

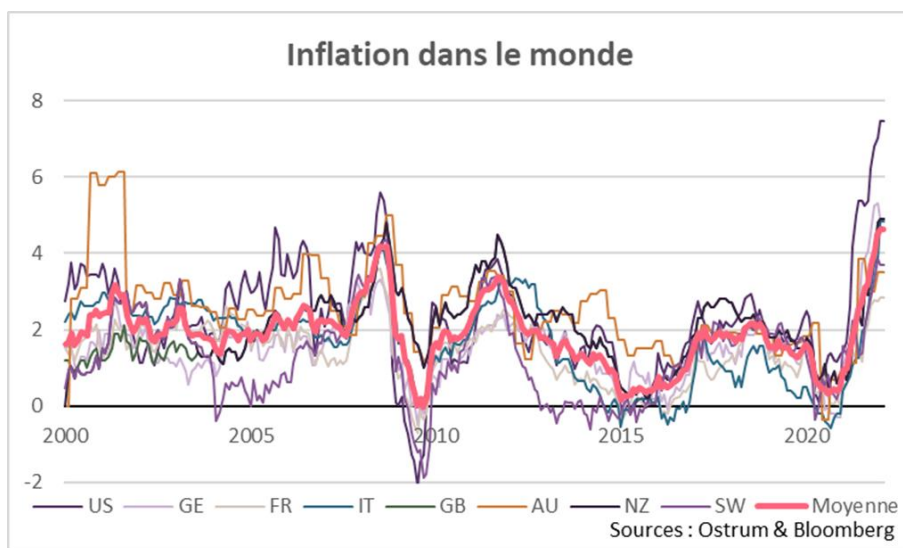
Inflation/croissance : Le grand écart sur les marchés ?

Par Stéphane Déo, Directeur de la Stratégie marchés, Alexandre Caminade, Directeur Gestions Core Taux et Alternatifs Liquides, Abdel-Rani Guermat, Gérant Inflation et Rémi Lamaud, Expert Solutions chez Ostrum AM

Alors que le début d'année marque une hausse de l'inflation inédite depuis plus d'un quart de siècle, les banques centrales font face à un dilemme et se voient contraintes d'augmenter leurs taux, et ce, de manière plus rapide que prévu. Les incertitudes autour de l'impact de la hausse des taux, renforcées par la situation géopolitique actuelle, marquée par le conflit entre la Russie et l'Ukraine, font craindre aux investisseurs une éventuelle récession. Les gérants sont aujourd'hui obligés d'adapter leurs stratégies d'investissement afin de pouvoir proposer des solutions avantageuses qui permettent aux investisseurs de se protéger de l'inflation ou de profiter de l'environnement actuel.

Inflation : le grand bond en avant

L'inflation a toujours été un sujet clé au cœur des marchés. Mais ils font aujourd'hui face à une situation inédite où l'inflation dans l'OCDE connaît son plus haut niveau depuis plus de trente ans. Au sein de l'OCDE, l'indice des prix à la production enregistre une flambée inédite et l'indice des prix à la consommation continue lui aussi d'augmenter considérablement, surprenant l'ensemble des analystes, au niveau de la zone euro mais aussi au niveau mondial.



Il existe une composante commune importante à l'inflation dans tous les pays de l'OCDE, empiriquement, on trouve qu'environ 80% de l'inflation des pays est affectée par les mouvements communs à tout l'OCDE. Ceci explique que le phénomène soit généralisé à l'ensemble des pays développés ce qui fournit à l'investisseur une classe d'actifs particulièrement large d'un point de

vue géographique. Les différences restent néanmoins suffisamment importante d'un pays à l'autre pour offrir d'importantes opportunités d'investissement et de diversification.

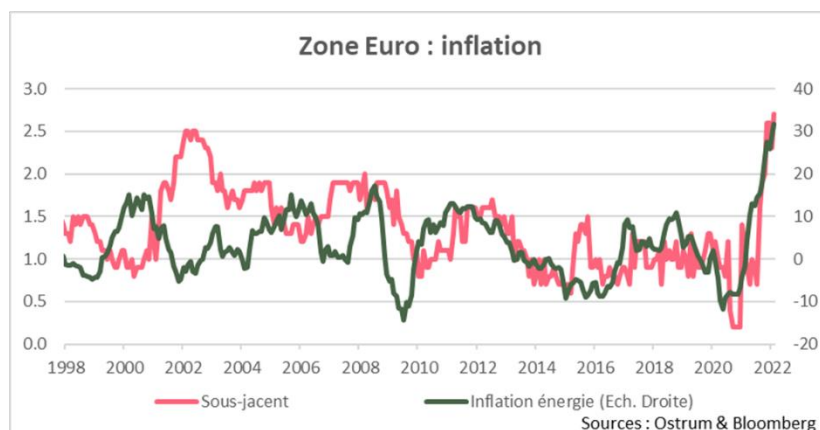
Des banques centrales contraintes de réagir, mais sont-elles vraiment motivées ?

