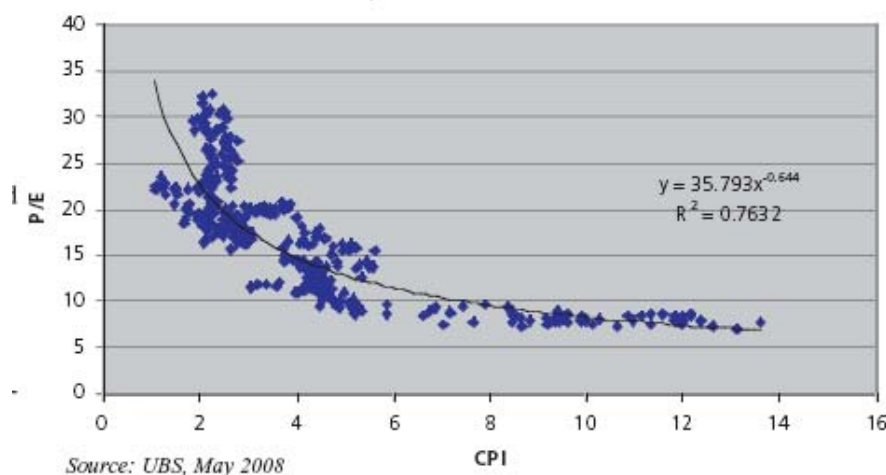


Quel est le lien entre l'inflation et le rendement des actions ?

Le *MIT Dictionary of Modern Economics* définit l'inflation comme « une augmentation durable du niveau général des prix ». Toutefois, il est très difficile d'élaborer une définition uniforme et cohérente de l'inflation puisqu'elle dépend du courant de pensée économique auquel on fait référence. Pour les économistes keynésiens, l'inflation est avant tout une augmentation des prix des services et des marchandises. Pour les économistes monétaristes et de l'école autrichienne, représentés respectivement par *Milton Friedman* et *Ludwig Von Mises*, l'inflation est avant toute chose un phénomène monétaire qui résulte d'une expansion de la base monétaire, principalement M3, et résulte par conséquent, pour le formuler simplement, de l'activation de la « planche à billets » par les banques centrales. Une autre difficulté réside dans les nombreuses méthodes existantes permettant de jauger l'inflation. Ainsi, il existe plusieurs indicateurs de l'inflation aux États-Unis, allant de l'indice des prix à la consommation (IPC) à l'indice de référence. L'IPC est un indicateur de l'évolution moyenne dans le temps du prix payé pour un panier diversifié de biens et de services, tandis que l'indice de référence exclut les prix de l'alimentation et de l'énergie. D'aucuns diront que la mesure de l'inflation de référence est moins pertinente puisque tout être humain a besoin de nourriture et d'énergie, ce qui fausse les données inflationnistes dans la pratique.

De nombreux experts se sont déjà penchés sur le **lien entre l'inflation et les rendements des actions**. S'il est clair que les obligations ne se comportent pas bien dans un environnement inflationniste, le lien entre l'inflation et les rendements des actions est moins évident. Expliquer les mauvais rendements des obligations à coupon fixe est assez aisé : lorsque l'inflation augmente, les taux d'intérêt à long terme augmentent puisque les investisseurs exigent des rendements plus élevés pour leurs investissements obligataires, ce qui entraîne les rendements à la hausse et diminue la valeur nominale des obligations existantes, a fortiori celles qui présentent une durée modifiée élevée. Autrement dit, plus la maturité de l'obligation est repoussée dans le futur, plus la sensibilité à la hausse des taux d'intérêt sera grande.

Graphique 1 : ratios coûts/bénéfices aux États-Unis et inflation de 1978 à 2008



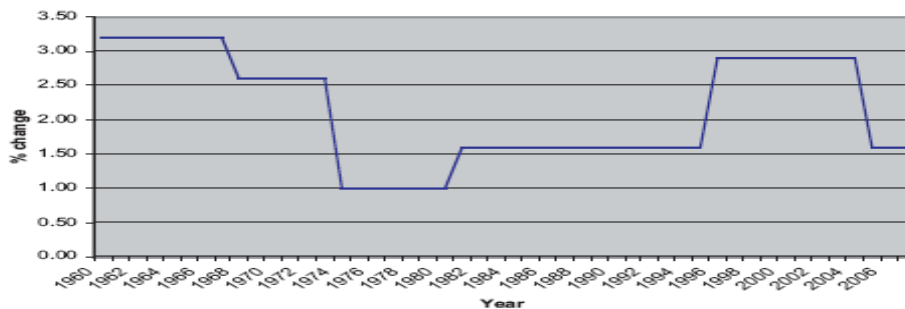
Les années 1970 sont communément identifiées comme une période de stagflation, c'est-à-dire d'inflation élevée, de taux d'intérêt nominaux élevés et de croissance économique anémique. En décembre 1980, les prix de l'or avaient atteint un record absolu de 850 dollars l'once, le taux Fed Funds était de 20 % et le bon du Trésor américain à dix ans pointait à 15,3 % en septembre 1981. De la fin du mois de décembre 1968 à la fin de l'année 1981, les États-Unis ont connu une période inflationniste à laquelle le président de la Fed de l'époque, Paul Volcker, a mis un terme en relevant rapidement les taux d'intérêt. Pendant cette période, l'indice S&P500 rapportait 1,28 % par an en termes nominaux et -6 % par an en termes réels, c'est-à-dire corrigé après inflation. En d'autres termes, un dollar investi dans le vaste marché américain des actions à la fin de l'année 1968 avait perdu 55 % de sa valeur réelle en 1981. Toutefois, grâce aux mesures drastiques de Paul Volcker, qui ont dans un premier temps fait payer un lourd tribut à l'économie américaine avant de se révéler extrêmement salvatrice à plus long terme, les États-Unis sont entrés dans une période de saine croissance caractérisée par des pressions inflationnistes faibles. A l'inverse, de la fin de l'année 1981 à la fin du mois de décembre 2000, l'inflation est retombée de 8,4 % en 1982 à 3,4 % en 2000. Pendant cette période, le S&P 500 présentait un rendement de

