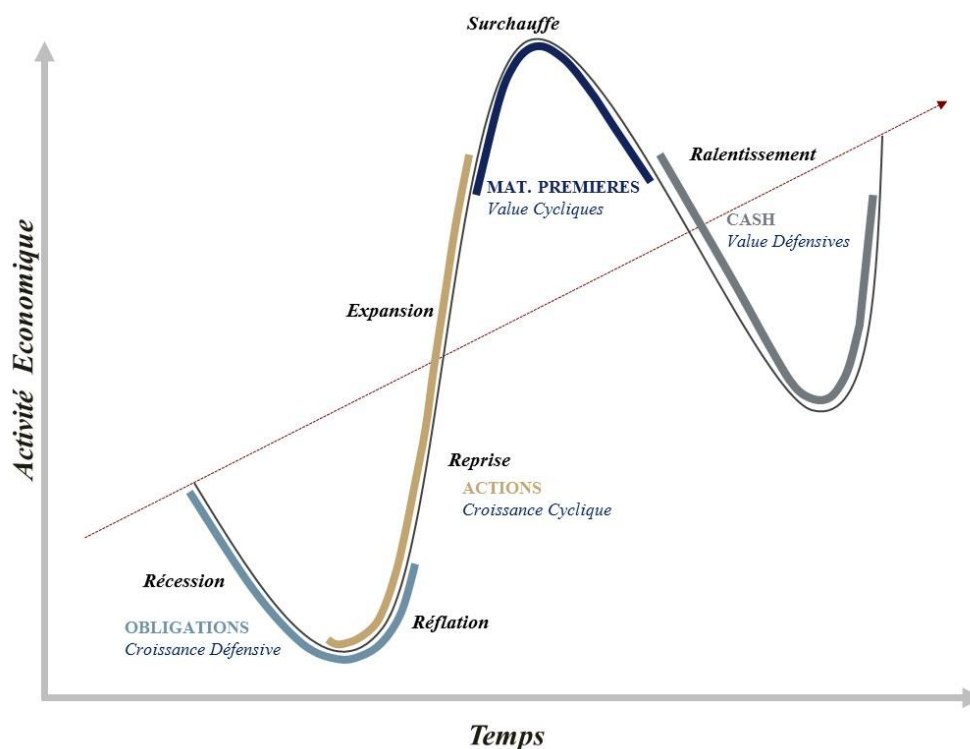


Profiter du retour de l'inflation

Après une décennie pro-déflation, il est temps de pivoter vers une stratégie pro-inflation, favorisant une allocation d'actifs combinant le Cash, les Actions et les actifs réels

Les signes de normalisation de l'inflation se multiplient : inflexion des prix des matières premières en 2016, comblement de l'output gap aux Etats-Unis en 2017, l'indice du coût de l'emploi aux Etats-Unis atteint 2.7% en mars 2018. Si les années 90-2000 étaient dominées par un formidable mouvement désinflationniste (discipline monétaire et budgétaire, globalisation, libéralisation, dividendes de la paix), les années post crise financière pourraient voir émerger **un retour de l'inflation** pour de multiples raisons : retour de l'Etat (relance monétaire et fiscale, protectionnisme), effets retardés d'une mauvaise allocation de l'épargne, raréfaction structurelle des ressources et vieillissement démographique globale. Avec une mise en place à grande échelle de politiques monétaires ultra-expansionnistes, une explosion des dettes publiques et la guerre des changes, la gestion de la crise financière aura inmanquablement des conséquences inflationnistes à plus ou moins long terme. Derrière ces interrogations sur le risque inflationniste, c'est **le rapport de force entre les débiteurs et les créanciers** qui est en train de changer. C'est le sens de l'affirmation de Joseph A. Schumpeter, selon laquelle « L'inflation constitue en elle-même un excellent moyen d'aplanir certaines difficultés transitoires et de réaliser une expropriation partielle ».

