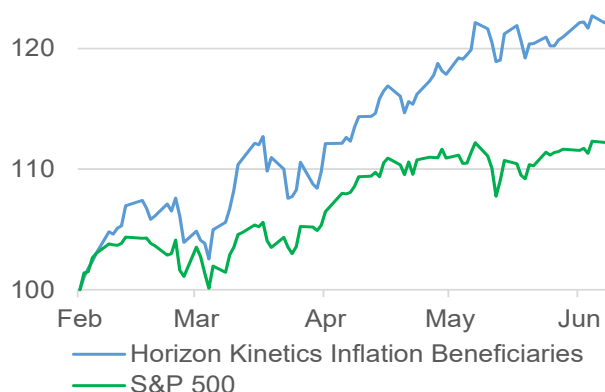


Comment profiter de la montée des inquiétudes inflationnistes

Ce que vous devez savoir

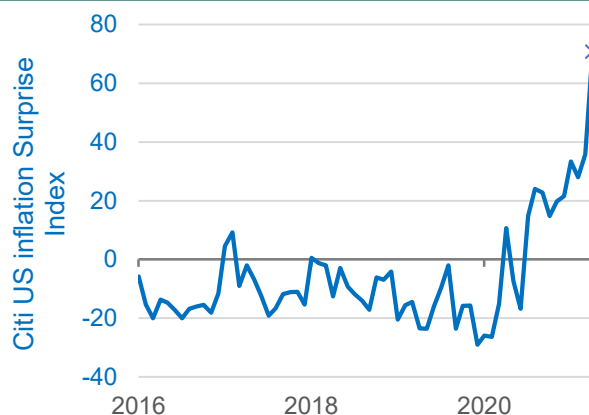
1. **Les mouvements de prix ont récemment été déterminés par plusieurs facteurs transitoires et idiosyncratiques aux États-Unis et en Europe.** L'inflation devrait rester élevée jusqu'à l'automne, pour revenir progressivement à un niveau proche des objectifs de la banque centrale l'année prochaine. Nous estimons ainsi toujours que le risque d'une inflation supérieure à 2 % sur une plus longue période est modéré, notamment en Europe. Aux États-Unis, en revanche, la situation se tend et il faudra attendre au moins la fin de l'année avant de pouvoir évaluer les risques à moyen terme, comme une possible surchauffe du marché de l'emploi.
2. **Comment se couvrir au mieux contre l'inflation dans l'univers obligataire ?** Les obligations indexées sur l'inflation le permettent, mais elles sont déjà chères. Nous privilégions les obligations à taux variable et les prêts à effet de levier.
3. **Les matières premières constituent également un investissement pertinent :** métaux précieux, métaux pour batteries et pétrole brut. Les actions liées aux matières premières : mines d'or/d'argent, mines de métaux industriels, produits chimiques, papier et pâte à papier.
4. **L'immobilier offre une protection contre l'inflation par le biais des hausses des loyers, tant que les taux réels à long terme n'augmentent pas fortement :** depuis 2001, les REIT américains ont surperformé le S&P 500, tout particulièrement au cours des périodes de renforcement des anticipations d'inflation américaine.
5. **En ciblant les entreprises moins capitalistiques, avec des actifs solides, les entreprises basées sur l'information, disposant d'un pouvoir de fixation des prix élevé et ayant de faibles coûts fixes :** Autrement dit, celles qui peuvent augmenter leurs prix tout en maintenant des coûts faibles et en grande partie fixes, constituent des couvertures intéressantes contre l'inflation.

