LIBERTÉ INFO

N° 139 - JUILLET 2022

DUBLY
TRANSATLANTIQUE
GESTION

Hugues Dubly - dublycontact@dubly.fr

UNE NOUVELLE HYDRE DE LERNE : L'INFLATION

Paul Volcker, président de la Fed entre 1979 et 1987, est célèbre pour son combat contre l'inflation. Il est vrai que celle-ci caracolait à un niveau de 13,5% en 1981 plongeant les USA dans la stagflation. Il propulsa le taux directeur à un niveau jusque-là inconnu : 20% et parvint au prix d'une sévère récession en 1982-83 à ramener l'inflation à 3,2% en 1983. On a alors cru que l'inflation était vaincue, d'autant que « la mondialisation heureuse » que l'on vivait à ce moment-là permit de baisser les coûts de production. Mais l'inflation, telle l'Hydre de Lerne, est toujours prête à renaître. Aujourd'hui, elle s'élève de nouveau à environ 8-12% dans le monde.

Trois facteurs ont concouru à cette renaissance :

La sortie de la période de Covid pour l'Occident, la guerre russo-ukrainienne, la crise sanitaire chinoise.

Les populations confinées pendant le Covid ont mis un frein à leur consommation et donc épargné une partie significative de leurs revenus. En plus, les banques centrales, pendant cette période, ont inondé la planète d'argent et les agents économiques se sont remis à consommer sur une grande échelle dès qu'ils ont été déconfinés. D'où une reprise de la demande difficile à satisfaire d'autant que l'offre était contrainte par l'arrêt de la production chinoise qui était mise à l'arrêt par l'enfermement drastique des populations suite à la crise sanitaire qui se développait là-bas.

Concomitamment, les prix des matières premières, notamment ceux du gaz, du pétrole, et des engrais ont connu une violente hausse due à l'éclatement de la guerre russo-ukrainienne en février dernier.

La forte inflation actuelle sera-t-elle durable ou non ? Les banques centrales, qui pensaient la négative il y a quelques mois, sont aujourd'hui plus mitigées. Les marchés financiers pensent qu'après un pic dans les prochains mois, le niveau de l'inflation reviendra vite en arrière. L'homme de la rue est moins optimiste que les banques centrales et que les marchés financiers. Les chefs d'entreprises de leur côté se préparent à faire face aux hausses de salaires et à l'augmentation des coûts d'approvisionnement à venir.

Ce nouvel environnement oblige les gérants à privilégier des secteurs qui bénéficient de l'inflation ou qui sont en mesure d'y résister : les matières premières agricoles ou minérales, la santé et l'appareillage médical, la distribution « low cost »…

Dans tous les cas, l'évolution du conflit russo-ukrainien sera primordiale, un cessez-le-feu pouvant amener une détente sur les prix des matières premières et un retour de la confiance.

Le monde économique et financier retient aujourd'hui son souffle, et s'il sait qu'il est impossible de trouver un nouvel Hercule pour détruire l'Hydre de l'inflation, il espère que les hommes sauront se montrer raisonnables, éviter le pire qui serait une hausse des taux d'intérêt et une récession sévère.

Nicolas Levrier - nicolas.levrier@dublytransatlantiquegestion.com

LES CAUSES ACTUELLES DE L'INFLATION

Les prix augmentent ! Le prix du litre de diesel est passé de 1,20€ à 2,15€. Un caddie rempli de courses au supermarché coûtait 108€ en janvier 2021 ; il coûte désormais 120€ d'après le journal La Voix Du Nord. Changer de voiture est également plus onéreux : une Peugeot 208 vaut aujourd'hui 3.000 € de plus qu'il y a un an. D'après l'Insee, les prix à la consommation ont progressé en France de 5,2% en mai. L'inflation s'établit à +8,6% aux États-Unis, +7,9% en Allemagne, +9,1% en Angleterre. Ce phénomène est donc mondial.

Quelles sont les causes de cette hausse des prix partout dans le monde ?

La première explication de la hausse généralisée des prix se trouve probablement dans la très forte reprise économique après deux années de confinements successifs. En effet, en 2020 et 2021, les ménages ont fortement diminué leur consommation du fait de la pandémie de Covid-19. De ce fait, ils ont accumulé un niveau d'épargne très important. Par exemple, fin 2021, les ménages français disposaient de plus de 300 milliards d'euros sur leurs comptes en banque. Cet excès d'épargne a été possible grâce à l'aide des banques centrales. Ces dernières ont, en effet, créé ex-nihilo de la monnaie et ont acheté avec cette monnaie nouvellement créée des obligations d'Etat. Sans elles, les Etats n'auraient donc pas pu emprunter à des taux aussi bas et prendre à leur charge les salaires des employés confinés ou encore envoyer des chèques de stimulus à la population comme ce fut le cas aux États-Unis.

Mais une fois la pandémie et les campagnes de vaccination terminées, la demande est très vite repartie. Les ménages ont tout de suite commencé à dépenser cette manne accumulée. Les consommateurs sont retournés au restaurant, ont voyagé de nouveau, refait leur intérieur, déménagé ou encore changé de véhicule. Malheureusement, l'offre n'a pas suivi au même rythme. En effet, remettre en route une usine, recruter des serveurs ou encore transporter un container de l'Asie vers l'Europe prend du temps ! Cette distorsion, entre une demande vigoureuse d'un côté et une offre qui de l'autre côté tardait à arriver, a fait monter l'ensemble des prix pour les biens et les services.

Sommaire

> Une nouvelle hydre de lerne : l'inflation p. 2

> Les causes actuelles de l'inflation p. 3 à p. 4

> Comment lutter contre l'inflation p. 5 à p. 7

> Les conséquences de l'inflation p. 8 à p. 11

> Comment investir en période inflationniste ? p. 12 à p. 14

> Hydrocarbures, inflation et transition énergétique p. 15 à p. 17

> Citations p. 19

Directeur de la publication : Hugues Dubly
Imprimerie : Print Forum - Z.I. La Pilaterie • 39, rue de Mons 59290 WASQUEHAL • Tél. 03 20 65 65 20
Crédit photo des illustrations : Shutterstock
Les articles présentés dans cette lettre sont rédigés par les gérants/analystes de Dubly Transatlantique Gestion.

Plus récemment, en 2022, ce phénomène que beaucoup pensaient temporaire a été accentué par deux événements : la guerre en Ukraine et le re-confinement en Chine.