Cycle Economique et Cycle d'Investissement



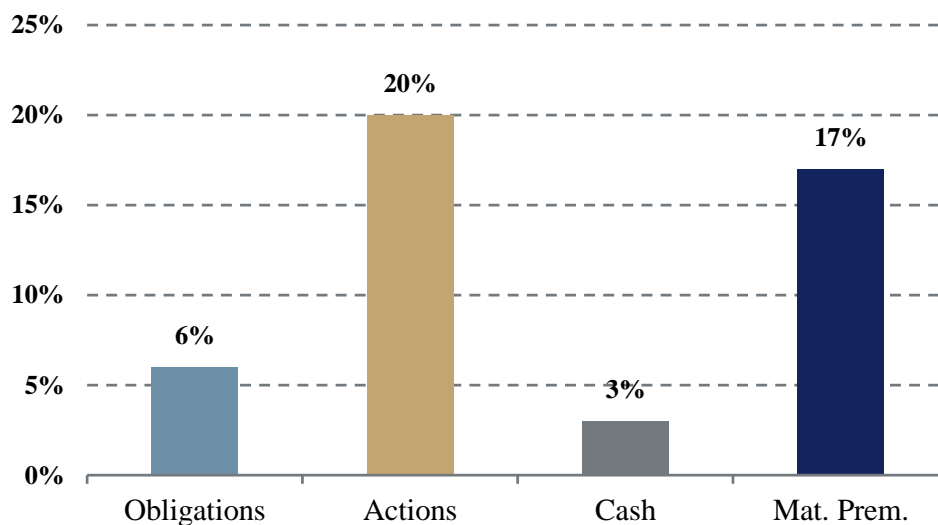
Source : Banque PBS

L'inflation est un paramètre essentiel pour la stratégie d'investissement. L'inflation et la croissance économique sont les deux facteurs macro-économiques qui influencent la performance des grandes classes d'actifs et leur positionnement relatif dans un portefeuille. Une croissance économique sans pression inflationniste est la configuration idéale. Quand l'inflation se manifeste suite à un excès de demande par rapport au potentiel de croissance, les incertitudes augmentent, le mix macro et la qualité des résultats des sociétés se dégradent. Rappelons que l'inflation n'est pas uniquement une hausse de l'indice des prix. C'est surtout **un phénomène auto-entretenu** de hausse des prix, des salaires et des coûts de production, spirale qui s'accompagne d'une hausse de la masse monétaire et qui conduit à une baisse de la valeur de la monnaie et une augmentation de la volatilité.

Quelle stratégie d'investissement adopter face au changement structurel de régime inflationniste ?

Sur le plan de l'allocation d'actifs, la surpondération Actions semble naturelle. La classe d'actifs Actions surperforme les obligations en phase inflationniste. Si l'indexation des profits sur le PIB nominal explique la relation positive entre Actions et inflation à long terme, la relation entre valorisation des actions (P/E) et inflation est non linéaire. Quand l'inflation dépasse 4%, les multiples de valorisation se contractent : il y a relation négative avec l'inflation. La performance de la classe d'actifs Actions passe en négatif lorsque l'effet contraction des multiples devient plus fort que la croissance bénéficiaire. Il peut paraître alors pertinent d'investir exclusivement sur la composante indexée de l'action, à savoir les dividendes, qui sont investissables en direct. Le *pricing power* (capacité à répercuter la hausse des prix des inputs, importance des barrières à l'entrée) devient un critère déterminant dans la sélection des valeurs.

Rendement des grandes classes d'actifs selon le scénario d'inflation : Inflation basse et en augmentation – 14 occurrences depuis 1972



Source : Banque PBS

Les obligations sont la classe d'actifs la plus chère après 20 ans d'appréciation massive. Les rendements réels négatifs des obligations diminuent leur capacité à agir comme amortisseur. Les rendements réels des obligations sont restés **négatifs pendant 45 ans** pour des niveaux de valorisation comparables à ceux d'aujourd'hui. Le Cash et le thème de la durée courte en général sont à surpondérer en raison de leur indexation à l'inflation. En cas de scénario de stagflation (combinaison inflation forte, récession), seul le Cash aura un rendement positif (réel et nominal).