Face à cette hausse de l'inflation, les banques centrales sont obligées de revoir leur copie : alors que la plupart pensaient que l'inflation enregistrée en 2021 ne serait qu'un phénomène transitoire, les perspectives ont aujourd'hui changé et un resserrement monétaire assez fort est attendu d'ici la fin de l'année. 37 hausses de taux ont déjà eu lieu lors du premier trimestre 2022 et l'on en anticipe davantage tout au long de l'année (dont 9 de la part de la Fed uniquement). Les taux directeurs, assez stables jusque là, devraient connaître une hausse importante qui perdurera jusqu'en 2023.

Cependant, selon Stéphane Déo, Directeur de la Stratégie marchés, les décisions récentes des banques centrales conduisent à douter de leur volonté de faire baisser l'inflation. Alors que celles-ci maintiennent leurs taux directeurs à des niveaux assez bas, l'utilisation de la règle de Taylor indique que les banques centrales devraient appliquer une trajectoire beaucoup plus ambitieuse que celle suivie actuellement. La règle de Taylor a pour ambition de définir une ligne de conduite qui s'impose aux autorités monétaires. Elle se fonde sur le calcul d'un taux d'intérêt de court terme, supposé « optimal », compatible avec l'objectif d'inflation de la banque centrale et l'évolution de « l'écart de production ». Or si l'on applique la règle de Taylor aux Etats-Unis et en Europe, les résultats s'élèvent à 9,8% et 6,4% respectivement, présentant une énorme différence avec les taux actuellement appliqués. C'est pourquoi l'on peut douter de la volonté de la Fed et de la BCE de revenir à un taux d'inflation de 2%.

Une dynamique des prix totalement inhabituelle

Outre les niveaux d'inflation inédits enregistrés, les marchés font également face à une autre situation inhabituelle, qui concerne cette fois-ci la dynamique des prix : la hausse des prix de l'énergie progresse en même temps que la hausse des prix des biens hors-énergie. Cette corrélation est devenue positive depuis quelques temps, car les entreprises répercutent le coût de production énergétique sur leurs prix de vente. Le prix des autres biens augmentent, au lieu de baisser sous l'effet de leur moindre consommation. Cette situation pourrait donner lieu à un choc pétrolier inflationniste, d'après Stéphane Déo.



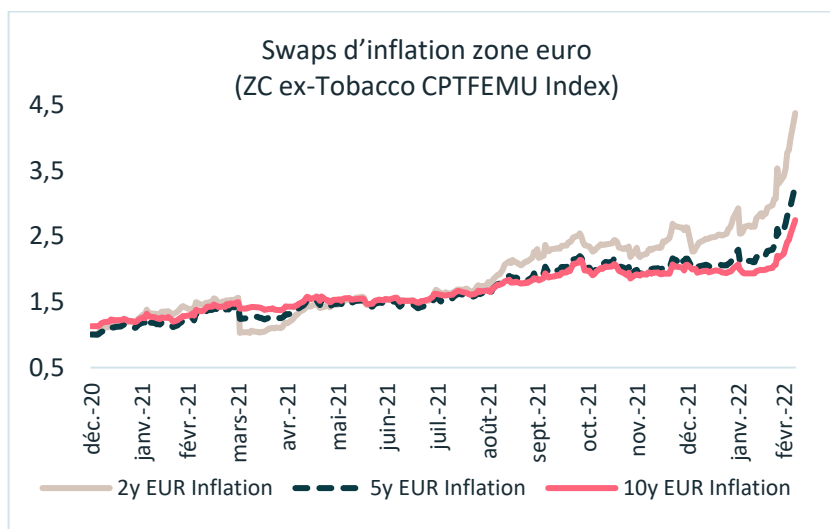
Beaucoup de facteurs peuvent expliquer cette situation : tout d'abord, la tendance à la déglobalisation qui entraîne des coûts supplémentaires puisque l'on quitte les pays où la main d'œuvre a tendance à être moins chère pour relocaliser. Ensuite, la réaction des salaires, bousculée par un pouvoir de négociation employé-employeur qui se déforme en partie à cause d'un taux de chômage au plus bas et des anticipations des parties concernées. Les conjonctures actuelles semblent pointer vers une inflation salariale en Europe, une situation qui serait inédite depuis 25 ans. L'attitude plus accommodante des banques centrales expliquée précédemment, ainsi que la croissance de la masse monétaire sont également des facteurs importants. Enfin, le conflit russo-ukrainien et le choc qu'il a entraîné sur les marchés des matières premières peuvent également expliquer cette situation exceptionnelle.

