



L'impact de l'inflation sur les marchés



SOMMAIRE

Introduction	3
Décryptage de l'inflation sur les marchés financiers	5
Lutter contre l'inflation ou investir pour la transition climatique, doit-on choisir ?	14
Quelle allocation d'actifs dans un contexte inflationniste ?	17
L'impact de l'inflation sur les actions, focus sur les secteurs	20
L'impact de l'inflation sur le marché obligataire, focus sur les indexées inflation	28
Annexe	
Le lexique de l'inflation : définitions, mesures et composantes	31



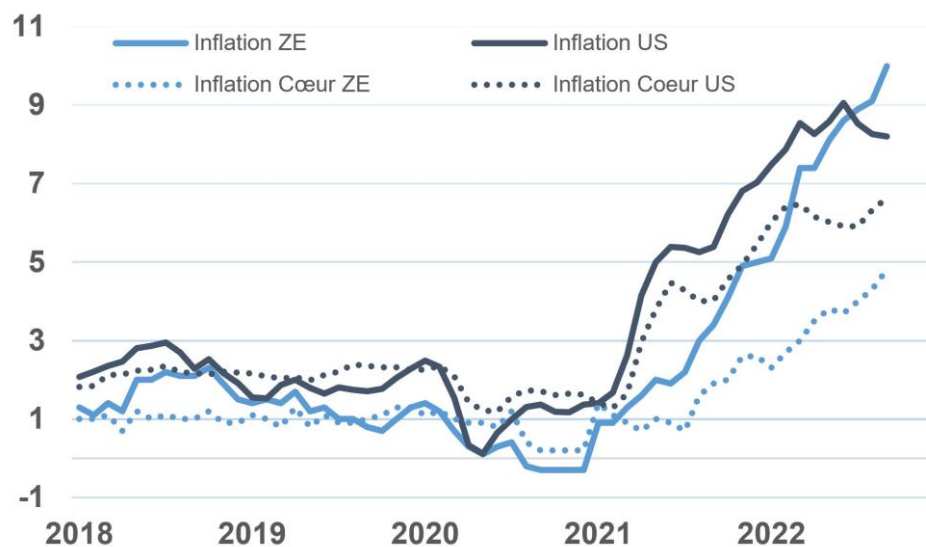
INTRODUCTION

INTRODUCTION

Après une décennie marquée par l'absence de risques inflationnistes, nous vivons depuis plus de deux ans une forte accélération de l'inflation. La crise du Covid avait d'abord porté un premier coup à cette conjoncture en créant une forte demande lorsque l'économie a rouvert.

La guerre en Ukraine a occasionné un choc inflationniste majeur qui s'est ajouté au précédent, qui était lié à la sortie de la crise sanitaire. Alors qu'une amélioration était en cours sur les chaînes d'approvisionnement en début d'année 2022 (restockage, début de normalisation sur le fret, réduction des retards de livraison), ce nouveau choc a prolongé la forte hausse des prix de 2021 et ses implications économiques en apportant des perturbations supplémentaires pour les prix de l'énergie, le commerce mondial et les prix des intrants.

Évolution de l'inflation en zone euro et aux États-Unis



Source : Bloomberg



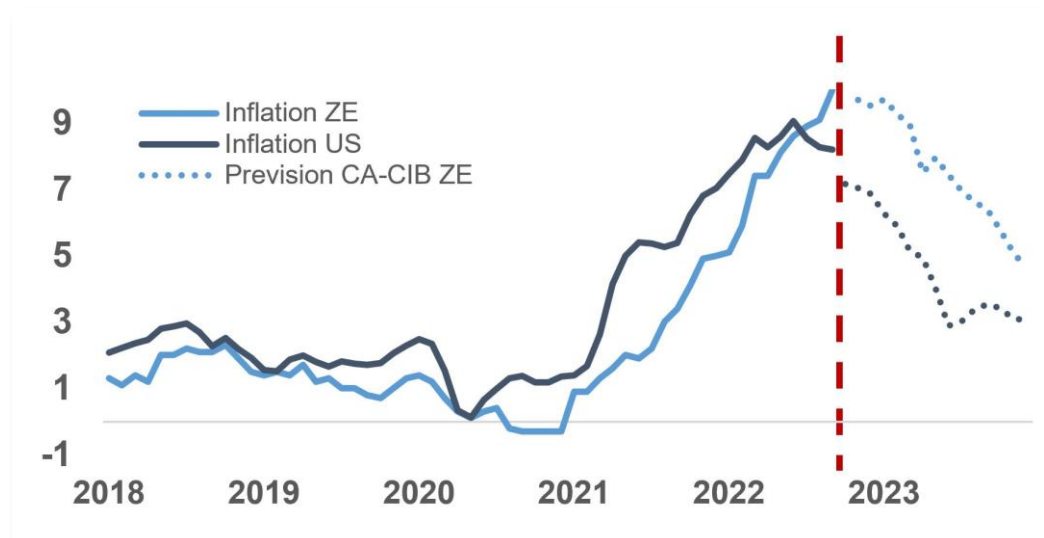
DÉCRYPTAGE
DE L'INFLATION
SUR LES MARCHÉS
FINANCIERS

DÉCRYPTAGE DE L'INFLATION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

ANALYSE DU CONTEXTE INFLATIONNISTE COURT TERME

Dans cet épisode, la crédibilité des Banques centrales occidentales a été particulièrement affectée par leur évaluation de l'inflation en 2021. Elles ont jugé « transitoire » l'inflation rapide de 2021 puis ont dû admettre qu'elles avaient eu tort, et sont ainsi très en retard sur la courbe du resserrement monétaire. La BCE s'est ainsi enfermée l'an dernier dans sa forward guidance. Fin 2021, son calendrier de sortie de sa politique ultra-accommodante prévoyait la fin de ses achats d'urgence, puis la diminution progressive des achats réalisés dans le cadre de son programme ordinaire jusqu'à leur arrêt complet, et seulement ensuite, une première hausse de taux. Avec cette séquence, la BCE a perdu de précieux mois alors que les pressions inflationnistes se renforçaient. Sa fenêtre de tir se réduisant, elle se trouve aujourd'hui dans l'obligation de remonter ses taux plus fort et plus vite, au moment même où la menace de récession et le changement de gouvernement en Italie assombrissent l'horizon de la zone euro. Même empressement à la Fed, qui a relevé ses taux de 75 points de base à deux reprises, le 15 juin et le 21 septembre, ce qui semblait improbable quelques mois auparavant.

Projections sur l'inflation en zone euro et aux États-Unis



Source : Bloomberg

La situation en zone euro

Contrairement aux États-Unis où les salaires et les loyers sont les principales causes des pressions inflationnistes, l'inflation en Europe est principalement alimentée par l'augmentation du coût de la vie, notamment dans l'énergie, l'alimentation et dans les prix des biens et des services en répercussion de la hausse du prix des intrants.

Sur les derniers chiffres, on a encore pu constater que l'inflation dans la zone euro a atteint un niveau record pour le mois d'août alors que les pressions sur les prix continuent à se propager à quasiment l'ensemble des secteurs de l'économie. L'IPCH ressortait en hausse de 10,0 % sur un an en septembre 2022, après 9,1 % en août 2022, 8,9 % en juillet 2022 et 8,6 % en juin 2022. L'inflation est en hausse constante depuis plus d'un an, d'abord alimentée par la forte demande consécutive à la réouverture des économies post-pandémie de Covid avec des problèmes d'approvisionnement, puis l'accélération de la flambée des prix de l'énergie cette année, conséquence de la guerre en Ukraine.

Même en excluant les éléments volatils que sont l'énergie et les produits alimentaires non transformés, l'inflation sous-jacente reste bien au-dessus de l'objectif de 2 % de la BCE, montrant que la hausse des prix continue à se diffuser plus largement à l'économie. Le taux d'inflation hors énergie et produits alimentaires non transformés atteint 4,8 % sur un an en septembre, après 4,5 % en août, 4,0 % en juillet 2022 et 3,7 % en juin 2022. L'accélération de l'inflation cœur pendant l'été a été d'autant sous-estimée en raison de la prise en compte dans l'indice allemand des services de la quasi-gratuité des services de transports publics (trains, trams, métro, bus) instaurée pour la période estivale (3 mois) en Allemagne et d'un léger décalage de la période des soldes en France.

Cette forte progression de l'inflation sous-jacente continue toujours d'inquiéter, notamment car elle témoigne d'une diffusion des pressions inflationnistes à tous les pans de l'économie et non uniquement aux composantes les plus volatiles. Notons d'ailleurs que si la composante énergie continue de se stabiliser sur les derniers mois (sur un rythme autour de + 40 % en glissement annuel) grâce aux différentes mesures annoncées par les États afin de lutter contre la hausse des prix de l'énergie (bouclier tarifaire, baisse de la TVA et autres mesures décidées par chaque gouvernement européen), les perspectives sur les prix de l'énergie pourraient rapidement se dégrader en cas d'aggravation des conséquences économiques du conflit en Ukraine (et notamment dans le cas d'une rupture totale de l'approvisionnement en gaz russe).

Pour les prochains trimestres, les prix de l'énergie devraient se maintenir sur leurs niveaux élevés actuels si nous n'observons pas de dégradation supplémentaire de la crise énergétique européenne, tandis que ceux des produits alimentaires devraient continuer d'accélérer à mesure que les hausses des coûts des intrants (matières premières, énergie, logistique et main d'œuvre) sont répercutées dans les prix aux consommateurs. Ce devrait être particulièrement le cas pour les céréales pour lesquelles les récoltes de 2023 sont mises en péril en Ukraine (important producteur de céréales), mais aussi pour les fruits et légumes avec des manques importants de saisonniers pour les récoltes couplées à des hausses des coûts d'exploitation agricole (hausse du prix des engrais, etc.) et des conditions météo difficiles (sécheresse) qui vont pleinement faire jouer les effets de « second tour ». Les industriels agroalimentaires alertent également sur les hausses de prix encore à venir d'ici la fin de l'année.