DEPUIS FÉVRIER, LES SOCIÉTÉS QUI BÉNÉFICIENT DE L'INFLATION ONT ÉTÉ DEUX FOIS PLUS PERFORMANTES QUE LE S&P 500



Source : Bloomberg

LA POUSSÉE DE L'INFLATION AMÉRICAINE SURPREND LES ÉCONOMISTES



Source : BNP Paribas Wealth Management, Bloomberg

Edmund Shing, PhD



Global CIO
BNP Paribas Wealth Management



Guy Ertz, PhD



Chief Investment Adviser, Luxembourg
BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

The bank
for a changing
world

Pourquoi l'inflation va encore augmenter avant de retomber

Les chiffres de l'inflation ont fortement augmenté au cours des derniers mois. Il est donc capital de s'interroger sur la nécessaire couverture de ce risque. L'inflation globale a en effet atteint 2 % dans la zone euro et a dépassé 4 % aux États-Unis. Les bases de comparaisons annuelles de l'inflation resteront très basse encore plusieurs mois. Cet effet de base, significatif, va maintenir le taux d'inflation à un niveau élevé. Nous nous attendons à ce qu'il s'inverse progressivement à partir de l'automne. Les pénuries dans certaines chaînes d'approvisionnement (semi-conducteurs, matériaux de construction) ont également été une source d'inflation. Nous avons en effet observé un allongement sensible des délais de livraison au cours des dernières semaines (voir le graphique ci-dessous). Toutefois, il est intéressant de noter que, depuis les années 1990, les pics de pression sur les prix manufacturiers ont eu un impact limité sur l'inflation, les entreprises s'étant rapidement adaptées. Le prix des matières premières a, quant à lui, été un moteur de la hausse récente, renforcée par l'effet de base mentionné ci-dessus. Nous prévoyons une phase de consolidation des prix des métaux de base et du pétrole. En effet, l'analyse des graphiques suggère un contexte de surachat et l'on s'attend à un ralentissement, au moins temporaire, de la croissance économique en Chine. Le décalage de la hausse des prix de l'immobilier pourrait ralentir le processus de normalisation.

Aux États-Unis, l'inflation pourrait bien être supérieure à 4 % aux T2/T3, mais devrait progressivement refluer au début de l'année prochaine. Elle devrait redescendre à 3 % au printemps 2022 et à 2,3 % à la fin de l'année 2022. Dans la zone euro, l'inflation dépassera 2 % dans les prochains mois, puis se normalisera sous ce niveau au début de 2022.

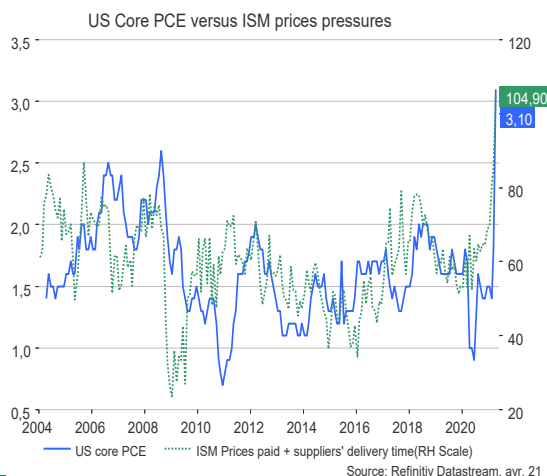
Perspectives à moyen terme et indicateurs à suivre

Nous estimons que le risque d'une inflation supérieure à 2 % sur une plus longue période reste modéré, notamment en Europe. Aux États-Unis, les risques augmentent et il convient de surveiller deux dimensions principales.

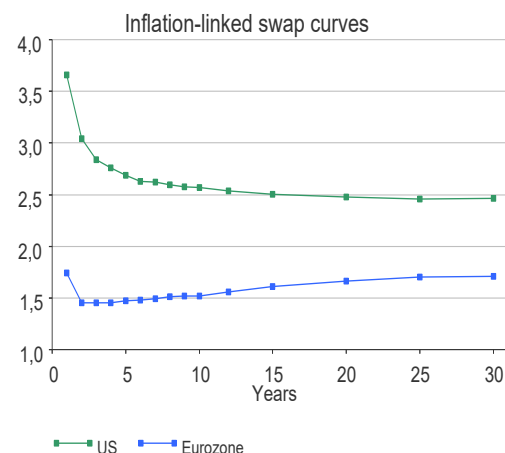
La première est le risque d'anticipations « auto-réalisatrices ». En effet, les agents économiques sont fortement influencés par les derniers chiffres de l'inflation, et ceux-ci seront très élevés au cours des prochains mois. Nous devons suivre les enquêtes menées auprès des consommateurs, des professionnels de la finance ainsi que les attentes relatives aux actifs financiers sous-jacents, tels que les obligations indexées sur l'inflation et les contrats dérivés (swaps d'inflation). L'essentiel est que les anticipations d'inflation américaine à long terme, mesurées par les swaps d'inflation ou les points morts d'inflation, n'augmentent pas fortement (cf. graphique ci-dessous).