Le marché de l'inflation : quelles stratégies d'investissement ?

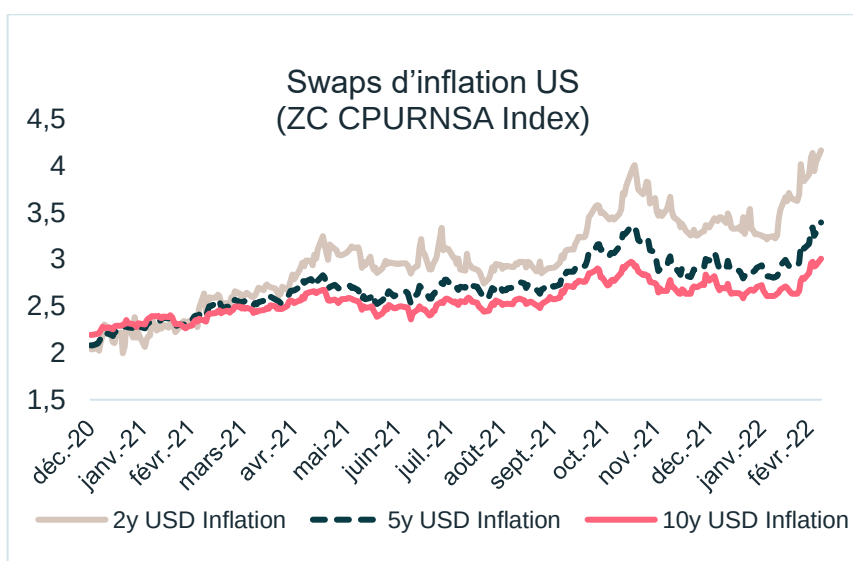
La thématique de l'inflation est présente dans le marché depuis 2016 et s'est renforcée en 2021 suite aux relances budgétaires et monétaires dans les pays développés. Depuis la crise de la Covid, la courbe des breakeven ne cesse de croître, remarque Alexandre Caminade, Directeur Gestions Core Taux et Alternatifs Liquides, et le conflit russo-ukrainien (dont les conséquences sur le prix de l'énergie sont appelées à perdurer) ainsi que la hausse des matières premières ne font qu'accélérer la tendance.

Des tendances inflationnistes persistantes au niveau global

Zone Euro : depuis le début de l'année, le niveau des swaps, en particulier sur la partie courte, a fortement augmenté avec une nette accélération depuis la crise ukrainienne. Dans la zone euro, les swaps d'inflation connaissent une très forte accélération. Les parties courtes de la courbe de swaps d'inflation ont enregistré la plus forte hausse, conduisant à une inversion de la courbe assez marquée avec un swap 2 ans-10ans descendant rapidement en territoire négatif.



Etats-Unis : la même situation se produit. On observe une forte augmentation des swaps 2 ans, 5 ans et 10 ans, néanmoins plus régulière que dans la zone Euro. Les niveaux de swap à long terme sont plus hauts ce qui contribue à une courbe de swaps d'inflation moins négatives.