Dans les biens industriels, les hausses de prix passées dans l'énergie et les coûts logistiques devraient continuer à se transmettre aux prix finaux des consommateurs, et cela pourrait s'amplifier en raison des risques de confinements supplémentaires en Chine et la dépréciation de la devise euro. Du côté des services, l'inflation va rester élevée, notamment via la composante salaire. En effet, on devrait assister à des hausses de salaires dans les prochains mois (avec notamment les hausses des salaires minimum en France et en Allemagne déjà appliquées ou à venir), même si pour l'instant, elles restent encore contenues ou cantonnées à certains secteurs comme la restauration en France. Nous surveillerons toute accélération même si l'impact sur les prix de vente, et donc l'inflation, sera fortement dépendant du niveau de concurrence, des marges des entreprises et du niveau de rigidité du marché du travail (beaucoup plus forte en zone euro qu'aux États-Unis), ce qui nous fait exclure à ce stade tout scénario d'emballement de boucle prix-salaires pour la zone euro, même dans un contexte de fortes revendications sociales.

Dans ce contexte, l'inflation totale devrait se stabiliser sur un plateau autour de 10 % jusqu'au début de l'année 2023, avant d'entamer un ralentissement en 2023, principalement en raison d'un effet de base négatif sur la composante énergie, un début de baisse des prix de l'alimentation, une normalisation du prix des biens manufacturés à mesure que les goulots d'étranglement dans les chaînes de production se résorbent et l'impact possible d'une récession modérée pour l'économie européenne. Le niveau d'incertitude pour le S2 2023 et au-delà reste néanmoins extrêmement élevé compte tenu de la possibilité d'un fort ralentissement économique en 2023 qui viendrait fortement impacter les niveaux d'inflation.

À l'inverse, l'inflation cœur pourrait continuer à accélérer jusqu'à 5-6 % au dernier trimestre avant de revenir sur un plateau autour de 4 % jusqu'au début de l'année 2023.

La situation aux États-Unis

Aux États-Unis, même si l'inflation globale a atteint son pic en juin (+ 9,1 % en glissement annuel en juin contre + 8,5 % en juillet, + 8,3 % en août et + 8,2 % en septembre), le risque qu'elle reste sur des niveaux très élevés est important au regard de la nouvelle accélération séquentielle de la partie sous-jacente observée sur les derniers mois. L'inflation totale devrait ainsi terminer l'année légèrement plus bas autour de 7-8 % à fin 2022 avant d'entamer un ralentissement plus important sous les 3 % à fin 2023.

Du côté de l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), après une forte accélération sur les derniers mois, nous attendons une stabilisation autour de 6 % à 7 % en glissement annuel jusqu'à novembre (nous avons eu 5,9 % en juillet 2022, 6,3 % en août 2022 puis 6,6 % en septembre 2022) en raison d'une inflation dans les services toujours élevée (soutien de la composante immobilier et tendance positive pour l'alimentation, gaz naturel et inflation alimentaire) tandis que l'inflation des biens durables devrait ralentir (en raison d'effets de base négatifs). L'inflation cœur devrait ensuite fortement décélérer en 2023 sous le poids d'une inflation des biens durables (voitures anciennes et nouvelles, fournitures de meubles notamment) négative, partiellement compensée par une contribution positive des services.

Pour les biens durables, après une forte contribution à l'inflation cœur en 2021 et début 2022 (poussée par la forte hausse des prix de l'énergie et du transport et la demande importante en lien avec la réouverture de l'économie américaine, l'effet de richesse et le stimulus fiscal), ceux-ci enregistrent des effets de base négatifs qui vont s'accélérer au 2^e semestre. C'est notamment le cas de la composante des voitures d'occasion (5 % du panier d'inflation cœur) qui avait fortement accéléré à partir du S2 2021 (avec une croissance en glissement annuel de l'ordre de 40 % jusqu'en février 2022) en raison de plusieurs facteurs (pénurie de semi-conducteurs, demande des consommateurs gonflée par la distribution de chèques aux contribuables américains, report de la consommation qui n'avait pas pu se faire pendant les périodes de confinements). Les prix des voitures anciennes devraient toutefois continuer à décélérer dans les prochains mois avec même probablement une contribution négative en 2023, aidée par des effets de base négatifs attendus (en répercussions des phases d'accélération de 2021 et 2022).

Les services ont pris en 2022 le relais de l'accélération de l'inflation dans leur ensemble, et pas uniquement les loyers, à l'inverse de ce qui s'était passé en 2021 en lien avec la réouverture, la résilience de la demande et la hausse des salaires et du coût des intrants. Du côté de l'immobilier, la forte hausse des prix de l'immobilier (+ 13,5 % en glissement annuel à juin 2022 après une hausse de 25 % en 2021) devrait ralentir dans les prochains mois en raison de la forte hausse des taux d'emprunts hypothécaires, la baisse du revenu disponible (rogné par la forte inflation), et une baisse de la confiance des ménages. Elle restera néanmoins soutenue par la vigueur de la croissance américaine et la forte inflation des prix des intrants (main d'œuvre, matières premières).

Enfin, pour rappel, la composante loyer et loyer équivalent (OER) affiche généralement un retard de l'ordre de 15 mois qui présage de la poursuite de la hausse de cette composante jusqu'à la fin 2022 et début 2023 autour de 6-7 %.

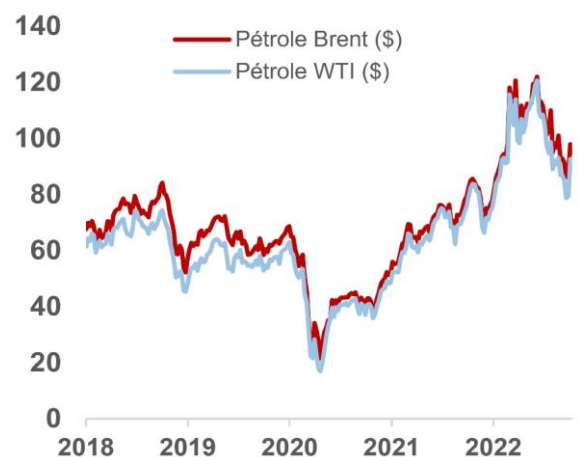
Les indicateurs à suivre dans les prochains mois

Les prix du Pétrole (Brent et WTI)

Avant même la mise en place de l'embargo européen, le pétrole russe était déjà devenu très difficile d'accès sur le marché international et les décisions européennes, y compris celle d'interdire l'assurance de cargos russes, devraient se traduire par une réduction additionnelle des exportations.

Même en tenant compte de l'appétit de l'Inde, de l'Arabie saoudite et de la Chine pour le pétrole russe à prix réduit (qui arrive parfois à le revendre aux pays appliquant l'embargo russe), une bonne partie de ce dernier va disparaître durablement du marché international.

Les prix du pétrole



Source : Bloomberg

Les prix du gaz européen et américain

Alors que le prix du gaz européen avait chuté ces derniers mois, grâce à l'afflux de gaz naturel liquéfié américain, la dynamique s'est brutalement inversée du fait de l'arrêt prolongé (jusqu'à la fin de l'année) d'une usine qui représente près de 20 % de la production de GNL aux États-Unis.

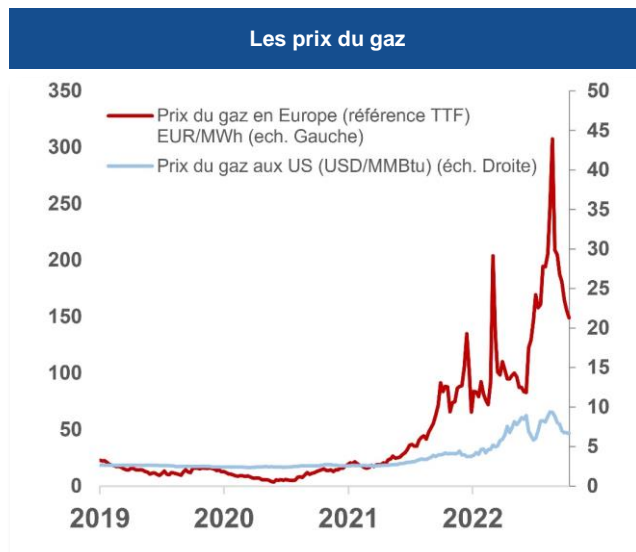
Vladimir Poutine semble avoir saisi cette opportunité pour accentuer la pression sur l'Europe en réduisant très nettement les flux de gaz, officiellement en raison d'incidents techniques, mais plus probablement pour contraindre les européens à négocier une levée des sanctions sur son pays.

Le risque d'un embargo total décidé par la Russie se rapproche de plus en plus et va contraindre le marché à rester extrêmement tendu, ce qui maintiendra les cours à des niveaux très élevés. À titre d'estimation grossière, une hausse de 10 EUR/MWh implique un impact de 1^{er} ordre d'une hausse de 25 pb du chiffre d'inflation totale HICP de la zone euro à travers les composants gaz naturel et électricité du CPI. Cette relation dépend de l'intensité de la réponse des gouvernements nationaux (un blocage des prix rendant la sensibilité nulle) et des spécificités de chaque pays (réglementation spécifique, régime de fiscalité différent, fréquence de révision des prix, etc.).