Le second risque est lié à une surchauffe de l'économie, via le marché du travail et les salaires. Pour le moment, le marché du travail dispose encore de surcapacités, surtout en Europe. Aux États-Unis, la situation semble plus tendue compte tenu du taux de chômage et de la flexibilité de ce marché. Il y a cependant une marge de manœuvre importante, puisque le taux d'activité se situe encore autour de 62 %, contre environ 67 % au début de l'année 2000. À titre de comparaison, pour la population qui n'a pas fait d'études supérieures, ce taux est de 55 % actuellement contre 66 % en 2000. Nous nous attendons à ce que le programme de relance massif de l'administration Biden génère un grand nombre d'emplois, en particulier pour ce groupe démographique. Le potentiel de hausse généralisée des salaires au cours des prochains mois est donc plus limité. Nous devons surveiller de près la vitesse et le type de création d'emplois ainsi que l'évolution du taux d'activité.

INFLATION ET CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT



RESTER VIGILANT SUR LES PRÉVISIONS D'INFLATION



Couverture contre l'inflation sur le marché obligataire

Les investisseurs qui s'inquiètent de l'inflation peuvent trouver certaines solutions sur le marché obligataire.

Les **obligations indexées sur l'inflation** (Treasury Inflation-Protected Security ou TIPS aux États-Unis) sont un moyen de protéger un portefeuille de l'inflation. Elles offrent une meilleure couverture si elles sont détenues jusqu'à l'échéance. En effet, non seulement les coupons sont ajustés en fonction de l'inflation (définie par l'évolution de l'indice des prix à la consommation), mais le capital, remboursé à l'échéance, l'est également.

En cas de déflation, les investisseurs perçoivent la valeur nominale de l'obligation à l'échéance. Les obligations indexées sur l'inflation ne sont pas des instruments très liquides, de sorte que leurs prix sont davantage susceptibles de fluctuer en période de volatilité. Bien que ce soit l'inflation réelle qui détermine la valeur du coupon, le cours des TIPS dépend des anticipations d'inflation.

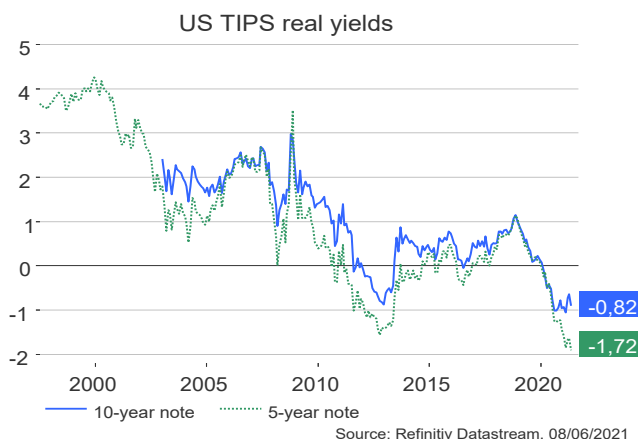
Les obligations indexées sur l'inflation nous semblent correctement valorisées après la forte hausse des prévisions d'inflation. Le rendement réel (rendement nominal moins l'inflation) est négatif, à -1,8 % pour une obligation à 5 ans et à -0,8 % pour une obligation à 10 ans indexée sur l'inflation aux États-Unis.

Par conséquent, les investisseurs ne réaliseront de bénéfices que si les prévisions d'inflation augmentent encore et que les taux réels baissent ou stagnent.