16,9 % par an. Le graphique ci-dessus montre clairement que pendant cette période, les ratios coûts/bénéfices aux États-Unis se sont fortement contractés à mesure que l'IPC augmentait. Autrement dit, les valorisations ont reculé.

Pourquoi l'inflation a-t-elle un impact sur les ratios coûts/bénéfices et dès lors sur les valorisations des titres ?

Il y a plusieurs explications. Tout d'abord, quand les perspectives de croissance de l'économie sont plus favorables, l'inflation est dans la plupart des cas minimale. **Des taux d'inflation élevés sont généralement observés dans des pays caractérisés par un régime instable, qui à son tour entraîne une croissance économique inférieure à la moyenne. D'ordinaire, une faible inflation va de pair avec des régimes stables, et cette stabilité soutient l'activité économique. Ensuite, en période de forte inflation, les investisseurs exigeront des rendements plus élevés en compensation.** Si le ratio coûts/bénéfices a tendance à chuter lorsque l'inflation grimpe, à l'inverse, le ratio cours/bénéfices, est plus enclin à augmenter. La productivité peut être considérée comme un facteur-clé pour une augmentation du niveau de vie et de la rentabilité des entreprises. Il existe un lien entre la productivité et l'inflation. En effet, la productivité a littéralement plongé au cours des années 1970, tandis que l'inflation suivait le mouvement inverse aux États-Unis, comme le montre le graphique ci-dessous.

Graphique 2 : Productivité du secteur non agricole aux États-Unis par heure (% de différence d'année en année)

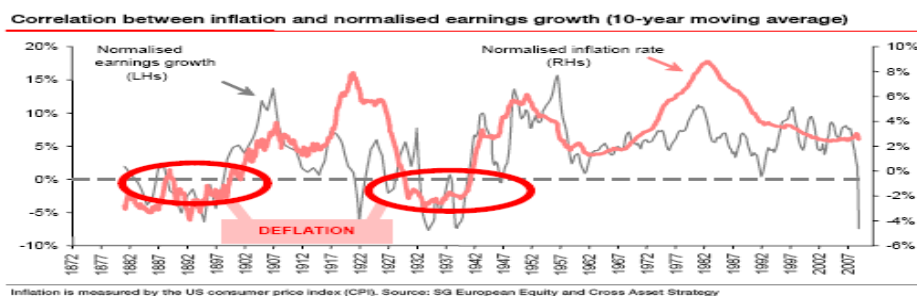


Source: FactSet, December 2007

Enfin, lorsque l'inflation et les taux d'intérêt sont élevés, les actions attirent moins les investisseurs, étant donné la diminution de la prime de risque (soit la prime exigée par les investisseurs pour compenser le risque pris par rapport aux investissements à revenus fixes). En outre, le financement se complique pour les entreprises, rendant les fusions et acquisitions et autres formes d'expansion plus difficiles.

Les investisseurs prétendent souvent que **lorsque l'inflation grimpe, les actions suivent le même mouvement**, car il s'agit « d'actifs corporels » qui suivent la courbe de l'inflation. Cette affirmation n'est pas tout à fait exacte, car elle suppose que les entreprises puissent faire payer le coût de l'inflation par leurs clients. Société Générale Cross Asset Research écrit à ce sujet : « *si en certaines périodes, la croissance des bénéfices affiche une corrélation avec le niveau de l'inflation, elle ne le fait pas en permanence, comme en témoigne le graphique ci-dessous. Le graphique montre qu'au cours des périodes de forte inflation, les bénéfices des entreprises souffrent considérablement, et ce, sur une durée non négligeable, ce qui entraîne une crise profonde sur le marché des actions.* »

Graphique 3 : corrélation entre l'inflation et la croissance des bénéfices normalisés (moyenne mobile à 10 ans)