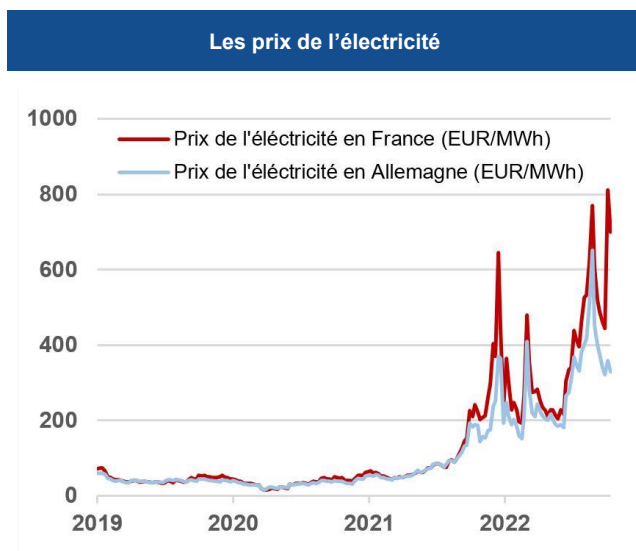
Plus récemment, malgré la rechute des prix du pétrole sur fond de craintes renouvelées de baisse de la demande, et d'espoirs quant à un accord sur le nucléaire iranien entre l'Union européenne, les États-Unis et l'Iran, le prix du gaz en Europe est fin août au niveau de son point haut de mars dernier (à près de 230 €/MWh) en raison de la reconstitution des stocks de gaz en vue de l'hiver prochain par les États, de la forte réduction des exportations de gaz russe et des conditions météorologiques défavorables. Cette hausse menace donc la rechute des prix de l'énergie, d'autant que les économies européennes ont eu tendance à renforcer le rôle du gaz dans leur mix énergétique au fil des années.

Les prix de l'électricité en Europe

Les déséquilibres sur le marché du gaz et du pétrole devraient se traduire par des tensions sur le marché de l'électricité, avec un impact d'autant plus important que les autres sources d'énergie ne permettront pas de compenser ce déficit. La production nucléaire est en effet fortement perturbée en France (elle sera à un point bas depuis plus de dix ans selon les prévisions d'EDF) tandis que l'intermittence des énergies renouvelables et les aléas climatiques alimentent l'incertitude quant à leur disponibilité. Ces éléments vont alimenter des prix de l'électricité durablement plus élevés.



Source : Bloomberg

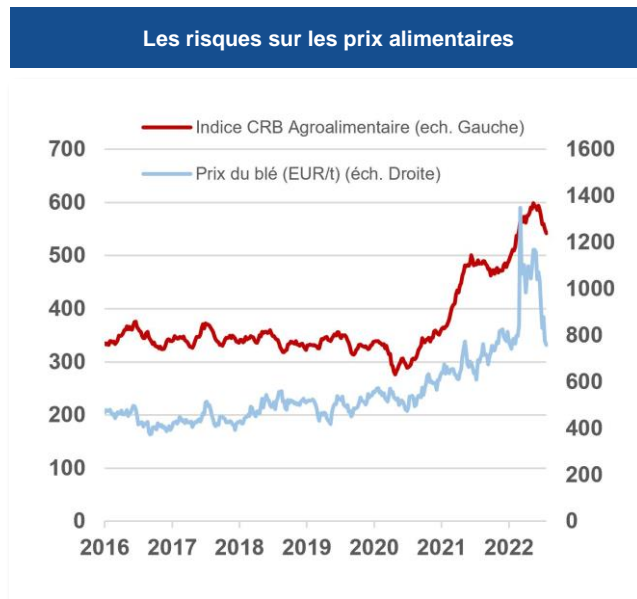


Source : Bloomberg

Quels sont les risques de l'inflation sur les prix ?

Les risques sur les prix de l'alimentaire (conséquences du conflit en Ukraine)

Les tensions géopolitiques avec la Russie continuent d'entretenir la tendance haussière sur les prix alimentaires alors que V. Poutine refuse toujours d'autoriser les exportations de céréales ukrainiennes, pourtant cruciales pour les pays émergents en particulier. Les craintes de pénurie incitent d'ailleurs plusieurs pays à interdire les exportations de produits alimentaires (blé en Inde, poulet en Malaisie, huile de palme en Indonésie). Le contexte géopolitique et les conséquences du changement climatique continueront d'alimenter la dynamique haussière sur les prix alimentaires avec un risque croissant de crises sociales.

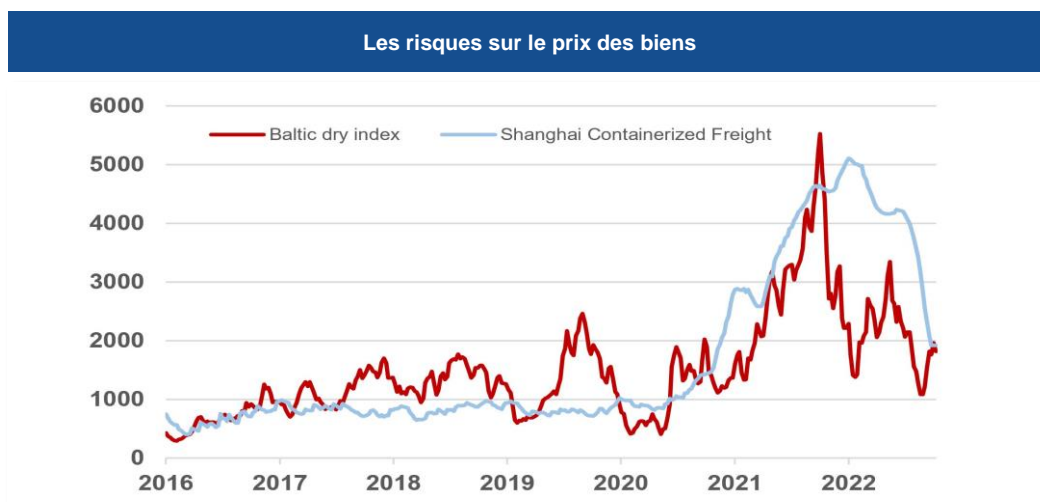


Source : Bloomberg

Les risques sur les prix des biens (fermetures d'usines, difficultés d'approvisionnements en intrants, problèmes de logistique et fret)

Les confinements en Chine et la guerre en Ukraine ont ralenti l'amélioration des chaînes d'approvisionnement. Mais la tendance semble rester positive à mesure que la demande s'effrite et que les entreprises reconstituent des stocks de précaution. Une normalisation des chaînes d'approvisionnement est toujours en vue, une bonne nouvelle pour le prix des biens qui devrait entamer un début de régulation.

Le risque de rupture totale de l'approvisionnement en gaz russe pour l'Europe va contraindre les économies européennes à réduire leur consommation de gaz naturel de l'ordre de 15 % avec potentiellement une forte contribution de secteurs dits non essentiels tels que l'automobile ou d'autres biens durables, ce qui pourrait engendrer de nouvelles perturbations et désorganisations des chaînes de production. Les autres types de biens durables qui pourraient être concernés sont les vélos, les meubles, l'ameublement domestique, etc.



Source : Bloomberg

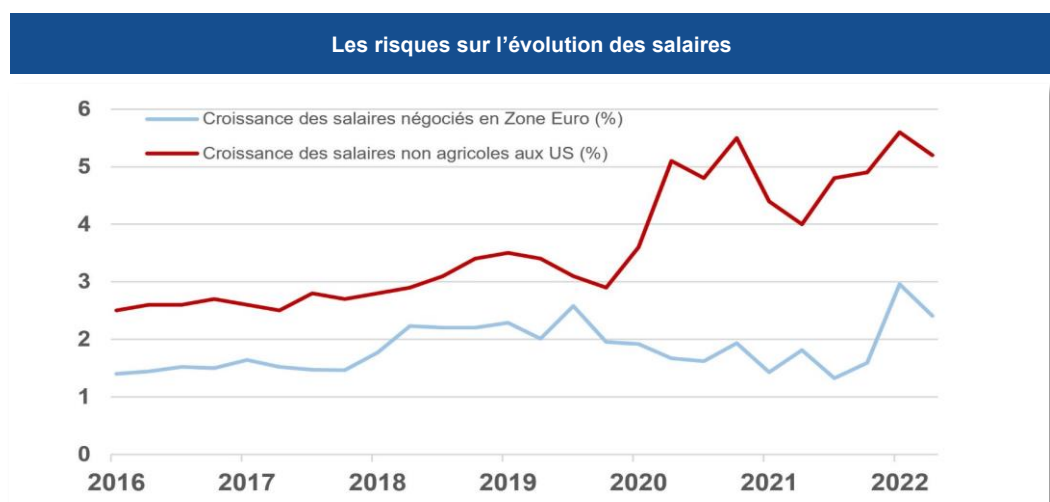
Les risques sur l'évolution des salaires (manque de main d'œuvre, revendications sociales)

En Allemagne, le syndicat du secteur métallurgie IG Metall a remonté ses revendications de hausses de salaires de 7 % à 8 % pour la rentrée. Le salaire minimum a augmenté de 6,5 % le 1^{er} juillet avant une prochaine revalorisation de 15 % le 1^{er} octobre, conformément aux promesses de la coalition pour le porter de 9 à 12 euros/heure. Mais au-delà du cas particulier de l'Allemagne, certains économistes estiment que l'inflation salariale pourrait s'affirmer en zone euro, comme elle l'a fait aux États-Unis, avec cependant des marges d'entreprises bien supérieures outre-Atlantique.