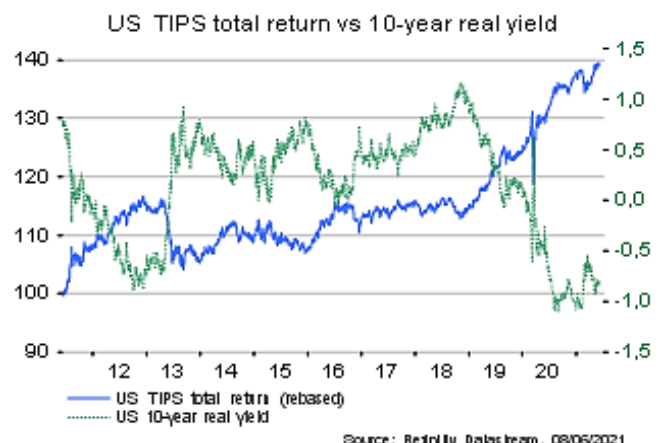
Les **obligations à taux variable** (Floating Rate Notes, ou FRN) constituent une autre possibilité de couverture. Elles versent un coupon qui est généralement basé sur un taux sans risque à court terme plus une marge (le *spread*). Le taux d'intérêt est généralement réinitialisé chaque trimestre. Le rendement des coupons ne fluctue pas beaucoup puisqu'il dépend de la qualité de crédit de l'émetteur, contrairement au rendement des obligations à long terme qui est également sensible à l'évolution des taux directeurs. Les émetteurs sont pour la plupart des banques américaines, qui bénéficient d'une bonne note de crédit. Par exemple, un FRN américain à 4 ans paierait un coupon d'environ 0,5 %. En comparaison, l'équivalent en EUR serait coté au-dessus du pair et ne paierait pas de coupon. Les obligations à taux variable ne protègent pas exactement contre l'inflation en soi, mais elles protègent contre l'évolution des taux d'intérêt, ce qui y est lié d'une certaine manière, puisque les banques centrales font varier les taux en fonction de l'inflation. Nous supposons que la Réserve fédérale américaine relèvera ses taux directeurs au troisième trimestre 2023, mais nous ne prévoyons pas que la BCE en fasse autant, dans un avenir prévisible.

Enfin, les **prêts à effet de levier** sont des prêts accordés par des institutions financières à des entreprises à fort effet de levier. Ainsi, ils présentent un risque de crédit plus élevé que les obligations à taux variable ou indexées sur l'inflation mentionnés ci-dessus, et offrent en contrepartie un meilleur rendement. Ces prêts versent généralement un taux variable, basé sur un taux sans risque à court terme plus un spread. Ils présentent normalement moins de risques de défaut que les obligations à haut rendement. Depuis le début de l'année, ils ont surpassé ces dernières en termes de rendement total.

LES RENDEMENTS RÉELS AMÉRICAINS SONT DÉJÀ À DES NIVEAUX HISTORIQUEMENT BAS, REFLÉTANT DES VALORISATIONS ÉLEVÉES



LES TIPS AMÉRICAINS NE S'EN SORTENT PAS BIEN LORSQUE LES TAUX RÉELS AUGMENTENT



Pourquoi l'immobilier se comporte-t-il bien en période d'inflation ?

L'exposition à l'immobilier permet de se prémunir contre l'inflation : l'immobilier en direct (commercial et résidentiel) peut offrir aux investisseurs une protection contre la hausse de l'inflation.

L'immobilier offre cette protection contre l'inflation du fait qu'il s'agit d'un actif « réel », c'est-à-dire un actif dont la valeur augmente dans le temps, au moins autant que l'inflation. Cette propriété découle de la possibilité d'augmenter les loyers en fonction de l'inflation au fil du temps, contrairement à une obligation à taux fixe dont le coupon reste figé.