Inflation is measured by the US consumer price index (CPI). Source: SG European Equity and Cross Asset Strategy

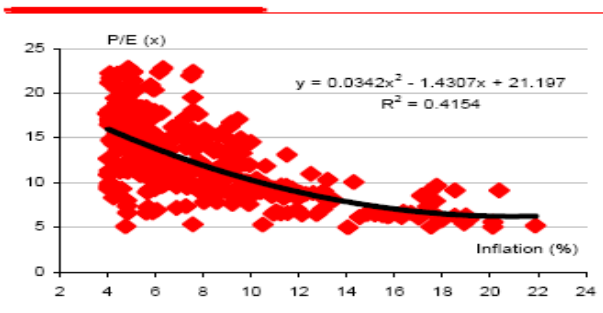
Source : Société Générale Cross Asset Research, 15 Juillet 2009

Le pouvoir de fixation des prix est une mesure-clé car il permet d'estimer la tendance des bénéfices des entreprises, selon la Société Générale. Les entreprises capables de limiter la croissance des coûts sous le niveau général de l'inflation économique résistent bien.

Ainsi, sachant que l'inflation n'a que peu d'impact tant qu'elle n'évolue pas au delà d'un certain seuil et que les actions peuvent ainsi profiter de cette situation optimale, dès que le niveau d'inflation passe la barre des 4 %, plusieurs mesures de valorisation telles que le ratio coûts/bénéfices, le ratio cours/valeur comptable et les marges EBIT tendent à diminuer, à l'inverse des rendements sur dividendes, la moyenne pondérée des coûts en capital augmentant pour les entreprises. En effet, lorsque les marchés des actions se sont redressés en 1981, marquant la fin de la longue période de marché baissier, les rendements globaux sur dividendes étaient relativement élevés et des secteurs entiers des marchés s'échangeaient largement sous leur valeur comptable.

Graphique 4 : ratio cours/bénéfices lorsque l'inflation excède les 4 %

P/E when inflation above 4%



Source: SG Cross Asset Research, Shiller

Plusieurs études ont en effet démontré qu'au cours de la première phase d'un cycle inflationniste, les actions enregistrent des performances relativement bonnes, car les premiers signes d'inflation découlent souvent d'une amélioration de la conjoncture économique. Il y a un décalage entre la reprise de l'inflation et le premier resserrement monétaire. Cette période peut s'étaler sur plusieurs mois, voire un an. Au cours de celle-ci, les actions profitent vraiment d'une situation optimale parce que les rendements obligataires réels deviennent négatifs, ce qui renforce l'idée qu'il n'y a pas d'alternatives aux actions. Lors de la seconde phase cependant, les rendements des actions diminuent à mesure que les banques centrales relèvent les taux d'intérêt au-dessus de la croissance nominale et de l'inflation, ce qui entraîne des taux d'intérêt réels positifs. A ce stade, les actions perdent leur avantage concurrentiel face aux investissements obligataires.

Que pouvons-nous conclure de ces observations ? Nous pourrions en fait conclure en affirmant qu'une inflation relativement minime, sous les 4 %, est favorable aux actions, qui ont tendance à souffrir une fois ce seuil dépassé. En outre, nous avons vu que les ratios cours/bénéfices (et donc les valorisations) diminuent lors des cycles inflationnistes. Il est essentiel de considérer la structure d'endettement des entreprises, leur pouvoir de fixation des prix, la valorisation et la rentabilité du capital physique. Il deviendra primordial de rechercher des entreprises de grande qualité, capables d'augmenter leurs prix au-delà du taux d'inflation. Par ailleurs, une absence totale d'inflation, voire une déflation (comme au Japon) est très préjudiciable pour les bénéfices des entreprises, mais là n'est pas notre scénario central. Notre conclusion générale est la suivante : il est extrêmement difficile de définir des règles absolues quant au lien entre l'inflation et les rendements des actions. Chaque entreprise individuelle se comportera différemment d'une autre, et il convient dès lors d'en tenir compte dans une approche de sélection de titres « bottom-up », telle que celle proposée par Dexia Asset Management.

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers, il ne constitue pas un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management (Dexia AM) apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues a priori. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

Attention : Si le présent document mentionne des performances passées d'un instrument financier ou d'un indice financier ou d'un service d'investissement, fait référence à des simulations de telles performances passées ou comporte des données relatives à des performances futures, le client est conscient que ces performances et/ou prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. De plus Dexia AM précise que :

- dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges.
- dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

Si le présent document fait référence à un traitement fiscal particulier, l'investisseur est conscient qu'une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et qu'elle est susceptible d'être modifiée ultérieurement. Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil. Si la présente information est une communication publicitaire, Dexia AM tient à préciser qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Dexia AM invite les investisseurs à toujours consulter le prospectus avant d'investir dans un de ses fonds. Le prospectus et d'autres informations relatives aux fonds sont disponibles sur le site www.dexia-am..