Si l'influence du contexte de prix sur les salaires a tardé à se manifester, relativement à ce qui a pu être observé dans d'autres économies, il fait peu de doutes que le mouvement est maintenant enclenché. Les revalorisations de salaires et des minimas sont imparables et souvent encouragées par les politiques pour amoindrir le choc social que représente l'envolée des prix. C'est aussi le cas en France. Si l'inflation ne peut encore s'expliquer par les salaires, leur hausse tend néanmoins à l'entretenir. Et cela pourrait être durable, en lien avec la structure du coût unitaire salarial (le salaire par tête moins le gain de productivité, sachant que le coût unitaire salarial évolue plus ou moins en ligne avec l'inflation sous-jacente).

L'exemple français, avec un taux d'emploi au plus haut et un taux de chômage au plus bas historiques, tend à créer également les conditions favorables à une inflation salariale durable. Les mouvements de grève attendus et les revendications salariales induites pourraient permettre une amélioration dans les prochains mois : on voit bien dans les enquêtes de climat des affaires que toutes les composantes liées à l'activité (commandes, production, etc.) se tassent, mais pas sur la composante emploi, qui reste supérieure à ses moyennes de long terme, ce qui devrait se retrouver dans les salaires aussi. Pour l'instant, il semble que les primes et les bonus aient fortement contribué à la hausse des salaires pour retenir les salariés dans un contexte de marché du travail tendu. Mais certains estiment que cela pourrait changer, avec théoriquement des effets sur les marges bénéficiaires des entreprises, ou sur l'inflation si ces dernières arrivent à répercuter ces hausses dans les prix.

Le graphique ci-contre reprend les principaux indicateurs d'inflation salariale suivis par la BCE (salaires négociés en zone euro avec un décalage d'un trimestre) et par la FED (croissance du salaire horaire issue du rapport mensuel sur les emplois non agricoles américains, NFP).



Source : Bloomberg

Les risques sur l'évolution du taux de change (parité euro/dollar)

Avec une parité EUR/USD qui s'est rapprochée de 1, l'impact à la hausse sur l'inflation européenne est important, même s'il convient de rappeler qu'une grande partie des flux commerciaux de la zone euro ont lieu à l'intérieur de celle-ci et n'est donc pas affectée par les variations de la parité. D'après la BCE, la transmission d'une baisse de 10 % de l'euro n'aurait qu'un effet cumulé d'environ 60 pb haussier sur le chiffre d'HICP en zone euro avec 30 pb en année 1 à travers l'impact direct sur le prix de l'énergie (libellé souvent en USD) et 30 pb en année 2 en raison des biens durables et des services. Cet impact semble donc faible par rapport aux mouvements que l'on peut attendre du côté des prix de l'énergie.

TENDANCES ET ENJEUX POUR L'INFLATION À HORIZON MOYEN TERME

À moyen terme, nous pensons que l'inflation devrait revenir sur des niveaux plus en ligne avec les cibles des Banques centrales, mais plus élevés que ceux que l'on a connu dans la dernière décennie pour plusieurs raisons. D'abord, les transformations profondes dans l'organisation des économies mondiales suite à la crise pandémique, puis au conflit en Ukraine avec de nombreux mouvements de relocalisation devraient contribuer à alimenter l'inflation des deux côtés de l'Atlantique.

Cette dynamique se trouve renforcée par la volonté récemment affichée par les États européens de renforcer leur défense militaire et leur indépendance dans des secteurs stratégiques (énergie, alimentation, technologie) avec une forte accélération des dépenses publiques dans ces domaines, ce qui alimentera l'inflation. D'autre part, le coût de la transition écologique où il faudra investir des dizaines de milliers de milliards pour développer des sources d'énergie et des productions moins polluantes sera en partie financé par des prix énergétiques plus élevés.

L'Union européenne a par exemple récemment annoncé son intention de fortement accélérer le calendrier des investissements dans le renouvelable et les terminaux de gaz naturel liquéfiés pour réduire sa dépendance énergétique à la Russie. Elle engendrera également une demande plus forte sur certains métaux (cobalt, lithium, nickel, etc.) et un manque de main d'œuvre supplémentaire dans certaines industries avec là encore des conséquences inflationnistes.



LUTTER CONTRE
L'INFLATION OU
INVESTIR POUR LA
TRANSITION
CLIMATIQUE, DOIT-ON
CHOISIR ?

LUTTER CONTRE L'INFLATION OU INVESTIR POUR LA TRANSITION CLIMATIQUE, DOIT-ON CHOISIR ?

En grande partie issue de la croissance de la masse monétaire de ces dernières années, les banquiers centraux ayant dû faire face à une première crise financière mondiale au début des années 2000, puis affronter les conséquences économiques de la crise sanitaire et enfin relancer le moteur économique, l'inflation s'est emballée avec la reprise du commerce mondial et les problèmes d'approvisionnement des entreprises. L'indisponibilité de certains produits s'est accentuée avec le conflit armé en Ukraine, provoquant un nouveau choc sur les prix, notamment sur celui des matières premières alimentaires et surtout de l'énergie (embargo et sanctions au programme des différents belligérants).

En attendant de savoir si les nouvelles politiques monétaires menées par les Banques centrales mondiales seront efficaces pour juguler l'inflation et pour tenter de revenir, à terme, sur une hausse inférieure à 2 % par an, les mesures économiques et énergétiques urgentes prises par les pays ne sont pas sans impact sur la durabilité et la transition climatique et sociale.

L'INFLATION PRÉSENTE DE MULTIPLES VISAGES...

D'un côté, les considérations ESG, tant défendues hier, deviennent obsolètes face à l'urgence de la crise énergétique et des coûts engendrés par celle-ci.

- La volonté de l'Europe de réduire rapidement sa dépendance au gaz russe repose largement, au moins à court terme, sur une augmentation des importations de gaz naturel liquéfié. Ainsi, quasiment toutes les exportations de GNL américain, dont la chaîne de valeur est fortement émettrice de CO2 et destructrice de biodiversité, sont désormais livrées en Europe.
- L'Allemagne, qui enregistre une hyperinflation du coût du gaz de 100 à 200 Mds€, a autorisé la réouverture de 27 centrales au charbon jusqu'en mars 2024, soit environ 10 GW, portant la part du charbon à un tiers dans le mix d'électricité (24 % en 2020).
- Aux Pays-Bas, le gouvernement a autorisé l'utilisation à pleine capacité des centrales au charbon, contre un maximum de 35 % précédemment, et en France, une centrale fermée en mars 2022 sera rouverte pour l'hiver prochain. De telles mesures sont également envisagées voire mises en œuvre en Autriche, Italie et Bulgarie. La Grèce va doubler sa production d'électricité à partir de charbon sur les deux prochaines années et reporter la date de sortie du charbon de 2023 à 2028.

D'un autre côté, devenu sensible à la sécurité énergétique, un certain nombre de parties prenantes s'interroge sur l'urgence à investir dans l'innovation énergétique et les vertus de l'indépendance.

Aux États-Unis, la loi historique sur la réduction de l'inflation (loi IRA : Inflation Reduction Act) promulguée le 16 août 2022 en est un bel exemple. Parmi une foule d'autres sujets, celle-ci comprend des dispositions sur l'atténuation du changement climatique, l'énergie propre et l'innovation énergétique, dont 369 milliards de dollars US sont spécifiquement affectés à ces initiatives. Ces mesures visent à réduire les émissions de gaz à effet de serre des États-Unis de 40 % d'ici à 2030, par rapport aux niveaux de 2005, et elles comprennent des incitations très variées en faveur des énergies propres et des crédits d'impôt pour certaines activités, notamment pour les véhicules électriques et les panneaux solaires.

La transition énergétique est gagnante puisque les incitations fiscales sur le solaire et l'éolien sont privilégiées avec des amortissements accélérés. L'énergie nucléaire et les véhicules électriques, la fabrication locale, la délocalisation et le transfert des chaînes d'approvisionnement vers des pays ayant conclu des accords de libre-échange avec les États-Unis uniquement seront soutenus par des subventions nationales... Il s'agit en particulier de « stimuler la concurrence dans le domaine des technologies propres ».

Si l'industrie du pétrole et du gaz conserve son prérequis d'exportateur privilégié, sous couvert de « favoriser les emplois domestiques » (poids des lobbies), la législation fédérale va s'assouplir concernant l'exploration, la production et la construction d'oléoducs/gazoducs, si le développement des énergies renouvelables, la capture du carbone et son stockage, l'hydrogène et les biocarburants sont favorisés.

Cette orientation suggère que les investissements issus de l'IRA permettront de créer près de 10 millions d'emplois sur la prochaine décennie. Pour financer le programme, le gouvernement américain table notamment sur l'instauration d'un taux d'imposition minimal de 15 % pour les entreprises dont les profits s'élèvent à plus d'un milliard de dollars.

Il reste à savoir si l'IRA permettra la réduction de la hausse des prix, tout comme de combien permettra-t-elle une baisse de l'augmentation des émissions anthropiques de dioxyde de carbone...

Sur le vieux continent, la Commission européenne a accéléré son plan hydrogène. Le projet Hy2Tech prévoit un financement public jusqu'à 5,4 Mds€, pouvant mobiliser 8,8 Mds€ d'investissements privés supplémentaires. 35 entreprises au sein des États membres participeront à 41 projets sur la chaîne de valeur (production d'hydrogène décarboné, piles à combustible, stockage-transport-distribution, usages dont en particulier la mobilité).