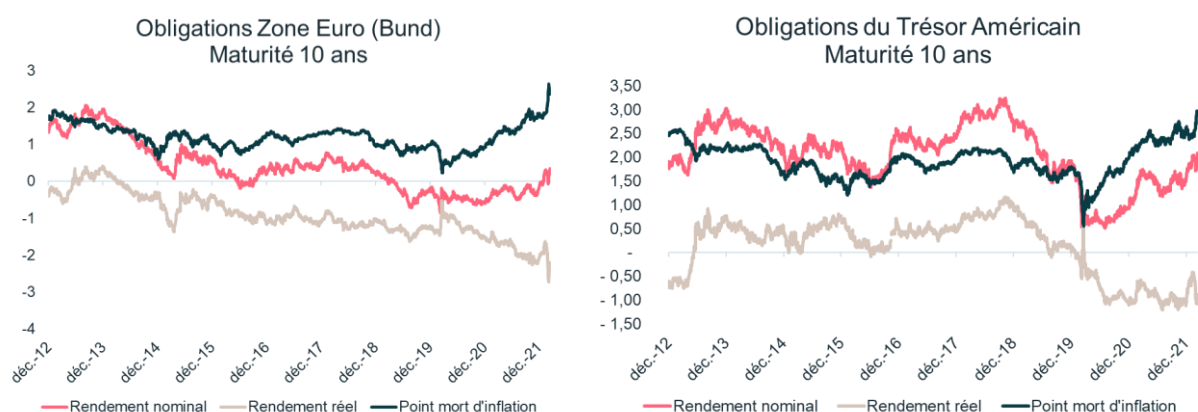


Toutefois, un point diffère dans les deux régions : les Etats-Unis connaissent en effet une boucle inflation-salaires, qui se veut persistante et continue d'influer sur le taux d'inflation du pays.

Au niveau global : la tendance des swaps d'inflation est à la hausse et les courbes de swaps à la baisse, de manière plus ou moins brutale. Abdel-Rani Guermat, Gérant Inflation, estime que la hausse au niveau mondial devrait se poursuivre dans les prochains mois.

Une hausse des taux nominaux liée aux breakeven d'inflation

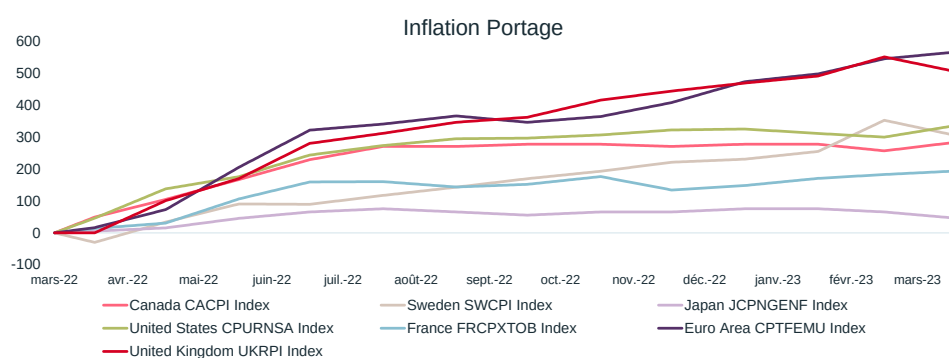
Depuis 2021, on observe dans les pays développés, une hausse continue de l'inflation, ce qui a contribué à la hausse des breakeven (points morts d'inflation), qui a influé sur l'évolution des taux nominaux (qui représentent les taux de rendement d'une obligation classique) et des taux réels (qui représentent les taux de rendement d'une obligation indexée à l'inflation).



Des facteurs conjoncturels (hausse des matières premières, goulots d'étranglement dans les chaînes de production, répercussions des prix par les entreprises) et structurels (relocalisations, transition énergétique) vont soutenir ces hausses. Aux Etats-Unis, la hausse des prix de l'immobilier devrait conduire à des chiffres d'inflation élevés.

Un portage attractif

Un autre facteur qui devrait également soutenir la classe d'actif réside dans le portage (le gain ou la perte réalisé par l'investisseur sur les coupons en conservant l'obligation indexée à l'inflation sur une période donnée), qui devrait rester assez élevé et attractif pour l'année à venir.



Les obligations indexées semblent donc être une classe d'actifs attractive en cette période où l'inflation ne cesse de croître. D'après les données de Bloomberg, les indices inflation globale surperforment les indices taux nominaux souverains et la tendance ne semble pas prête de

s'arrêter, et l'on observe sur les marchés américain et européen une forte hausse de souscriptions sur la classe d'actifs inflation depuis le début de l'année.

Quelles solutions pour protéger son portefeuille de l'inflation ?