Si, en raison d'anticipations inflationnistes, les taux d'intérêt nominaux augmentent, alors les taux d'intérêt réels (corrigés de l'inflation) demeurent plus ou moins stables. Si un propriétaire finance ses propres projets immobiliers à un taux plafonné ou fixe, avant que l'inflation ne s'emballe, ses coûts d'emprunt resteront inchangés alors que les revenus locatifs augmenteront. Ainsi, l'immobilier est une source potentielle de flux de trésorerie.

La protection contre l'inflation est indéniablement partielle, et cela pour deux raisons principales : i) il existe un décalage entre l'indexation des loyers et la hausse des prix, souvent de six mois ou plus ; et ii) les différents indices utilisés pour l'indexation des loyers ne reflètent pas toujours pleinement l'inflation future. En période d'inflation, la croissance des loyers a tendance à se produire avant la hausse des prix immobiliers. Théoriquement, les valeurs immobilières pourraient ainsi être considérées comme une offre infinie de flux de trésorerie locatifs croissants.

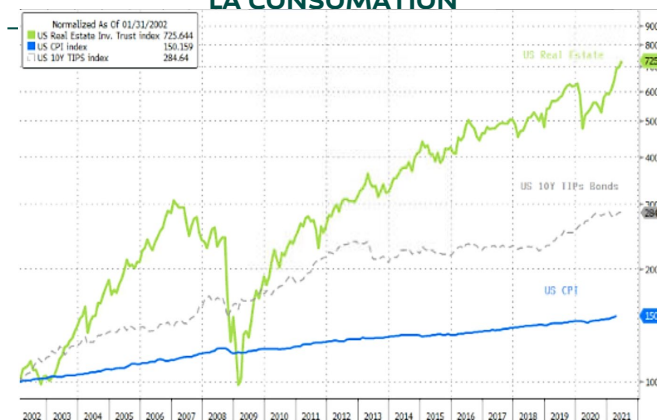
Les rendements de l'immobilier de bureau et résidentiel en direct augmentent avec l'inflation : selon Demary et Voigtlander (2009), les investissements en immobilier de bureau et résidentiel ont historiquement offert une couverture efficace contre l'inflation, qu'elle soit attendue ou non (sur la période 1998-2007).

Autres facteurs à prendre en compte – la croissance de la demande, le taux de vacance, les taux réels à long terme : bien entendu, l'inflation n'est pas le seul facteur macroéconomique à prendre en compte lorsque l'on envisage des investissements immobiliers. Ces dernières années, le principal moteur des rendements immobiliers a été la baisse du coût du financement, sous la forme d'une diminution des taux réels à long terme. Or, nous estimons qu'ils ne pourront pas augmenter sensiblement à l'avenir, car les banques centrales s'efforceront de maintenir le coût de financement de la dette publique à un faible niveau, pour donner aux gouvernements les moyens de continuer à stimuler les économies nationales, après la pandémie.

La croissance de la demande demeure soutenue, en particulier pour la location résidentielle, alors que l'accession à la propriété devient difficile dans un contexte de forte augmentation des prix. Ainsi, davantage de ménages sont obligés de louer plus longtemps avant d'être en mesure d'acheter un logement. La création de nouveaux ménages est le second moteur structurel de la demande de location résidentielle, qui est particulièrement prononcée aux États-Unis compte tenu du nombre considérable de « millennials » qui arrivent à l'âge d'acheter un logement.

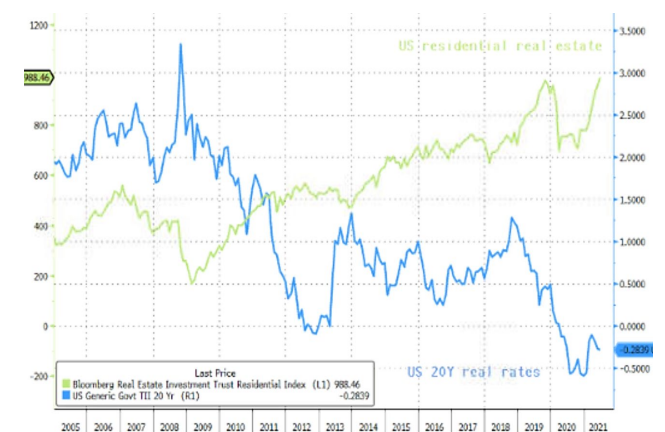
Le retour au bureau pourrait être plus robuste que prévu : la demande de bureaux devrait être soutenue par une tendance plus forte que prévu de retour au bureau dans les mois à venir, les entreprises mettant de plus en plus l'accent sur le travail collaboratif, dans un environnement partagé.