Au total, toutes ces réponses du côté de l'offre énergétique ne seront probablement pas suffisantes face à l'inflation. La transition vers un système énergétique durable passera par une baisse de la demande. L'AIE (Agence Internationale de l'Énergie) recommande une réduction immédiate de la consommation de gaz et l'Union européenne a publié un plan très ambitieux prévoyant que chaque pays fasse « tout son possible » pour réduire d'au moins 15 % sa consommation de gaz entre août 2022 et mars 2023.

Mais la conjonction, d'une part d'une telle destruction de la demande conduisant à des restrictions au cours des prochains hivers et d'autre part, de l'hyperinflation de la facture énergétique, risque d'alimenter un contexte social dégradé. Déjà, des milliers de britanniques refusent de payer leurs factures d'électricité et de gaz et plus de 100 000 personnes ont signé la pétition « don't pay UK »... Un mouvement de désobéissance civile qui pourrait prendre de l'ampleur en Europe.

En conclusion, la lutte contre l'hyperinflation et le respect des engagements de transition climatique : un équilibre pour le moins incertain.



QUELLE ALLOCATION
D'ACTIFS DANS UN
CONTEXTE
INFLATIONNISTE ?

QUELLE ALLOCATION D'ACTIFS DANS UN CONTEXTE INFLATIONNISTE ?

L'allocation d'actifs est un élément clé de la gestion de portefeuille et son importance augmente en période d'incertitude. Ainsi, en temps de volatilité des marchés, les investisseurs ont tendance à augmenter leurs expositions aux « actifs refuges », tel que l'or. Face à une époque de hausse des taux, ils cherchent d'abord à éviter les actifs à revenus fixes pour y revenir dans un second temps, une fois la hausse des rendements bien engagée.

À une époque où les Banques centrales augmentent violemment leurs taux directeurs, et où les prix des actifs chutent et qu'une récession semble inévitable, l'allocation d'actifs est plus importante que jamais. En effet, ces dernières années, les marchés obligataires et actions sont essentiellement dirigés par les Banques centrales, ce qui, de fait, sur ce laps de temps, les deux marchés, qui, en situation normale, suivent des trajectoires propres, ont été souvent corrélés, ce qui complique l'allocation, car cela nécessite de chercher d'autres actifs décorrélés. Cet exercice est encore plus important en période de forte inflation.

QUEL EST L'IMPACT POUR LES PORTEFEUILLES D'UN RÉGIME DE FORTE INFLATION ?

L'effet d'une inflation élevée sur l'allocation est l'augmentation de la rentabilité des actifs réels (matières premières, immobilier, infrastructures, obligations indexées sur l'inflation et métaux précieux physiques). En cas de forte inflation, les actions et les obligations affichent des rentabilités réelles négatives tandis que les actifs réels performant beaucoup mieux. À noter que les placements en matières premières ont des rentabilités nominales et réelles bien plus élevées en régime d'inflation qu'en régime de faible inflation.

QUELS EFFETS A LA FORTE INFLATION SUR LES CLASSES D'ACTIFS AUXQUELLES LES INVESTISSEURS SONT LES PLUS EXPOSÉES (ACTIONS ET OBLIGATIONS) ET COMMENT AVONS-NOUS GÉRÉ CES DEUX CLASSES D'ACTIFS ?

Les obligations

À mesure que les anticipations d'inflation augmentent, les obligations intègrent cette hausse de façon à offrir aux investisseurs le rendement qu'ils exigent. Cette transition vers des rendements plus élevés est très mauvaise pour la rentabilité des obligations à cause de la baisse de la rentabilité qui accompagne la hausse des taux. Dans notre allocation, nous avons donc eu tendance à diminuer le poids des obligations américaines et européennes ces derniers mois. De plus, pour compenser la baisse des prix des obligations souveraines du monde développé, nous sommes allés chercher du rendement dans le monde émergent, et plus particulièrement en Chine dont les obligations profitent des baisses de taux directeurs chinois.

Les actions

Les sociétés sont affectées par la hausse des prix des intrants, mais toutes n'ont pas la même capacité d'adaptation.

Les entreprises à faible Pricing Power sont vulnérables au niveau du chiffre d'affaires, des marges et des bénéfices. Ne pouvant pas reporter leurs coûts sur leurs clients, elles seront moins attrayantes et donc moins chères. Il subsiste pour ces dernières un risque sur le bilan que les marchés apprécieront en fonction du cycle économique.

Dans ces conditions, nous avons choisi des fonds actions d'entreprises solides tant sur leur bilan que leur « pricing power ».

COMMENT AVONS-NOUS UTILISÉ LES ACTIFS RÉELS ?

Les obligations indexées sur l'inflation représentent une classe d'actifs qui profite de l'inflation et qui peut protéger les investisseurs pendant les périodes de forte inflation. Les obligations indexées sur l'inflation de la zone euro et des États-Unis ont été utilisées dans notre allocation durant les deux premiers trimestres et le seront encore au deuxième semestre.

Nous avons également investi dans les métaux précieux, par le biais des fonds or, métaux précieux et pétrole.

Enfin, nous avons utilisé les devises (qui ne sont pas considérées comme classe d'actifs, mais qui entrent dans nos allocations) et particulièrement les devises « refuge » comme le yen, le franc suisse et surtout et toujours le dollar. Parmi ces 3 devises, nous avons opté pour le dollar américain qui, à fin août, s'est apprécié de 13,1 % contre l'euro.





L'IMPACT DE
L'INFLATION SUR
LES ACTIONS,
FOCUS SUR LES
SECTEURS

L'IMPACT DE L'INFLATION SUR LES ACTIONS, FOCUS SUR LES SECTEURS

L'impact de l'inflation sur les actions est complexe. En effet, le secteur d'activité, le positionnement dans le cycle économique et dans la chaîne de valeur sont autant de critères qu'il faut analyser pour se positionner. Il faut également porter une attention particulière au cycle de vie des produits et services afin de livrer une analyse juste. Tous ces points démontrent l'importance d'une sélection rigoureuse des titres aussi appelées « stock picking ». Néanmoins quelques grands principes émergent.

En période d'inflation, les marges des entreprises peuvent subir les pressions suivantes à des degrés divers :

- les coûts de l'énergie
- les coûts des matières premières comme actuellement (problèmes d'approvisionnement)
- l'inflation salariale
- la hausse de coûts de financement
- l'appréciation du dollar US

Nous savons que les sociétés en capacité de répercuter la hausse des coûts dans leurs prix de vente, le « pricing power », résistent mieux. Cependant le degré de dépendance au cycle économique est clef. Une société comme ASML par exemple, leader dans les semi-conducteurs, n'a inscrit dans ses contrats qu'un ajustement des prix jusqu'à 2/3 % de l'inflation. Une société de luxe comme LVMH saura s'adapter avec une plus grande souplesse. La majorité des entreprises parle de répercuter l'inflation dans leur prix, même si chaque secteur réagit différemment.

Si les publications semestrielles ont été l'occasion de montrer la très bonne élasticité prix de certains secteurs, il est clair que passé certains seuils d'inflation, les adaptations agiles se feront plus rares.

Quelques exemples d'impacts d'adaptations stratégiques aux hausses de prix pour les entreprises :

- Report des décisions d'investissement
- Prudence dans les prévisions
- Difficulté de recrutement
- Anticipations de réduction des coûts (historiquement la publicité, les voyages, les logiciels et les services sont les premiers postes de dépense visés)

SECTEURS POTENTIELLEMENT LES PLUS IMPACTÉS

L'Industrie

Dans ce secteur vaste et hétéroclite, où la sensibilité au cycle économique est évidente, les salaires représentent 24 % du chiffre d'affaires et 29 % des coûts en moyenne.

Avec une inflation salariale de second tour élevée comme en Allemagne où le syndicat IG Metall a négocié une hausse salariale de + 5 % à + 8 % pour le secteur industriel, l'impact est significatif.

Heureusement, certaines sociétés ont des contrats de services indexés sur les coûts pour les opérations de maintenance comme Siemens, Kone, Schindler, SKF, GEA. Ces révisions de prix étant annuelles, les prévisions sur les impacts financiers effectifs constituent souvent une source de surprise pour les marchés.

N'oublions pas de citer aussi le déséquilibre possible entre la localisation des coûts et la zone de réalisation du chiffre d'affaires. À titre d'illustration, 70 % des salariés de GEA sont basés en Europe où la société ne réalise que 52 % de son chiffre d'affaires. L'inflation n'est pas uniformément répartie en Europe et cela explique aussi les impacts difficiles à généraliser.

Malgré le relatif « pricing power » des acteurs les moins sensibles au cycle économique du secteur, l'inflation impacte les marges des valeurs de l'industrie.

Les Utilities

Compte tenu de la durée longue des actifs de ce secteur, contrats de long terme très encadrés réglementairement de fourniture d'énergie par exemple, le secteur sous-performe en période d'inflation et de croissance.

L'inflation fait pression sur les taux d'intérêt. Les projets subissent alors un coût moyen du capital en hausse, qui se répercute sur les années de la concession jusqu'à son terme. Sans renégociation des conditions initiales, la valeur des actifs qui se mesure par leur capacité à générer du cash-flow se réduit d'autant.

Les valeurs les plus négativement impactées sont celles qui gèrent les infrastructures d'un pays : gazoducs et réseaux d'électricité, dont la durée de vie dépasse 25-30 ans.

Dans certains pays, l'inflation est passée dans la rémunération des actifs (comme en Italie).

En revanche, dans un contexte d'inflation et de récession, ce secteur devient défensif, car peu soumis à la baisse de la demande. On retrouve l'importance du degré d'avancement dans le cycle et de la caractéristique relative au reste du marché des actions de ces sociétés qui offrent des rendements de dividendes élevés et plutôt stables.