Enfin, **la diversification doit être maximale, selon trois axes** : le change, l'alternatif et les actifs réels. Les monnaies à haut rendement et liées à des économies produisant des matières premières sont à rechercher, tout comme les stratégies alternatives (structures cash+alpha comme les long/short Actions et les CTA). Les actifs réels au sens large offrent protection du capital et décorrélation à l'inflation. **Un portefeuille d'actifs réels** combinant Métaux Précieux, matières premières, actifs fonciers et private equity surperforme très nettement l'inflation. Quand l'inflation dépasse 5%, les différents actifs réels s'apprécient de 1x à 2x l'inflation selon leur catégorie. La relation est par ailleurs progressive : au cours du 20^{ème} siècle, le rendement annualisé du portefeuille est de 6.1% quand l'inflation est comprise entre 3 et 5%. Il passe à 21% quand l'inflation dépasse 10%. Pour l'instant, l'inflation tendancielle aux Etats-Unis a opéré une normalisation de 0 à 2%. Il est donc pertinent de se pré-positionner pour le prochain palier de 3 à 5%.

Au total, l'investisseur doit méditer dès maintenant la citation de l'écrivain André Maurois, pour qui « l'inflation est l'œuvre du diable parce qu'elle respecte les apparences et détruit les réalités ».

Emmanuel Ferry
Banque Pâris Bertrand Sturdza
Directeur des Investissements
+41/22/316.02.16
emmanuel.ferry@bkpbs.com



**BANQUE
PÂRIS BERTRAND STURDZA**

Suisse

Banque Pâris Bertrand Sturdza S.A.

19, rue de Candolle
PO-Box 340
CH-1211 Genève 12
Tél.: +41 (0) 22 316 02 00

Luxembourg

Pâris Bertrand Sturdza (Europe) S.A.

41, Avenue de la Liberté
L-1931 Luxembourg
Tél.: +352 20 60 01 42

www.bkpbs.com

Disclaimer

This material has been prepared by Banque Pâris Bertrand Sturdza S.A., Geneva, Switzerland, hereafter referred to as PBS. This material is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. It has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is published solely for information purposes and is not to be construed as a solicitation or related financial instruments or an offer to buy or sell any securities.

This document is not intended for persons who are citizens of, domiciled or resident in, or entities registered in a country or a jurisdiction in which its distribution, publication, provision or use would violate current laws and regulations.

These materials contain confidential information and should not be circulated or disclosed to any person other than the original recipient. Any unauthorized copying, disclosures or distribution of these materials is strictly prohibited.

No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, nor is intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the materials. It should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Any opinions expressed in this material are subject to change without notice or be contrary to opinions expressed by other business areas or entities then, as a result of using different assumptions and criteria, PBS, is under no obligation to update or keep current the information contained herein. PBS, its directors, officers and employees' or clients may have or have had interests or long or short positions in the securities or other financial instruments referred to herein and may at any time make purchases and/or sales in them as principal agent. PBS, may act or have acted as a market-maker in the securities or other financial instruments discussed in this material.

Neither PBS, nor any of its directors, employees, or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or part of this material.

The potential investments described in this material are not suitable for all investors and their purchase and holding involves substantial risks. Potential investors should be familiar with instruments having the characteristics of such investments and should fully understand the terms and conditions set out in this documentation relating to them and the nature and extent of their exposure to risk of loss. Prior to entering into a transaction you should consult with your legal, regulatory, tax financial and accounting advisers to the extent you deem necessary to make your own investment, hedging and trading decisions.

Any transaction between you and PBS, will be subject to the detailed provisions of the term sheet, confirmation or electronic matching systems relating to that transaction. In addition, potential investors must determine, based on their own independent review and such legal, business, tax and other advice as they deem appropriate under the circumstances, that the acquisition of such investments (i) is fully consistent with their financial needs, objectives and conditions, (ii) complies and is fully consistent with all constituents documents, investments policies, guidelines, authorizations and restrictions (including as to its capacity) applicable to them, (iii) has been duly approved in accordance with all applicable laws and procedures and (iv) is a fit, proper and suitable instrument for them.

Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this presentation.