L'IMMOBILIER AMÉRICAIN A LARGEMENT DÉPASSÉ LES OBLIGATIONS COUVERTES CONTRE L'INFLATION ET L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION



Source : Bloomberg

LA BAISSÉ DES TAUX RÉELS À LONG TERME STIMULE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL



Source : Bloomberg



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

The bank
for a changing
world

Investir dans les matières premières et les actions qui y sont liées

Les matières premières ont tendance à profiter de la hausse de l'inflation : elles ont en effet tendance à bien se comporter lorsque les taux d'inflation augmentent, dans deux scénarios.

Tout d'abord, lorsque l'inflation résulte d'une forte reprise économique, comme c'est le cas actuellement. À mesure que la demande de biens et de services augmente pendant la reprise, leurs prix augmentent généralement, ainsi que les prix des matières premières utilisées pour les produire / fournir.

Deuxièmement, lorsque les matières premières sont à l'origine d'un choc inflationniste (par exemple, le choc pétrolier de 1973), leurs prix ont tendance à augmenter en raison du choc de l'offre, une demande forte faisant alors face à une offre restreinte.

Croissance structurelle supplémentaire de la demande due à la transition énergétique : s'ajoutant à la demande croissante de matières premières due à la reprise économique post-pandémique, la transition énergétique vers une économie à faible émission de carbone est un facteur supplémentaire de croissance structurelle de la demande de toute une série de métaux industriels tels que le cuivre, l'étain, le nickel, le lithium et le cobalt.

Investir dans un indice de matières premières diversifié offre une diversification, un rendement et une protection contre l'inflation : l'investissement dans un indice de matières premières diversifié, tel que l'indice Bloomberg Commodity ex-Agriculture (exposé à 11 matières premières différentes), permet de diversifier un portefeuille marqué par une forte exposition aux actions et aux obligations : en effet, les matières premières ont dans le passé affiché une faible corrélation aux actions et aux obligations. Mais il peut aussi représenter une importante source de rendement.

Opportunité d'arbitrage entre les prix des contrats spot et des contrats à terme de matières premières : lorsque l'offre est limitée et que la demande augmente, le marché à terme des matières premières a tendance à être en déport (les prix pour des livraisons futures diminuent à mesure de l'allongement de l'échéance des contrats). Cela offre aux investisseurs un « rendement de roulement » positif. Les fonds de matières premières et les ETF investissent via le marché à terme ; comme ils ne veulent pas prendre livraison des matières premières, ils « roulent » les contrats, c'est-à-dire qu'ils vendent les contrats sur le point d'arriver à échéance pour en acheter de nouveaux à plus longue échéance. S'ils achètent à un prix plus bas, ils réalisent un gain sur la hausse du prix à l'approche de l'échéance du contrat (toutes choses étant égales par ailleurs).