Le conflit russo-ukrainien a eu de nombreuses répercussions sur les prix des matières premières. Le cours du baril de Brent est passé de 77$ à 120$ les jours qui ont suivi le début du conflit. Le cours du gaz en Europe s'est envolé passant de 23$ en début d'année à 40$ aujourd'hui. Le cours du blé a atteint 430€ en mai contre 250€ en début d'année. Pourquoi une telle augmentation ? Parce que la Russie et l'Ukraine sont d'importants producteurs de matières premières. La Russie est le deuxième exportateur de pétrole et le premier exportateur de gaz au monde. L'Ukraine, quant à elle, est un important producteur de denrées agricoles. Le conflit crée de nombreuses incertitudes. Le blé ukrainien va-t-il pouvoir être exporté malgré le blocus russe en Mer Noire ? L'Europe peut-elle se priver en si peu de temps de 40% de ses importations de gaz naturel ? La Russie peut-elle fermer complètement le robinet du gaz ? L'Europe peut-elle se fournir en engrais azotés, dérivés du gaz naturel et ainsi maintenir ses rendements agricoles ? De cette hausse des matières découle une hausse des coûts de l'ensemble des produits que nous consommons (nourriture, chauffage, transports etc.) que les industriels répercutent, autant que faire se peut, aux consommateurs finaux.

Le deuxième évènement qui a accéléré la distorsion entre l'offre et la demande évoquée ci-dessus est le re-confinement en Chine en raison de la recrudescence des cas de Covid-19 en mars 2022. Cette mise sous cloche de la deuxième économie mondiale a de nouveau eu des répercussions sur la production industrielle et la logistique mondiale. En mai, le grand armateur danois Maersk, fait état de retard sur les transports en Chine intérieure de 3 à 5 jours en raison d'un manque de conducteurs de camion ayant un test covid négatif. De même, la production industrielle a fortement décéléré : -2,9% d'après les statistiques officielles. Les usines et les ports ont tourné au ralenti pendant 3 mois ce qui a eu comme conséquence de renchérir les coûts de production et de transport.

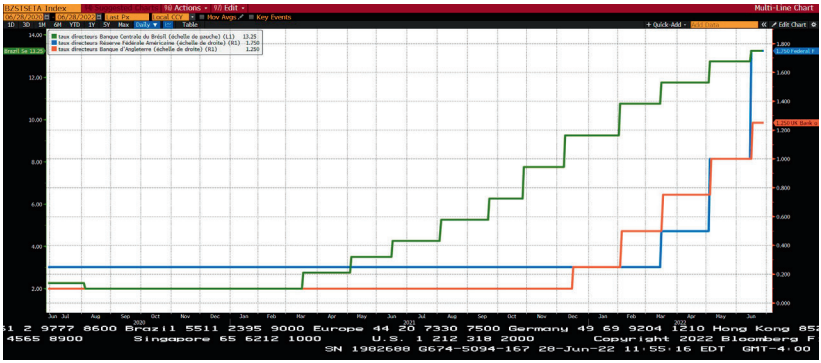
La très forte reprise économique, la guerre en Ukraine et le re-confinement chinois sont trois facteurs qui peuvent expliquer l'inflation actuelle. Un dernier facteur pourrait également engendrer des hausses de prix à long terme. Il s'agit des relocalisations de certaines productions en Europe et aux États-Unis. Cette tendance, qui a comme corollaire un meilleur respect de critères environnementaux et des coûts de production plus élevés, pourraient entraîner des hausses durables des prix à la consommation.

Pierre Carpentier - pierre.carpentier@dublytransatlantiquegestion.com

COMMENT LUTTER CONTRE L'INFLATION ?

Depuis plusieurs mois à présent, les États-Unis affichent des taux d'inflation supérieurs à 8%. Les pays émergents connaissent, pour leur part, des taux à deux chiffres. L'inflation est désormais installée et le conflit russo-ukrainien amplifie un phénomène enclenché depuis environ deux ans. Dans son ouvrage Inflation et Systèmes monétaires publié en 1968, l'économiste américain Milton Friedman écrit : « l'inflation est comme l'alcoolisme. Lorsqu'un homme se livre à une beuverie, le soir cela lui fait du bien. Ce n'est que le lendemain qu'il se sent mal ». Comment ne pas voir de similitudes entre cette comparaison et la situation actuelle ? En 2020 et en 2021, en effet les banques centrales se sont engagées sans limite en se présentant contrepartie des plans de soutien déployés par les Etats. Le total de bilan de la Réserve Fédérale Américaine a ainsi doublé en moins de 2 ans pour s'établir à près de 9 000 milliards de dollars. A 8 560 milliards d'euros, le total de bilan de la BCE est quant à lui passé de 40% du PIB de la zone monétaire en mars 2020 à près de 70% aujourd'hui ! Ces mesures exceptionnelles ont évidemment permis d'amortir le choc de la mise à l'arrêt de l'économie mondiale. En revanche, en créant une telle masse monétaire, elles ont perturbé durablement le mécanisme de fixation des prix. Face à la menace d'une spirale inflationniste, les banques centrales ont enclenché un cycle de resserrement monétaire. La Réserve Fédérale Américaine a déjà remonté ses taux à trois reprises. Elle n'a d'ailleurs pas hésité à les augmenter de 0,75% lors de sa dernière décision, la plus forte hausse constatée depuis 1994.

La tendance est mondiale. La Banque Centrale Brésilienne a ainsi récemment porté ses taux directeurs au-delà des 13%. La Banque Nationale Suisse a également surpris en s'inscrivant dans la même trajectoire. Aujourd'hui cependant, c'est la crédibilité même des institutions qui est testée. Des voix dissonantes énoncent que les banques centrales ont agi avec retard. Elles couraient après l'inflation plutôt que de la contrôler.



Source : Bloomberg

Une hausse des taux directeurs mondiale : l'évolution des taux directeurs des banques centrales brésilienne (échelle de gauche), britannique et américaine du 28 juin 2020 au 28 juin 2022 (échelle de droite).