De même, les acteurs des énergies renouvelables et d'infrastructures gazières ou électriques demeurent des secteurs protégés et des investissements défensifs, des « safe haven » chers aux anglo-saxons. Le risque le plus important devient alors le risque d'intervention étatique, à travers l'instauration de taxes supplémentaires. Les acteurs des énergies renouvelables sont à privilégier aujourd'hui, car ils profitent en moyenne de prix de l'électricité élevés. Certains cependant ont déjà vendu par anticipation leur production à un prix fixe.

Retenons que les projets renouvelables restent rares et que la demande est en croissance forte, ce qui milite en faveur de l'offre... **La transition énergétique est un enjeu majeur, coûteux à court terme en investissements, mais indispensable à l'équilibre de long terme, ce que l'on valorise dans nos approches de marché.**

L' Immobilier

Historiquement, en période de remontée des taux, l'immobilier souffre. Selon les analystes spécialisés, en période de forte inflation et de faible croissance (en haut à droite), seul le segment des foncières exposées aux métiers de la santé (cliniques, maisons de retraite...) fonctionne bien.

Les estimations pour la croissance des loyers dépendent de la résistance au cycle des propriétaires. C'est de ce fait à analyser marché par marché. S'ajoute aussi le cadre réglementaire par pays, souvent en accompagnement de politiques de relance. Pour l'Allemagne, les loyers devraient ainsi continuer à augmenter, l'encadrement coïncidant avec un besoin structurel de logements.

Ce que disent les sociétés sur les loyers et l'inflation des coûts

À l'occasion de nos échanges de terrain avec les acteurs du marché (Gecina, LEG, Vonovia, WDP, CTP, Segro, Aroundtown...), nous comprenons que ces sociétés sont en capacité de résister à l'inflation. Les foncières expliquent que la hausse devrait être moins forte au second semestre. Icade nous précise qu'au-delà de 3 %, il est cependant difficile de réimpacter toute l'inflation.

LES SECTEURS QUI PEUVENT BÉNÉFICIER DE L'INFLATION

La Banque

Globalement, de l'inflation avec une croissance légère et régulière du PIB est l'environnement le plus favorable pour les banques. Le lien au degré d'avancement dans le cycle économique reste prégnant.

Ainsi, dans les années 70, les banques ont généralement surperformé durant les périodes d'inflation, hors périodes de récession. Les taux d'intérêt élevés permettent d'améliorer les marges et la croissance augmente les volumes de prêts.

Les banques sont exposées à l'inflation des coûts essentiellement par les salaires, donc l'effet de levier est significatif. Aujourd'hui, les banques européennes sont bien capitalisées et poursuivent la rationalisation de leurs réseaux, conservant ainsi un avantage de proximité par rapport aux néo-banques. Hors résurgence des taux de défauts, elles semblent donc favorablement positionnées tout en conservant à l'esprit les tentations des régulateurs d'encadrer le prix des services ou de mettre en place des taxes exceptionnelles.

Le Secteur pétrolier

La demande d'hydrocarbures demeure inélastique et les baisses des investissements depuis 2014 ont permis une vraie discipline financière de la part de ces acteurs.

Dans l'environnement actuel de hausse significative des prix du baril, le secteur surperforme. L'inflation des coûts impacte à la marge les rentabilités et légèrement la demande du fait des craintes de récession. Leur endettement est proche de zéro pour certains aujourd'hui et devrait s'annuler fin 2023 pour les autres.

La génération de cash-flow après investissements est en moyenne supérieure à 5 % pour un baril à 50 \$ et passerait à près de 20 % pour un baril à 100 \$! Dans ce secteur, les autorités européennes envisagent des taxes exceptionnelles, les « windfall taxes » discutées à Bruxelles et dont l'application reste à préciser.

La Construction & les concessions

La capacité à faire face à l'inflation est très variable selon les segments :

- les concessions autoroutières et la construction sont les mieux positionnées (Vinci et Eiffage)
- les aéroports risquent de souffrir davantage de la hausse des taux et auront plus de mal à compenser l'inflation des coûts (AENA)

On distingue :

Concessions autoroutières

Les concessions autoroutières sont les activités les plus attractives dans un environnement inflationniste : la hausse des tarifs est contractuellement indexée sur l'inflation et l'inflation des coûts qui ne représentent que 25 % du CA devrait rester modérée. Avec une marge brute d'exploitation de près de 75 %, le poids des charges est limité pour les concessions autoroutières.

Groupes aéroportuaires

La régulation est clé pour ce secteur.

La hausse sensible des coûts, fonction de la structure de coûts (matières premières 15 %, salaires 30-40 %, énergie 2-6 %), de la stratégie de couverture et de la zone d'exploitation. À l'inflation générale s'ajoute un risque de hausse des salaires et difficultés de recrutement.

Un exemple : AENA. 70 % du CA est régulé, donc la répercussion de l'inflation par des hausses de tarifs est très limitée, ce qui obère les marges. Actuellement, pour 6 % d'inflation, on estime - 10 % en marge brute d'exploitation à trafic constant. De plus, la facture énergétique est en croissance exponentielle depuis 2019, essentiellement l'électricité, et pas de stratégie de couverture...

En revanche, chez Vinci Airports, les principaux aéroports ANA, Gatwick, ou Brésil profitent de tarifs directement indexés sur l'inflation.

Construction

Les stratégies de couverture ou clauses de contrat leur permettent de passer les hausses... pour le moment les groupes maintiennent leurs prévisions. « Pas d'impact sur le taux de marges » selon Vinci... Concernant Bouygues, le discours est plus prudent, notamment sur Colas.

Si Bouygues et Vinci sont rassurants sur la dynamique des volumes et la demande qui ne baisse pas, la prudence reste partagée sur la partie construction résidentielle. Les prix ne s'ajusteront pas, les ménages n'ayant pas la capacité à financer une hausse... Cela vient s'ajouter à la difficulté à obtenir des permis de construire.

Les Assurances

Réassurance : il est plus difficile de faire passer les hausses de prix par rapport aux assureurs, car il existe peu de barrières à l'entrée dans la réassurance.

Assurance auto et habitation : le secteur réajuste ses prix chaque année et le sinistre est indemnisé dans les 6 à 12 mois. Cela permet donc de compenser le coût des réparations et la hausse des salaires.

Cette année, hausse de 2 % des primes auto + habitation à cause de la forte concurrence entre les acteurs et les coûts progressent de + 5 à + 6 % .

Les primes corporates & spécialités sont en forte hausse depuis le Covid par un effet de rattrapage des sinistres accumulés avant et la forte hausse des sinistralités (catastrophes naturelles à répétition).

Assurance vie et prévoyance sont assez immunes.

La hausse des taux est plutôt positive avec des réinvestissements à des taux supérieurs pour les nouvelles primes. Cela impacte la production nouvelle (entre 5 % et 15 % à réinvestir par an selon le segment), ce qui se trouve dilué au niveau de la masse du bilan.

La hausse actuelle des taux entraîne en effet de + 3 % sur les résultats.

Au final, il y a peu d'impact de la hausse des taux sur le bilan où la gestion est prudente en buy and hold adossée au passif.

Ratio solvabilité : la hausse des taux est globalement positive, mais un écartement des spreads obligataires est défavorable.

Les secteurs Consommation

Agroalimentaire/boissons

La crainte est que la combinaison d'un resserrement des revenus des consommateurs, de nouvelles augmentations de prix induites par l'inflation et les craintes de récession conduisent les consommateurs à renoncer aux grandes marques en faveur d'alternatives moins chères et de marques de distributeurs. C'est le principe du « downtrading » non observé à ce jour. Par exemple, Unilever annonce une hausse des prix de 10 % pour une baisse de volumes de seulement 2 %). À suivre sur la durée.

Il subsiste un risque de dégradation de la consommation, même si les entreprises ont indiqué que l'élasticité des prix est inférieure aux niveaux historiques.

Consommation discrétionnaire

- Le Luxe : le « pricing power ». La stratégie de hausse annuelle ou ponctuelle comme LVMH cette année avec + 8/9 % sur le haut de gamme, + 3/4 % entrée de gamme, alors que Hermès passe tous les ans + 2/3 %.
- L'effet coût matière dans le prix de vente est très dilué. Et les clients ne sont pas très sensibles aux prix.
- Consommation des ménages : L'Oréal, Reckitt ont un fort « pricing power ». Même Unilever déjà évoqué. P&G aux États-Unis ont passé une hausse des prix de 8 %, conduisant à seulement 1 % de baisse en volume. Mais cela n'a pas permis de compenser le prix des matières premières (450 pb d'impact sur la marge).
- Hôtellerie/loisirs : Edenred avec son activité spécifique sensible aux taux apparaît comme le grand gagnant.

L'automobile

- Plutôt positif pour les constructeurs, qui augmentent leurs prix, dans un contexte de pénurie de modèles et de situation de liste d'attente.
- Les équipementiers automobiles ont moins de « pricing power » : il existe des clauses d'indexation mais activées avec un effet retard et uniquement sur l'inflation matières premières. C'est à dire que cela n'intègre pas les effets de l'inflation salariale, des problèmes de logistiques, etc.