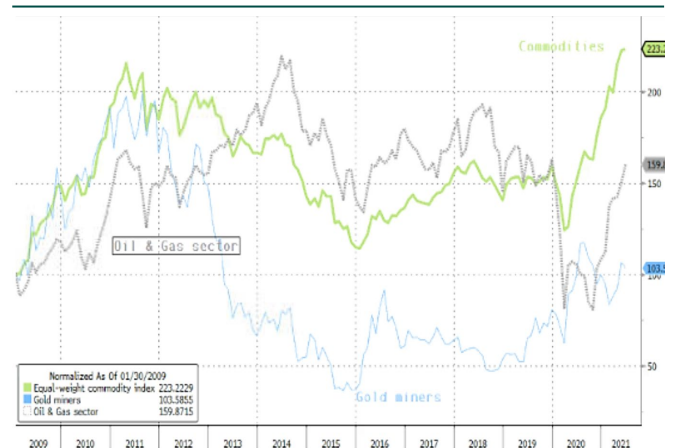
Les actions liées à des matières premières bénéficient d'un effet de levier opérationnel sur la hausse des prix des matières premières : les entreprises productrices de matières premières bénéficient d'un effet de levier sur les bénéfices de la hausse des prix des matières premières, car elles reçoivent des prix croissants pour leur production, mais leurs coûts sont en grande partie fixes. Ainsi, lorsque les prix des matières premières augmentent, au cours des phases d'accélération de l'inflation, les bénéfices des producteurs de matières premières ont tendance à augmenter rapidement. **La baisse du marché des matières premières, qui dure depuis plus d'une décennie, a imposé une discipline** : les marchés des matières premières ayant généralement souffert de la baisse des prix au cours des dix dernières années, la discipline d'investissement est aujourd'hui très rigoureuse, après un mouvement de fortes consolidations et les efforts de réduction des coûts déployés par les producteurs de matières premières. Rien ne semble indiquer un changement d'attitude - les producteurs de matières premières semblent beaucoup plus axés sur le maintien de plans d'investissement limités ainsi que sur la maximisation de la rentabilité et des rendements pour les actionnaires.

LES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ONT SUIVI L'INFLATION MONDIALE À LA HAUSSE COMME À LA BAISSÉ



Source : Bloomberg

MINES D'OR, ACTIONS DU SECTEUR PÉTROLIER ET GAZIER EN RETARD SUR LE SECTEUR DES MATIÈRES PREMIÈRES



Source : BNP Paribas Wealth Management, Bloomberg



Privilégier les sociétés à faible intensité capitalistique, disposant d'actifs tangibles et d'un bon « pricing-power »

Actions réagissant positivement à l'inflation - exposition à l'or et au pétrole, aux soins de santé, aux semi-conducteurs et au matériel technologique : les périodes inflationnistes antérieures, dans les années 1970 et au début des années 1980, montrent que trois groupes de secteurs ont surperformé lorsque les taux d'inflation ont fortement augmenté.

L'or et le pétrole : tout d'abord, les actions liées aux matières premières, telles que les producteurs de pétrole et d'or, ont, comme prévu, enregistré de bonnes performances avec la hausse des prix des matières premières. En tant qu'exposition indirecte à ces secteurs, l'exposition aux actions russes et brésiliennes peut être intéressante en raison de la forte pondération des matières premières.

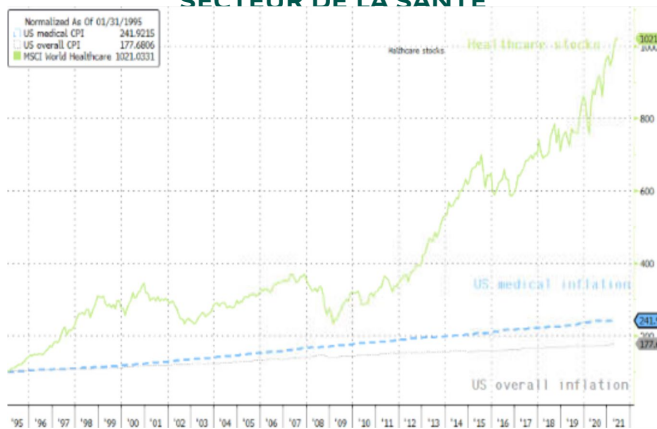
Soins de santé : deuxièmement, les soins de santé sous forme de produits pharmaceutiques et de services médicaux se sont bien comportés pendant ces périodes inflationnistes (aux États-Unis, l'inflation des coûts médicaux a largement dépassé l'IPC depuis 2000).

Semiconducteurs, matériel technique : troisièmement, les valeurs des semi-conducteurs et autres matériels technologiques ont enregistré de bonnes performances au cours de ces mêmes périodes, grâce à la croissance structurelle de la demande et à leur pouvoir de fixation des prix.