Selon Rémi Lamaud, Expert Solutions, deux types de produits sont aujourd'hui proposés aux investisseurs :

- Les produits liés à l'inflation : les titres indexés à l'inflation, les swaps d'inflation et les options sur le niveau de l'inflation.
 - Les titres indexés à l'inflation et les swaps d'inflation proposent tous deux une indexation parfaite. Chez les titres indexés à l'inflation, le taux nominal évolue comme l'inflation ; cependant, cet instrument est sensible aux taux réels, actuellement très négatifs. Les swaps d'inflation, quant à eux, versent la différence entre l'anticipation d'inflation et l'inflation finalement réalisée ; actuellement l'anticipation d'inflation sur ce marché est assez forte.
- Les produits ayant un lien indirect avec l'inflation : les produits structurés de taux ou l'allocation d'actifs classique (actions, émergentes, taux...).
 - Pour les produits structurés de taux, l'inflation est une composante de la formation des taux longs : une inflation plus haute pousse les taux à la hausse. Il convient donc de bien choisir la référence (longue, pente, forward), car toutes ne réagissent de la même manière à l'inflation. Il faut également faire attention à l'effet de levier : les variations de taux étant plus faibles que celles de l'inflation, il faut appliquer un effet de levier pour avoir des variations de la même ampleur.
 - Quant aux produits classiques (actions, émergents, taux), l'inflation se transmet aux actifs financiers et est mesurée par le biais de corrélations. Suivant sa source, les réactions des classes d'actifs peuvent être différentes, et les corrélations très instables.

Si l'on regarde sur un an l'évolution récente des actions et des actifs euro face à la hausse de l'inflation, on observe que les actions, qui avaient très bien performé en 2021 n'ont pas suivi l'inflation depuis le début de l'année. Des secteurs tels que la pharmaceutique et la distribution, assez immunes face à l'inflation, pourraient bénéficier d'une rotation sectorielle.

En revanche l'accélération de l'inflation en février a profité aux titres indexés à l'inflation, qui semblent donc être une classe d'actifs appropriée par rapport aux statistiques de risques récentes : l'effet « ciseau » entre les actions et les titres indexés à l'inflation, observé en ce début d'année, améliore les caractéristiques de risque et le ratio de Sharpe (le rendement attendu divisé par la volatilité) des portefeuilles investis en titres indexés.

Contacts presse

OSTRUM ASSET MANAGEMENT

Stéphanie Mallet – stephanie.mallet@ostrum.com – Tél : +33 (0) 1 78 40 81 85

SHAN

Alexandre Daudin – alexandre.daudin@shan.fr – Tél : +33 (0) 1 44 50 51 76

Marion Duchêne – marion.duchene@shan.fr – Tél : +33 (0) 1 42 86 82 43

À propos de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management a pour mission de prolonger les engagements de ses clients par l'investissement et de contribuer, à leurs côtés, à assurer les projets de vie, la santé et la retraite des citoyens européens.

Parmi les leaders européens¹ de la gestion institutionnelle, Ostrum Asset Management accompagne ses clients opérant avec des contraintes de passif, en leur proposant une offre duale : la gestion d'actifs, avec son expertise reconnue en gestion obligataire et en gestion assurantielle (actions et obligations) ; la prestation de services dédiés à l'investissement, avec une plateforme technologique de pointe.

Acteur engagé de longue date dans l'investissement responsable², Ostrum Asset Management gère 442 Mds€ d'encours³ pour le compte de grands clients institutionnels (assureurs, fonds de pension, mutuelles, entreprises) et administre 581 Mds€ d'encours³ pour le compte d'investisseurs professionnels, opérant dans le monde entier et sur tous types d'actifs.

Ostrum Asset Management est un affilié de Natixis Investment Managers.

1. IPE Top 500 Asset Managers 2020 a classé Ostrum AM, au 77e rang des plus importants gestionnaires d'actifs au 31/12/2019. Les références à un classement ne préjugent pas des résultats futurs de la société de gestion.
2. Ostrum AM est une des premières sociétés de gestion françaises signataire des PRI en 2008. En savoir plus : www.unpri.org.
3. Source : Ostrum Asset Management, données consolidées à fin décembre 2021. Les encours administrés incluent les encours d'Ostrum AM. Les prestations de services pour un client donné peuvent porter sur certains services uniquement.

www.ostrum.com



Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014, en date du 7 août 2018 – Société anonyme au capital 48 518 602 euros – 525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753 – Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris - www.ostrum.com. >>.

Ce document est destiné à des clients professionnels au sein de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un autre but que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou une notation d'un OPCVM/FIA, e préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes sous munitions.

Achevé de rédiger le 05/04/2022