La Technologie & les Médias

Semi-conducteurs

- La forte inflation est apparue dès 2021, liée aux disruptions de la chaîne d'approvisionnement et les sous-investissements pendant le Covid qui ont été suivis d'un fort rebond de la demande. Le secteur a été impacté en amont du cycle d'inflation.
- Pour la plupart des semis (chipmakers diversifiés, équipementiers...), les coûts exposés à l'inflation représentent 60-80 % du coût des ventes. Il s'agit des matériaux, du transport, des coûts de l'énergie, et de l'inflation salariale, notamment en R&D...
- Ils passent des hausses de prix pour compenser l'inflation. Il est estimé que 5 à 20 % de hausse de coûts peuvent être compensés par une hausse des prix de 3 à 12 %. Par exemple, TSMC a annoncé en juin une hausse de ses prix de 6 % à partir de 2023. Toutefois, tous les fabricants de puces ne sont pas à égalité. Des baisses de prix des mémoires depuis plusieurs semaines semblent liées à une moindre demande des consommateurs (smartphones/PCs) et à une meilleure disponibilité. En revanche, la hausse des prix moyens des semi-conducteurs continue pour toutes les puces en pénurie, après des années de tendance déflationniste, comme les semis à destination de l'industrie auto/industrielle. En effet, ces composants ne représentent qu'1 à 2 % des coûts rapportés aux prix de vente sur le produit final, mais sont indispensables pour les nouvelles technologies (xEV, ADAS).

Logiciels et services informatiques : *l'inflation salariale*

- Les coûts de personnel représentent la majorité des coûts d'exploitation pour les logiciels et services (softwares/IT services).
- L'inflation des salaires pour les nouvelles embauches en « software engineers » ressort à + 10-20 % comparée à il y a 12-18 mois, selon niveau d'expertise.
- Des marges restent maîtrisées à la fois par la gestion de la pyramide des âges et la facturation compte tenu de la demande et en réduisant les rabais.
- Pour les sociétés de services, le recours aux ressources offshores.
- Enfin, le secteur est affecté tardivement par le cycle économique, il est dit « late cyclical », avec des prestations récurrentes et des contrats de 12 mois minimum.
- Enfin, un dollar fort est habituellement positif pour le secteur en général.

Secteur des paiements

Les sociétés de paiement ont tendance à bénéficier de l'inflation puisqu'elles prennent un pourcentage variable sur les paiements effectués (dans la partie acquiring), dont le ticket moyen augmente, à condition que l'inflation ne ralentisse pas fortement la consommation des ménages.

Même si une récession se profile, le chiffre d'affaires des sociétés de paiement ne devrait pas fortement baisser. L'inflation et la croissante pénétration des paiements digitaux (structurellement proche de + 10 %) porte l'activité. Pour mémoire, en 2020, la baisse d'activité n'était que de quelques points alors que tout était fermé.

En période de difficulté de pouvoir d'achat, la tendance est également à la multiplication des petits achats vs. gros achats d'un coup (ex. essence) : dans la partie processing, il y a un gain sur la commission fixe : prise deux fois si les achats se font en deux fois.

SECTEUR AURIFÈRE

Du côté de l'or : un rôle de valeur refuge qui a joué une nouvelle fois. La remontée des taux longs a engendré des flux vendeurs sur les ETF Or.

Du côté des entreprises :

Les sociétés aurifères ont subi les pressions sur les coûts, comme la majorité des secteurs : facture énergétique, coûts salariaux, coûts d'approvisionnement et des matières premières (principalement les réactifs) nécessaires à la transformation des métaux à l'instar de la pénurie de cyanure.

L'impact serait estimé entre 5 et 10 % sur la base du coût des entreprises minières.

En conclusion, l'inflation n'est pas le seul facteur à prendre en compte. Les entreprises auront des comportements différents en réaction aux différents scénarios retenus sur le pic d'inflation et ses conséquences en matière de taux et politique monétaire sans oublier l'impact sur les devises.

Ce que nous ne maîtrisons pas non plus est le poids du contexte géopolitique (Ukraine, Chine, élections), mais aussi sanitaire.



L'IMPACT DE
L'INFLATION SUR
LE MARCHÉ
OBLIGATAIRE,
FOCUS SUR LES
INDEXÉES INFLATION

L'IMPACT DE L'INFLATION SUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE, FOCUS SUR LES INDEXÉES INFLATION

En zone euro, les dernières statistiques ont confirmé que les pressions inflationnistes en lien avec l'énergie se maintiennent et que celles plus durables liées aux salaires (donc dans les services) se renforcent graduellement. Compte tenu de l'évolution dans le courant de l'été des prix du gaz et donc de l'électricité, les risques sont clairement haussiers pour l'inflation pour les mois à venir et les prises de parole récentes des membres de la BCE insistent lourdement sur les craintes des conséquences durables d'une inflation haute si longtemps.

Le contexte justifie donc une action d'ampleur de la part de la BCE, ce qui est de nature à continuer de porter les taux souverains courts comme longs, sur des niveaux plus élevés. Les taux 10 ans allemands ont d'ailleurs retrouvé fin août leurs niveaux de fin juin, effaçant une large partie de la chute de l'été (+ 80 pb depuis le point bas) sur fond de craintes de récession et de Banques centrales qui feraient « machine arrière » dans leur resserrement monétaire en 2023. Cette hypothèse ne nous paraît pas d'actualité dans un contexte où les pressions inflationnistes nous semblent durables et alors que le retrait des « boucliers tarifaires » et autres aides d'État, visant à contenir les prix actuellement, se fera graduellement en 2023 et limitera la capacité de rechute des prix (sans l'empêcher).

Dans ce contexte, nous continuons à adopter un positionnement légèrement sous-sensible dans nos portefeuilles obligataires et nous conservons notre exposition à des poches d'obligations indexées à l'inflation.

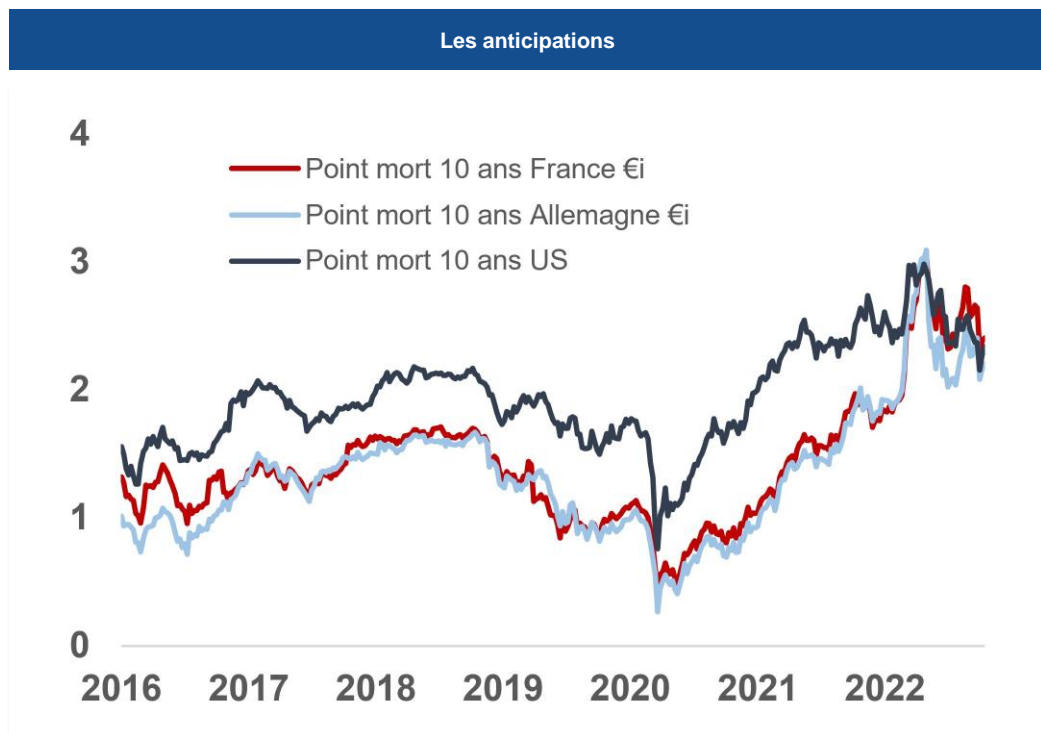
Au sein des poches d'obligations indexées, en termes de maturité, nous conservons une préférence pour les obligations indexées à l'inflation de maturités courtes et intermédiaires sur la zone 2 à 5 ans qui ont été et vont être soutenues par une très solide indexation à l'inflation en raison de l'accélération séquentielle d'un mois sur l'autre des IPC en zone euro qui devrait se poursuivre au moins jusqu'à la fin de l'année et continuer d'offrir un effet portage important jusqu'au T1 2023 a minima (en raison du décalage de 2 à 3 mois dans le mécanisme d'indexation). Les obligations indexées sur des maturités courtes et intermédiaires nous semblent également les plus à même de bénéficier de la poursuite du choc énergétique en zone euro dans les prochaines années. Celles-ci devraient également se montrer moins sensibles à la poursuite du durcissement de la politique monétaire de la BCE dans les prochains mois par rapport aux échéances de maturité 10 ans et au-delà qui sont les indicateurs suivis par la Banque centrale pour mesurer les anticipations d'inflation dans le marché et qui sont directement impactées par le durcissement de la politique monétaire.

En termes d'indexation, nous marquons depuis la fin de l'année 2021 une sous-exposition sur les OAT indexées sur l'inflation française en faveur des OAT indexées sur l'inflation européenne compte tenu de l'importance des mesures fiscales en France qui ont fortement contenu l'ampleur de l'IPC français.

Aux États-Unis, le pic d'inflation devrait être derrière nous, même si le ralentissement de l'inflation sera très lent. Les risques haussiers sur l'inflation nous paraissent moins importants et mieux maîtrisés qu'en zone euro. Dans ce contexte, nous adoptons un positionnement neutre sur les obligations indexées à l'inflation américaine (TIPS).

LES ANTICIPATIONS D'INFLATION DANS LE MARCHÉ À TRAVERS LES OBLIGATIONS INDEXÉES

Après une période de forte progression alimentée par des publications de chiffres d'inflation qui dépassaient systématiquement les attentes des investisseurs, les points morts européens et américains ont entamé une phase de correction importante depuis juin, les investisseurs restant focalisés sur les craintes de récession économique malgré des publications d'inflation qui sont toujours attendues en accélération dans les prochains mois avec un pic avant la fin de l'année 2022. Les chiffres élevés d'inflation peuvent même jouer un rôle de boucle négative pour les points morts puisqu'ils viennent alimenter les craintes des investisseurs d'un resserrement monétaire plus rapide et d'un risque plus élevé de récession.



Source : Bloomberg

Le point d'inflexion pour un rebond des points morts pourrait se matérialiser plus tard dans l'année 2022 lors d'un changement dans la stratégie des Banques centrales si celles-ci estiment le risque inflationniste comme maîtrisé et décident de ralentir voire de stopper le resserrement de leur politique monétaire afin de moins lutter contre l'inflation et plus préserver la croissance (ou du moins de limiter les risques de récession).



ANNEXE
LE LEXIQUE DE
L'INFLATION :
DÉFINITIONS, MESURES
ET COMPOSANTES

ANNEXE

LE LEXIQUE DE L'INFLATION : DÉFINITIONS, MESURES ET COMPOSANTES

RAPPEL SUR LA DÉFINITION DE L'INFLATION AU SENS DES ORGANISMES STATISTIQUES

L'inflation est la perte du pouvoir d'achat de la monnaie qui se traduit par une **augmentation générale et durable des prix (INSEE)**. Il s'agit d'un phénomène persistant qui fait monter l'ensemble des prix, et auquel se superposent des variations sectorielles. À l'opposé, nous avons la déflation qui correspond à la baisse tendancielle des prix.

Entre les deux, on a la désinflation qui correspond à la baisse du rythme de hausse des prix.

Enfin, « persistance », car on peut avoir une hausse des prix d'un mois à l'autre. L'inflation affiche en effet **une forte saisonnalité** avec des variations qui reviennent chaque année d'un mois sur l'autre, comme l'effet des périodes de soldes en janvier et en juillet qui entraîne des baisses temporaires de l'inflation en glissement mensuel.

LES DIFFÉRENTS TYPES DE MESURES DE L'INFLATION DANS CHAQUE PAYS

Chaque pays ou zone économique possède ses propres indicateurs qui sont calculés par les organismes statistiques nationaux :

En France,

l'inflation est mesurée mensuellement par l'INSEE à travers l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) et l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH). Ce dernier indice, ainsi que ceux produits par les différents organismes statistiques des pays membres de l'Union européenne, est utilisé par Eurostat (l'organisme européen en charge de la production de statistiques européennes harmonisées) pour calculer l'inflation en zone euro et dans l'Union européenne.

À l'échelle de l'Union européenne,

Eurostat calcule selon la méthodologie harmonisée (IPCH) une inflation moyenne dans les 20 pays de la zone euro pondérée par le PIB de chaque pays. C'est cet indicateur qui est directement ciblé par la politique monétaire de la BCE avec une cible à 2 %.

Aux États-Unis,

il existe deux indicateurs : le CPI et le PCE. Bien que les deux mesures suivent les mêmes tendances, elles ne sont pas identiques.

- Publié chaque mois par le Bureau of Economic Analysis, l'indice PCE (personal consumption expenditures) est le baromètre de l'inflation préféré de la Réserve fédérale américaine, y compris dans sa sous-version dite « cœur » (concept abordé dans le paragraphe suivant).
- À l'inverse, c'est le CPI calculé également mensuellement par le Bureau of Labor Statistics, qui est utilisé dans de nombreux contrats financiers (comme les TIPS – obligations du trésor américain indexées sur l'inflation US) ainsi que pour ajuster les paiements de la sécurité sociale des citoyens américains par exemple.

À noter, l'IPC en France et en Europe ne prend pas en compte l'évolution des prix de l'immobilier à l'achat, contrairement aux États-Unis. La BCE travaille à l'intégration de la composante loyers dans l'inflation européenne pour les prochaines années (comme aux US).

LES DIFFÉRENTES SOUS-COMPOSANTES DE L'INFLATION SUIVIES PAR LES ÉCONOMISTES

Les économistes suivent également une sous-composante de l'inflation totale dite **inflation cœur ou sous-jacente**. L'indice d'inflation sous-jacente est un indice désaisonnalisé qui permet de dégager une tendance de fond de l'évolution des prix. Il traduit l'évolution profonde des coûts de production et la confrontation de l'offre et de la demande. Il exclut les prix soumis à l'intervention de l'État (électricité, gaz, tabac...) et les produits à prix volatils (produits pétroliers, produits frais, produits laitiers, viandes, fleurs et plantes...) qui subissent des mouvements très variables dus à des facteurs climatiques ou à des tensions sur les marchés mondiaux.

La BCE suit également un sous-segment de l'inflation cœur appelé **inflation « super core »** qui exclut certaines composantes volatiles tels que le tourisme et les voyages organisés et permet une meilleure lecture des tendances inflationnistes. Le graphique ci-dessous illustre les différences de dynamiques entre l'inflation totale, cœur et super cœur en zone euro depuis 2016 : on constate une moindre volatilité de cette dernière mesure « supercore » :



LES PRINCIPALES MESURES D'ANTICIPATIONS SUIVIES PAR LES BANQUES CENTRALES DANS LE PILOTAGE DE L'INFLATION

En plus du suivi des différents chiffres d'inflation, les banquiers centraux suivent un certain nombre d'indicateurs afin de mesurer l'efficacité de leur politique monétaire pour lutter contre les décrochages des anticipations d'inflation.

La BCE

Plusieurs indicateurs tentent d'apporter un éclairage sur la tendance et le niveau des anticipations d'inflation pour le pilotage de la politique monétaire de la BCE en zone euro en interrogeant un large panel d'agents économiques différents (marchés financiers, consommateurs, producteurs et prévisionnistes professionnels) sur des horizons d'anticipations différents (pour le mois d'après, sur les 12 prochains mois, à 5 ans). Au regard des comparaisons entre ces anticipations et le niveau de l'inflation observée, aucun de ces indicateurs n'est réellement prédictif sur le long terme. Néanmoins, **la BCE observe l'ensemble de ces indicateurs afin de déterminer l'ancrage des anticipations des agents économiques autour de sa cible.**

Mesures d'enquêtes	Fréquence de mise à jour	Horizons
Enquête de la commission européenne	Mensuelle Trimestrielle	12 mois (tendance) 12 mois (niveau attendu)
Enquête des professionnels prévisionnistes de la BCE	Trimestrielle	1,2 et 5 ans
Sondage Consensus Economics	Mensuelle	1 à 5 ans
Baromètre de la Z€	Mensuelle Trimestrielle	Années en cours, année suivante 2 à 4 ans
Enquête sur l'économie mondiale (IFO)	Trimestrielle	6 mois
Enquête climat des affaires (PMI)	Mensuelle	Mois suivant
Indicateurs de marché		
Points morts des obligations souveraines indexées à l'inflation	A tout instant de cotation sur le marché	Courbes des obligations disponibles sur les échéances entre 1 et 30 ans
Taux de swap d'inflation zero coupon		Courbes des obligations disponibles sur les échéances entre 1 et 30 ans
Swap d'inflation 5 ans dans 5 ans		C'est le forward 5 ans dans 5 ans qui est généralement scruté par la BC mais toutes les combinaisons existent dans le marché.

La FED

De la même manière que la BCE utilise des enquêtes et des indicateurs de marché, la FED suit toute une batterie d'indicateurs sur les anticipations d'inflation dont les principaux sont résumés dans le tableau ci-dessous. Ces indicateurs lui permettent d'évaluer l'efficacité de la transmission de sa politique monétaire et sont par conséquent également fortement suivis par les intervenants de marché pour anticiper les futures décisions de politique monétaire.

Mesures d'enquêtes	Fréquence de mise à jour	Horizons
Anticipation d'inflation des ménages (Survey of Consumer Expectations - Université du Michigan)	Mensuelle	1 an 5 ans
Enquête des professionnels prévisionnistes (SPF - FED de Philadelphie)	Trimestrielle	1, 2, 5 et 10 ans
Anticipation d'inflation des ménages (Conference Board Consumer Confidence Inflation Rate Expectation)	Mensuelle	1 an
Common Inflation Expectations (CIE) (indicateur crée par la FED)	Mensuel	Combine des anticipations sur un horizon court (année à venir) et sur un horizon lointain (5 à 10 ans)
Indicateurs de marché		
Points morts des obligations souveraines indexées à l'inflation	À tout instant de cotation sur le marché	Courbes des obligations disponibles sur les échéances entre 1 et 30 ans
Taux de swap d'inflation zéro coupon		Courbes des obligations disponibles sur les échéances entre 1 et 30 ans
Swap d'inflation 5 ans dans 5 ans		C'est le forward 5 ans (dans 5 ans) qui est généralement scruté par la BC, mais toutes les combinaisons existent dans le marché



Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les données chiffrées, commentaires ou analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment à ce jour de Crédit Mutuel Asset Management sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Crédit Mutuel Asset Management. Les informations faisant référence à des instruments financiers contenues dans ce document ne constituent en aucune façon un conseil en investissement et leur consultation est effectuée sous votre entière responsabilité. Toute reproduction de ce document est formellement interdite sauf autorisation expresse de Crédit Mutuel Asset Management.