C'était déjà le cas dans les années 1970 et 1980, avant que la Fed, sous l'ère Volcker, ne fasse baisser les taux d'inflation des taux initiaux à deux chiffres aux niveaux modérés d'aujourd'hui, ce qui a entraîné la hausse du marché obligataire sur plusieurs décennies.

Se concentrer sur le pouvoir de fixation des prix et les faibles besoins en capitaux : nous pensons que les trois secteurs identifiés ci-dessus bénéficieront encore aujourd'hui de taux d'inflation plus élevés, compte tenu des hausses de prix constatées dans la santé et les semi-conducteurs.

L'INFLATION DU SECTEUR MÉDICAL AMÉRICAIN DÉPASSE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION GLOBALE ET STIMULE LE SECTEUR DE LA SANTÉ



Source : Bloomberg

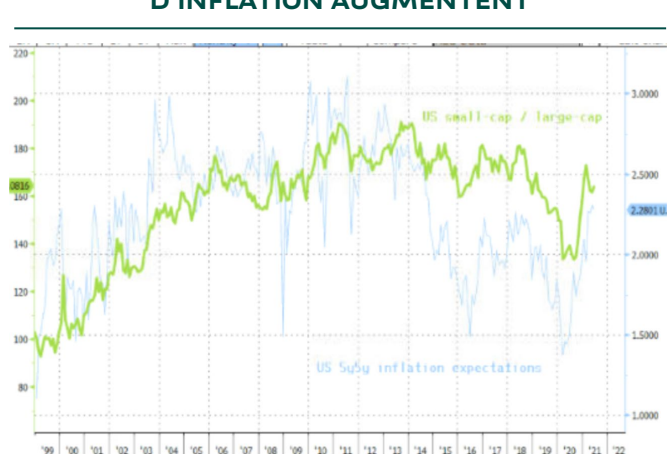
Entreprises ayant un pouvoir de fixation des prix combiné à de faibles besoins en capitaux : les entreprises telles que celles qui concèdent des licences pour l'exploitation de leurs ressources en matières premières permettent de profiter de la hausse des prix des matières premières, mais sans les besoins élevés en capitaux associés aux mines d'or et aux producteurs de pétrole traditionnels.

Les entreprises qui fournissent des technologies, des services et des équipements aux producteurs de métaux et aux producteurs agricoles sont intéressantes. Elles offrent une rentabilité élevée et une forte croissance, et bénéficient de toute hausse des investissements résultant de la hausse des prix des matières premières.

Troisièmement, il convient de favoriser les entreprises oligopolistiques et très rentables, dans les secteurs de services hautement réglementés ou protégés par des brevets, notamment les opérateurs boursiers et les entreprises axées sur les données et la recherche.

Privilégier une gestion axée sur la valeur et les petites capitalisations : en termes de style de gestion, l'exposition à la fois à la valeur et aux petites capitalisations tend à surperformer lorsque la croissance nominale (croissance économique réelle + inflation) est forte, généralement après une sortie de récession. Il convient de noter que le facteur valeur en particulier a régulièrement sous-performé depuis 2010, alors que les taux d'inflation sont restés largement au niveau, voire au dessous, des objectifs d'inflation des banques centrales en Europe et aux États-Unis. En Europe, où le marché boursier est plus cyclique, nous continuons à privilégier l'exposition aux petites et moyennes capitalisations afin de bénéficier non seulement d'une éventuelle hausse des taux d'inflation mondiaux, mais aussi d'une reprise de la demande intérieure, à mesure de la réouverture des économies et du retour à un mode de vie plus « normal ».

LES PETITES CAPITALISATIONS SURPERFORMENT LES GRANDES CAPITALISATIONS LORSQUE LES PRÉVISIONS D'INFLATION AUGMENTENT



Source : BNP Paribas Wealth Management, Bloomberg

CONTACTEZ-NOUS



wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT