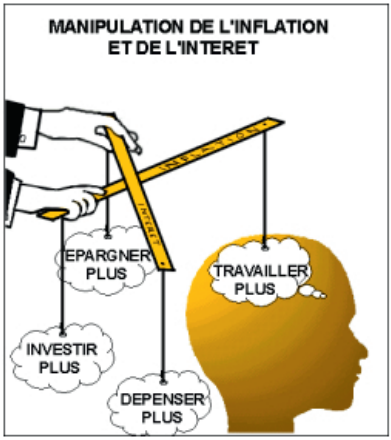
L'exercice est difficile. Dans son discours du 6 mai dernier, François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, évoque d'ailleurs un « dilemme impossible ». Il s'agit en effet de pouvoir endiguer le phénomène sans pour autant donner un coup d'arrêt à l'économie. « Les moyens de traiter l'inflation consistent à freiner l'ensemble des dépenses » précise Milton Friedman dans l'ouvrage cité précédemment. Les ménages adaptent leurs modes de consommation. Augmenter les taux d'intérêt suppose en effet une augmentation du poids des charges d'intérêt. Les entreprises sont également concernées, tout comme les états déjà lourdement endettés par la mise en place des plans de soutien au cours de la pandémie. En augmentant le loyer de l'argent, les banques centrales cherchent à réduire le processus de création monétaire. Car ce sont bien les banques commerciales qui, en émettant des crédits pour leurs clients, qu'il s'agisse des ménages ou des entreprises, sont à l'origine de l'essentiel de la création monétaire. En sifflant la fin de partie des politiques ultra-accommodantes en place depuis près de dix ans, les grands argentiers espèrent réduire le flot de liquidités et le stock circulant.

Les observateurs économiques gardent à l'esprit un précédent équivalent, à savoir le Choc Volcker, du nom du Président de la Réserve Fédérale Américaine entre 1979 et 1987. A son arrivée à la tête de l'institution, il engagea un cycle monétaire extrêmement restrictif compte tenu des niveaux d'inflation observés alors aux États-Unis. En mars 1980, celle-ci tutoyait les 15% après avoir initié une fulgurante ascension à partir du second semestre de 1978. La révolution iranienne entamée la même année qui conduisit à un effondrement du régime politique d'une part et à une envolée du prix du pétrole de l'autre n'est pas étrangère à cette percée. Pour éteindre l'incendie, et en se rangeant à la doctrine de Friedman selon laquelle « l'inflation est toujours un phénomène monétaire », Volcker propulsa les taux directeurs de 9 à 19% entre sa nomination et 1981. Ce choix drastique ne fut pas

sans conséquence sur l'économie réelle malgré son indiscutable succès sur le front monétaire. Le chômage franchit la barre des 11% aux États-Unis et la très forte appréciation du dollar – conséquence directe du tarissement de la masse monétaire en circulation – enclencha par ricochet une explosion de la dette au sein des pays émergents, notamment au sein des états d'Amérique Latine. Si le taux de chômage américain offre actuellement une certaine latitude d'action à la banque centrale américaine, il n'en est pas de même pour ce qui concerne la dette des pays émergents. Leurs finances publiques se sont en effet considérablement dégradées depuis le début de la pandémie et le poids de leurs dettes consolidées présente aujourd'hui un niveau nettement plus élevé qu'à l'aube des années 80. Un ajustement aussi radical demeure aujourd'hui peu probable. Rappelons enfin que la situation actuelle relève plus d'une normalisation que d'un durcissement des politiques monétaires, les taux réels (taux nominaux minorés du taux d'inflation constaté) demeurent bien ancrés en territoires négatifs.

En complément de ces méthodes conventionnelles de lutte contre l'inflation, on observe actuellement le recours à d'autres leviers, certains Etats eux-mêmes n'hésitant pas à intervenir pour tenter d'endiguer le mécanisme. On notera par exemple la mise en place de barrières douanières à l'exportation en Indonésie sur l'huile de palme ou encore sur le blé en Inde. Des systèmes de blocage de prix sur certains biens sont également observés. Toutes ces réponses ne s'adressent cependant pas aux racines du problème mais n'en traitent plutôt que les conséquences. Pour bloquer les prix, il faut en effet que ces derniers aient déjà connu une forte hausse, justifiant de fait une telle intervention. Par ailleurs, bloquer les prix ne signifie pas stopper leur ascension et il faudra toujours quelqu'un pour régler la différence. Ainsi, lorsque l'Etat français bloque la hausse des prix de l'électricité de 4%, il minore en réalité la TICFE (Taxe Intérieure sur la Consommation Finale de l'Electricité) pour contenir la hausse du prix consolidé de l'électricité (i.e. la somme du prix du marché et des taxes). Ce faisant, il réduit le rendement de cette taxe et contribue à creuser le déficit en réduisant le poids de cette recette. Tôt ou tard, consommateurs et entreprises, en leur qualité commune de contribuable, paieront la différence.

Aussi médiatiques soient elles, ces méthodes peu usuelles ont une efficacité limitée dans le temps et peuvent avoir des conséquences dramatiques. Le pilotage de la masse monétaire en circulation via la détermination des taux d'intérêt et donc du loyer de l'argent reste le seul véritable outil viable.



Julien Lefevre - julien.lefevre@dublytransatlantiquegestion.com

LES CONSÉQUENCES DE L'INFLATION

Les conséquences de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages

Intéressons-nous aux différentes composantes de l'inflation pour comprendre ses incidences sur les budgets des ménages. L'INSEE nous apprend que la plus grosse partie de l'inflation relevée en mai en France provient de l'augmentation des prix de l'énergie de 27,8%, tandis que les produits frais et autres produits d'alimentation enregistrent une hausse moins importante mais tout de même au-dessus des niveaux historiques à 1,8% et 4,7% respectivement. Malgré les différentes mesures déjà mises en place et potentiellement prévues par le gouvernement pour soutenir les ménages face à ces hausses de prix (bouclier tarifaire sur les prix de l'énergie, revalorisation des prestations sociales, hausse de l'indice de la fonction publique, chèque alimentaire, aide à l'inflation pour les foyers les plus modestes), le pouvoir d'achat moyen des Français devrait diminuer de 0,8% en net en 2022 d'après l'OFCE (Observatoire Français des Conjonctures Economiques).

Comme nous pouvons déjà le constater dans les médias, les ménages les plus modestes qui connaissaient des difficultés financières avant le début de cette crise inflationniste subissent d'autant plus la baisse du pouvoir d'achat et modifient déjà leurs habitudes de consommation. Les caddies sont moins remplis et les comparateurs en ligne et autres applications permettant de faire des bonnes affaires ont le vent en poupe. En conséquence, la consommation des ménages français a diminué de 1,5% durant le premier trimestre de cette année, soit la plus forte baisse depuis plus de 70 ans hors période de covid. Ce phénomène commence également à se faire ressentir outre-Atlantique avec un niveau de consommation des Américains dans les commerces, en ligne et dans les restaurants qui a diminué de 0,3% en mai comparé au mois précédent pour la première fois cette année.

Les hausses de taux ont également des conséquences sur le pouvoir d'achat des ménages

En plus de l'inflation, le budget des ménages qui souhaitent devenir propriétaires en ayant recours à un crédit immobilier va également pâtir de la hausse des taux directeurs des banques centrales que les banques traditionnelles vont répercuter sur les emprunteurs. Le taux moyen pour un crédit immobilier sur 20 ans en France est déjà passé de 1,05% au début de l'année à 1,60% en juin d'après Meilleurtaux.com. Cette hausse n'est pas terminée car les experts l'anticipent entre 2% et 3% en fin d'année. Prenons un exemple concret : dans le cadre d'un emprunt de 300 000€ sur 20 ans, un doublement du taux (passant donc de 1,05% à 2,10%) entraînerait une hausse de près de 35 000€ du montant total des intérêts à payer ce qui correspond à 145€ de mensualités supplémentaires. Cela représenterait donc une perte de pouvoir d'achat équivalente à 145€

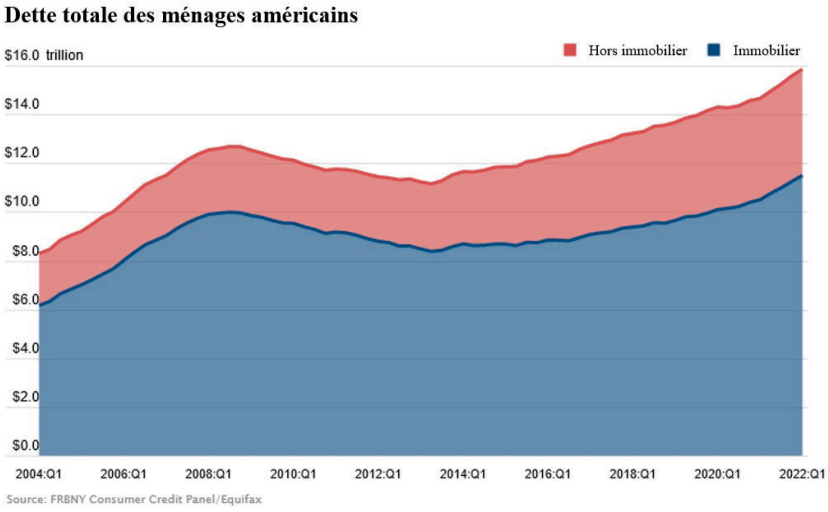
par mois si les prix de l'immobilier ne baissent pas, ce qui est peu probable. D'après la BCE, les prix de l'immobilier en Europe sont actuellement surévalués de 10% à 15% en moyenne et le marché français commence à montrer des signes de ralentissement.

En cas de baisse des prix de l'immobilier, les loueurs qui subissent également l'inflation se retrouveront appauvris et pourraient donc vouloir augmenter le montant des loyers, ce qui représenterait aussi une perte de pouvoir d'achat pour les ménages qui sont locataires.

Nous nous apercevons alors que les budgets des ménages sont doublement lésés par la situation actuelle de forte inflation et d'augmentation des taux pour y répondre.

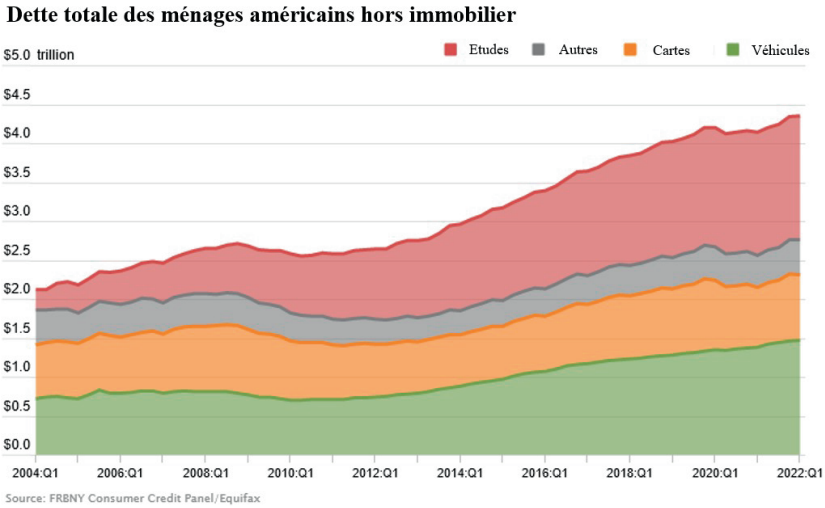
Ces deux effets sont encore plus importants outre-Atlantique où l'inflation et les hausses de taux déjà réalisées et prévues par la FED sont plus brutales et où les ménages ont énormément recours aux crédits. Il faut savoir que le montant total de la dette des ménages américains relevé en mars n'a jamais été aussi élevé atteignant 15 850 milliards de dollars (soit plus de 5 fois le PIB français !). Les crédits immobiliers représentent la majeure partie de cette dette et leur montant a même largement dépassé celui d'avant la crise des subprimes de 2008 (en bleu sur le premier graphique ci-dessous). Hors crédits immobiliers, les montants de la dette étudiante (en rouge sur le second graphique) et de celle liée à l'acquisition de véhicules (en vert sur le second graphique) sont ceux qui ont le plus augmenté.

Evolution du montant total de la dette des ménages aux USA (en milliers de milliards $)



Source: FRBNY Consumer Credit Panel/Equifax

Evolution des composantes de la dette des ménages hors crédits immobiliers (en milliers de milliards $) :



Prenons l'exemple de l'achat d'un véhicule pour illustrer les incidences de l'inflation et de la hausse des taux sur le budget des ménages américains : à cause de l'augmentation du prix moyen des véhicules (12% de hausse en un an pour les véhicules neufs et 16% pour ceux d'occasion aux USA) et des taux d'intérêt, les mensualités moyennes payées par les ménages américains pour l'achat d'un véhicule neuf s'élèvent maintenant à plus de 700$ d'après l'expert Moodymarket !

Ces conséquences sont également visibles pour les entreprises

Beaucoup d'entreprises ont été touchées encore plus tôt que les ménages par l'inflation à cause de la très forte hausse des coûts logistiques engendrée par la reprise économique post période de covid en deuxième partie de l'année 2021. Depuis le déclenchement du conflit ukrainien, la hausse des coûts énergétiques, des prix des matières premières et des salaires a pour effet d'encore plus contracter leurs marges. Les entreprises n'ont donc pas d'autres choix que d'augmenter leurs prix pour compenser cet effet, mais cela contribue directement à l'inflation et à la perte de pouvoir d'achat ressenties par les ménages.

En plus de l'inflation, les entreprises qui ont besoin de se financer en s'endettant vont aussi subir l'effet de la hausse des taux directeurs. Cela va ralentir le déploiement de projets coûteux en capitaux comme les investissements dans des nouveaux outils de productions ou les opérations de fusions et acquisitions d'autres entreprises, ce qui aura un

impact sur leur croissance à terme et va alimenter le risque de récession. Depuis quelques années, certaines entreprises avaient également pris l'habitude de s'endetter à très bas coût pour reverser plus d'argent à leurs actionnaires. C'est le cas de Coca-Cola qui distribuait plus en dividendes et en rachats d'actions que ce qu'elle générait de cash avec son activité avant le covid : ce phénomène devrait s'estomper ce qui n'est pour plaire à certains actionnaires.

Il existe tout de même quelques conséquences positives liées à l'inflation pour les entreprises, notamment pour celles qui ont déjà des stocks qui se retrouvent ainsi revalorisés à condition de réussir à les vendre. Certaines entreprises pourraient également enregistrer une hausse de la demande à court terme, les consommateurs achetant maintenant certains produits en craignant une hausse des prix durable à l'avenir.

L'alourdissement du budget des Etats

Enfin, les Etats qui doivent emprunter sur les marchés financiers en émettant de la dette vont également subir la hausse des taux sur leur budget. En effet, la charge de la dette, c'est-à-dire le montant des intérêts payés pour son remboursement, constitue un poste important des dépenses des pays endettés comme la France qui a payé 35,2 Mds € d'intérêts sur sa dette en 2021, soit plus de 5% du budget total de l'Etat. Cependant, la plupart de la dette remboursée aujourd'hui a été émise à des taux assez faibles (moins de 1% en moyenne pour le taux des obligations françaises de maturité 10 ans depuis 2014). Or, nous assistons actuellement à une remontée soudaine des taux d'intérêt : ce même taux 10 ans français est passé de 0,20% en moyenne en 2021 à plus de 2% en juin.

Etant donné que la plupart des pays endettés sont en déficit budgétaire (comme la France où les dépenses de l'Etat ont été supérieures de 161 milliards d'euros à ses recettes en 2021), ceux-ci doivent réémettre de la dette chaque année pour se financer. Dans le cas de la France, la Loi de finances 2022 prévoit 260 milliards d'euros d'émission de dettes pour couvrir les besoins de financement prévus pour cette année. D'après la Banque de France, une hausse de seulement un point de pourcentage des taux d'intérêt sur la dette nouvellement émise pourrait avoir à terme un impact total de 40 Mds € sur le budget de l'Etat, soit près de deux fois le montant alloué pour l'écologie, du développement et des mobilités durables en 2021. Cette nouvelle dette comportera donc des intérêts plus élevés qui devront être remboursés en émettant encore plus de dettes durant les prochaines années, ce qui créé un cercle vicieux…. Cette situation est encore plus critique pour d'autres pays tels que l'Italie qui a vu son taux 10 ans bondir de plus de trois points de pourcentage depuis le début de l'année.

Une des solutions des Etats pour limiter les conséquences de cette remontée des taux sur leur budget serait d'instaurer des mesures d'austérité drastiques pour diminuer leur recours à l'endettement mais cela est difficilement concevable étant donné que l'on a vu que cette crise touchait de plein fouet les ménages.

Hafid Lalouch - hafid.lalouch@dublytransatlantiquegestion.com

COMMENT INVESTIR EN PÉRIODE INFLATIONNISTE ?

L'inflation actuelle est inédite en plus de 40 ans. Il peut être instructif de comparer la performance des différentes classes d'actifs durant les précédentes périodes de forte inflation pour orienter nos investissements, en prenant l'exemple des États-Unis.

Voici les performances réelles (nettes d'inflation) des principales classes d'actifs à long terme et durant les six périodes de forte inflation survenues après-guerre (les performances passées ne préjugent pas des performances futures) :

Données en %	Croissance du PIB réel	Inflation	Actions (S&P 500)	Obligations d'entreprises (BBB)	Obligations d'État (T-note)	Cash (T-bill)	Immobilier	Pétrole brut (Brent)	Or (USD/once)
Inflation post-guerre (1946-1947)	-6,5	13,4	-13,4	-10,6	-10,0	-11,4	8,2	21,2	-13,4
Guerre de Corée (1950-1951)	8,3	5,9	20,0	-3,7	-5,6	-4,3	-1,1	-7,9	-5,9
Expansion années 1960 (1969-1970)	1,6	5,9	-7,9	-3,9	-0,5	0,6	1,6	-5,9	-10,5
1er choc pétrolier (1973-1978)	3,4	8,1	-4,7	-2,4	-4,3	-1,7	1,3	25,4	15,4
2ème choc pétrolier (1979-1982)	1,8	11,6	2,3	-9,5	-8,7	0,2	-2,6	25,3	9,2
Guerre du Golfe (1989-1991)	1,8	4,6	13,2	8,2	7,9	2,3	-3,3	0,1	-9,5
Moyenne 1945 à 2021	**3,0**	**3,7**	**7,8**	**3,3**	**1,5**	**0,1**	**1,3**	**2,2**	**1,7**

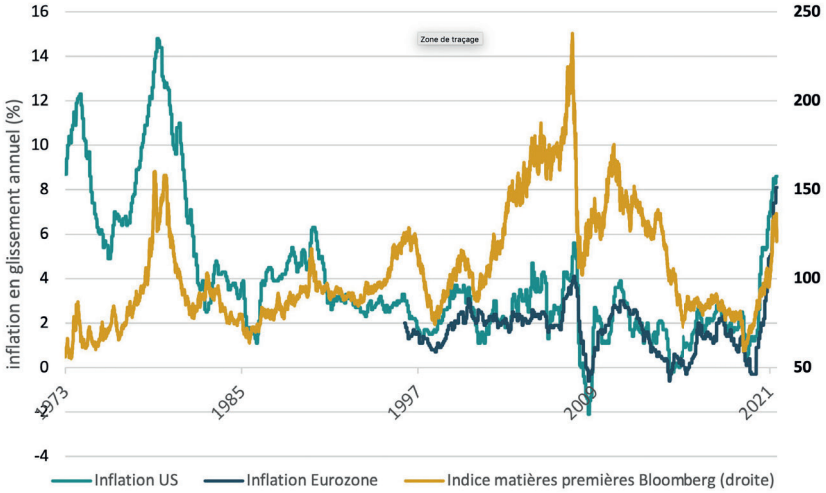
Sources : A. Damodaran (New York University), Bloomberg, Dubly Transatlantique Gestion

Les matières premières, refuge contre l'inflation

Les matières premières maintiennent leur pouvoir d'achat sur la durée du fait de leur forte nécessité, elles incluent les énergies fossiles (pétrole, gaz, etc.), les matières premières minérales (métaux précieux, métaux industriels, etc.), et agricoles (céréales, bétail, forêts, etc.).

Cette protection s'est vérifiée historiquement, en particulier dans les années 1970 avec l'inflation provoquée par les chocs pétroliers. De nombreux parallèles sont faits entre ces périodes et celle que nous vivons actuellement : remontée des taux pour contrer des chocs inflationnistes sur l'énergie (pétrole/gaz) accompagnée d'un ralentissement anticipé de la croissance, rappelant le spectre de la « stagflation », à savoir une inflation élevée combinée à une stagnation économique (croissance très faible ou nulle).

A noter cependant que comparaison n'est pas raison, et chaque période est unique ; la situation actuelle peut rappeler la période des années 1970 mais diffère en de nombreux points : niveaux des taux d'intérêt, action des banques centrales, influence du marché de l'emploi, chaînes d'approvisionnement, etc.



Source : Bloomberg au 30/06/2022

L'immobilier, un autre rempart contre l'inflation

Les périodes de forte inflation s'accompagnant d'un resserrement monétaire (hausse des taux), l'immobilier souffre initialement des hausses importantes des taux longs qui nuisent à la demande et aux prix. L'immobilier est cependant un investissement intéressant – dans un second temps seulement – pour résister à une période prolongée de forte inflation, les loyers et la valeur des biens parvenant généralement à s'apprécier suffisamment. D'après S&P Global, la croissance des dividendes du secteur de l'immobilier coté (REIT) aux États-Unis a historiquement surpassé l'inflation[1].

Les actions : nécessité d'être sélectif

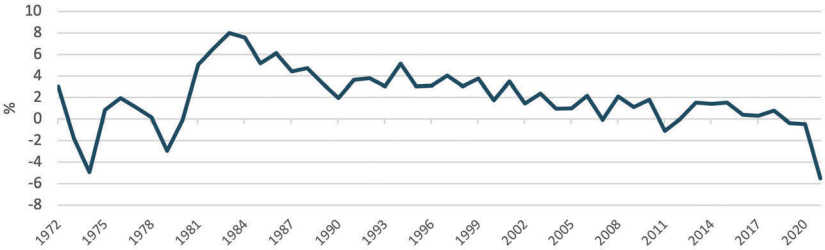
Les actions restent la classe d'actifs la plus attractive sur le long terme. En période inflationniste, comme le montre le tableau introductif, une forte inflation n'est pas forcément préjudiciable si la croissance réelle est également forte (cf. guerre de Corée et guerre du Golfe). En revanche, la stagflation est le plus mauvais « cocktail » pour cette classe d'actifs : les entreprises doivent faire face à la fois à des coûts qui augmentent et une croissance du chiffre d'affaires sous pression, détruisant leurs marges. Dans cette éventualité, il reste prudent d'être sélectif et s'orienter vers les sociétés pouvant résister telles que les producteurs d'énergie et de matières premières, ou les valeurs dans la distribution alimentaire. Au global, il est nécessaire de privilégier des sociétés disposant d'une structure financière solide et bénéficiant d'un pricing power avéré (capacité à répercuter la hausse des coûts sur les prix pour maintenir les marges).

1. The Impact of Rising Interest Rates on REITs (2017)

Les obligations et le cash : plus fragiles dans un environnement inflationniste

La classe d'actifs obligataire ne constitue pas un refuge adéquat dans un contexte de forte inflation. D'une part, les cours subissent l'effet délétère de la hausse des taux longs, et d'autre part, la valeur réelle (le pouvoir d'achat) des coupons que l'investisseur reçoit diminue. Quelques instruments tels que les TIPS (obligations du Trésor américain indexées sur l'inflation) permettent cependant de se protéger de la hausse inattendue de l'inflation, mais restent sensibles au risque de hausse des taux.

Rendement réel des obligations US 10 ans (1972-2021)
Source : Bloomberg



Le cash, dans un contexte de rendements réels négatifs, n'est pas non plus une solution car il perd également du pouvoir d'achat. Son aspect sécuritaire et sa liquidité peuvent cependant servir à se protéger d'une baisse générale des marchés provoquée par une inflation hors de contrôle… À condition de savoir revenir, chose difficile !

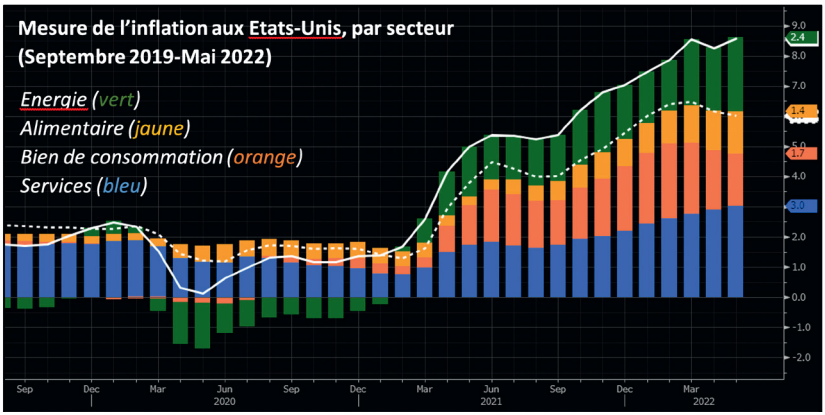
Quentin Lelong - quentin.lelong@dublytransatlantiquegestion.com

HYDROCARBURES, INFLATION ET TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

La forte hausse du prix de l'énergie aux US et dans l'UE constitue une part non négligeable de l'inflation observée en 2022 à ce jour

Après la chute du cours en 2020, le prix du pétrole brut « Brent » européen côtoie en moyenne depuis le début de l'année les plus hauts de 2011-2012.

Sur cette même période, le prix du gaz sur le marché européen (le « TTF ») vaut environ 6 fois la moyenne 2008-2020. Concrètement, la hausse du prix de l'énergie est responsable de plus d'un quart de l'inflation pour le mois de mai aux États-Unis. Au sein de l'Union Européenne, c'est environ le tiers.



Source : US Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

Cette hausse des prix est exacerbée par les conséquences du conflit russo-ukrainien

Cette envolée du prix des matières premières pétrolières & gazières est bien sûr liée au contexte géopolitique. L'invasion de l'Ukraine a donné lieu à des sanctions économiques à l'encontre de la Russie, mises en place par l'Europe et l'Amérique du Nord. Les sanctions occidentales concernent notamment le pétrole russe, qui ne peut de facto plus être importé aux États-Unis et qui ne sera plus importé dans une majorité de pays européens d'ici fin 2022.

Le gaz n'est pas encore visé par les sanctions en Europe car les Européens restent largement dépendants des approvisionnements russes : en 2021, 41% du gaz de l'UE provenait de Russie, principalement via des gazoducs. Ces imports ne sont pas totalement remplaçables à moyen-terme puisque cela impliquerait[1] de trouver des pays avec des capacités d'export suffisantes en termes de gaz transporté par voie maritime, et[2] que l'UE dispose d'infrastructures adaptées pour réceptionner ce gaz importé. Ce n'est que partiellement le cas.

En parallèle, la Russie semble déjà lancer des représailles face aux sanctions

1. Le gaz est liquéfié puis chargé dans un méthanier (le fameux « gaz naturel liquéfié »).
2. A l'arrivée le gaz doit être re-gazéifié pour être injecté dans le réseau gazier du pays destinataire.

occidentales puisqu'elle a largement réduit ses livraisons de gaz à destination de l'UE, mettant ainsi les pays membres sous pression.

Mais le choc d'offre d'hydrocarbure a d'autres fondements structurels, qui préexistaient à la crise géopolitique

Depuis 2021 et la reprise économique post-Covid, la demande d'hydrocarbure s'est nettement renforcée (notamment le transport aérien) alors que l'offre de pétrole reste relativement limitée. Les pays de l'OPEP refusent pour l'instant d'augmenter significativement leur production, alors que les réserves de pétrole brut des pays de l'OCDE sont inférieures à leur niveau moyen de 2017-2020.

La production de produits pétroliers raffiné, elle, a globalement diminué en comparaison avec la période pré-Covid : dans les raffineries américaines, les volumes de pétrole brut utilisés sont passés de 17,3 à 16,7 millions de barils par jour entre 2019 et 2022[3], créant *de facto* une tension sur l'offre de produits raffinés comme l'essence, le gasoil ou le kérosène.

La cause de ce phénomène de limitation des capacités s'explique en partie par la crainte que la transition énergétique réduise rapidement et définitivement les besoins de produits pétroliers : une entreprise n'aurait pas intérêt à investir dans une nouvelle raffinerie si elle juge que la baisse de la demande va créer une surcapacité de production de produits raffinés, et donc éroder ses marges.

Quant aux raffineries indépendantes, certaines se restructurent pour produire du biofuel, ce qui réduit encore un peu plus l'offre de produits raffinés classiques. En bref, de l'aveu même du directeur général de Chevron, « je ne crois pas qu'il y aura de nouvelle raffinerie aux États-Unis » : les prix à la pompe ne risquent pas de baisser à court terme.

Les *« Supermajors »* américaines profitent largement de cette tension sur l'offre, mais les critères extra-financiers restent importants aux yeux des investisseurs européens.

La hausse des cours des hydrocarbures a eu pour conséquence de considérablement augmenter les marges des groupes pétroliers comme Exxon ou Chevron, qui opèrent à la fois sur le segment de l'exploration/production, du transport, du raffinage & de la distribution. Les niveaux de trésorerie générés leur permettent aujourd'hui de se désendetter mais aussi d'augmenter la rémunération des actionnaires. Logiquement, ces sociétés sont devenues beaucoup plus attractives sur les marchés financiers : entre le début de l'année et fin juin, la valeur de marché d'Exxon a augmenté de 50%, celle d'Equinor de 43% et celle de Chevron de 32%.

Mais au-delà de l'aspect purement financier, les thématiques climat (et plus largement les thématiques ESG) semblent rester centrales dans les critères de sélection des investisseurs. En mai 2022, lorsque TotalEnergies a soumis son plan climat aux actionnaires lors de l'AG (le *« Say on Climat »*, uniquement consultatif), une dizaine de fonds d'investissement actionnaires de TotalEnergies ont voté contre. Le plan climatique a été jugé trop peu ambitieux, notamment parce que la production d'hydrocarbure augmente en valeur absolue entre 2019 et 2030, ce qui semble non-aligné avec la limitation du réchauffement global de 2° d'ici 2050[4].

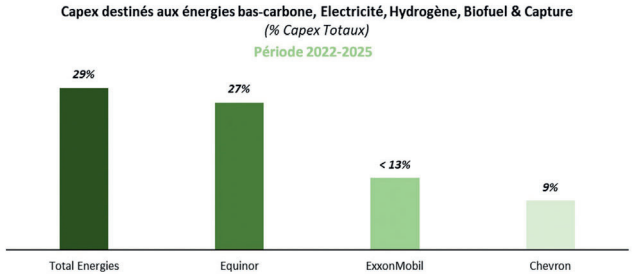
3. Source : estimations U.S. Energy Information Administration
4. D'après l'Agence Internationale de l'Energie

Mais Total ou Equinor restent des groupes largement engagés dans la transition énergétique. Contrairement aux concurrents américains, ils se sont engagés à être neutres en émission carbone d'ici 2050 sur leurs activités de production (le « scope 1 » et « scope 2 »), ainsi que sur les émissions liées à l'utilisation de leurs produits par leurs clients (le « scope 3 »). D'ailleurs, et ce dès 2025, l'émission carbone de la production d'un baril de pétrole (ou équivalent) sera inférieure à 8 kg chez Equinor, contre 24 kg pour Exxon et Chevron (à horizon 2028 !). La tendance est similaire lorsque l'on compare les investissements productifs prévus entre 2022 et 2025 : pour Total et Equinor, plus de 25% des Capex[5] seront dirigés vers les énergies bas-carbone, l'électricité, l'hydrogène, le biofuel et la capture de carbone. Exxon lui, ne dirigera que moins de 13% de ses investissements vers ces activités, et Chevron moins de 10%.

Objectif Net Zero émission CO2 d'ici 2050	TotalEnergies	equinor	ExxonMobil	Chevron
Net Zero 2050 (scope 1 & 2)	Alignement + plan	Alignement + plan	Alignement	Alignement
Net Zero 2050 (scope 3)	Oui	Oui	Non	Non
Intensité carbone d'un baril de pétrole (ou équivalent) produit	*NC*	< 8 kg CO2d'ici 2025	24 kg CO2 d'ici 2028	24 kg CO2 d'ici 2028

Source : Données Sociétés, DTG

A ce stade, nous observons de nombreuses divergences d'appréciation dans les arbitrages des investisseurs. Pour la plupart d'entre eux, les thématiques ESG[6] (notamment les enjeux énergétiques et climatiques) font partie intégrante de l'analyse. En parallèle pourtant, les nombreuses tensions qui pèsent sur l'offre mondiale d'énergie remettent en cause l'objectif climat « Net Zéro[7] » à horizon 2050 : en Allemagne et en France, la pénurie de gaz engendrée par la Russie a déjà poussé les ministres de l'économie à relancer certaines centrales à charbon, fortement génératrices de gaz à effet de serre, afin d'assurer l'approvisionnement en énergie pour les deux pays. Le contexte dans lequel nous sommes met en lumière un point essentiel : nos sociétés et nos économies ne sont à court terme pas préparées à fonctionner avec un mix énergétique tourné vers les énergies décarbonées. A moyen terme, le pétrole et le gaz resteront incontournables ; il s'agit alors de pouvoir continuer à accompagner les parties prenantes du secteur.



Source : Données Sociétés, estimations DTG

5. Capital Expenditures, i.e. les investissements productifs
6. ESG : Environnement, Social, gouvernance de l'entreprise
7. Cela signifie que nos sociétés ne devront plus émettre de gaz à effet de serre, en net, d'ici 2050.

CITATIONS

« Pour lutter contre l'inflation, il n'y a qu'une seule solution : ne pas donner d'argent à ceux qui le dépensent et ne pas le prendre a ceux qui le conservent »

Georges Wolinski, illustrateur de BD françaises

« L'inflation est comme l'alcoolisme. Lorsqu'un homme se livre à une beuverie, le soir même cela lui fait du bien. Ce n'est que le lendemain qu'il se sent mal »

Milton Friedman, économiste monétariste dans Inflation et système monétaire (1968)

« La quasi-disparition de l'inflation prive les salariés d'un des plaisirs les plus gratifiants du monde tu travail : la demande d'augmentation »

Philippe Bouvard dans Mille et une pensées (2005)

« L'inflation est une maladie dangereuse et parfois fatale »

Milton Friedman, La liberté du choix, 1980

« Qu'il y ait inflation et que le niveau des prix monte, le créancier perd et le débiteur gagne »

Irine Fisher, L'illusion de la monnaie stable (1927)

« L'inflation est une fiscalité sans législation »

Milon Friedman, économiste scientifique

« L'inflation, impôt pour les pauvres, prime pour les riches, est l'oxygène du système. Regardez-le qui s'époumone »

François Mitterrand, 1978

« Ce qu'il y a de bien avec l'inflation, c'est que, quand on va au supermarché avec vingt dollars, on en ressort plus vite qu'il y a un an »

Alda Cammarota

« L'inflation est la mère du chômage et le voleur invisible de ceux qui ont épargné »

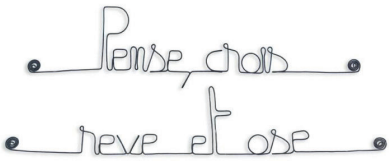
Margaret Thatcher

« L'inflation, c'est quand tu payes quinze dollars pour la coupe de cheveux à dix dollars que tu avais l'habitude d'obtenir pour cinq dollars quand tu avais des cheveux »

Sam Ewing

« Je continue de croire que le peuple américain entretient une relation d'amour-haine avec l'inflation. Ils détestent l'inflation mais aiment tout ce qui la provoque »

William E. Simon



▶ LE TRIMESTRE EN CHIFFRES

par Guillaume OZON - guillaume.ozon@dublytransatlantiquegestion.com

	31.12.2021	30.06.2022	Variation depuis le 31.12.2021
MARCHÉS BOURSIERS			
EUROSTOXX 50	4 298	3 455	-19,6%
STOXX 50	3 818	3 450	-9,7%
NEW YORK (Dow Jones)	36 338	30 775	-15,3%
NEW YORK (Nasdaq)	15 645	11 029	-29,5%
S&P 500	4 766	3 785	-20,6%
TOKYO (Nikkei)	28 792	26 393	-8,3%
SUISSE (SMI)	12 876	10 741	-16,6%
LONDRES (Ftse 100)	7 385	7 169	-2,9%
FRANCFORT (Dax)	15 885	12 784	-19,5%
PARIS (CAC 40)	7 153	5 923	-17,2%
Or (Once en $)	1 829,20	1 807,27	-1,2%
Pétrole (WTI en $)	75,21	105, 76	40,6%
Pétrole (Brent en $)	77,78	114,81	47,6%
TAUX			
10 ANS			
France (OAT)	0,20	1,92	1,72
États-Unis	1,51	3,01	1,50
2 ANS			
France (OAT)	-0,66	0,55	1,22
États-Unis	0,76	3,05	2,29
3 MOIS			
Zone Euro	-0,82	-0,40	0,42
États-Unis	0,13	2,03	1,89
DEVISES			
Euro/Dollar	1,14	1,05	-7,8%
Euro/Livre	0,84	0,86	2,3%
Euro/Franc Suisse	1,04	1,00	-3,5%
Euro/Yen	130,90	142,26	8,7%
Dollar/Yen	115,08	135,72	17,9%
VALEUR LIQUIDATIVE DES OPC			
Liberté 50	377,15	306,85	-18,6%
Liberté EURO PEA	357,07	279,39	-21,8%
Liberté Amérique	1 097,44	872,47	-20,5%
Liberté Santé	409,32	355,33	-13,2%
Liberté Oblige	1 099,85	1 050,42	-4,5%
Liberté Vademecum	143,53	106,31	-25,9%
Liberté Nouvelles Vagues	129,75	88,60	-31,7%
Brongniart Monde	478,56	355,42	-25,7%
Brongniart Rendement	480,02	368,75	-23,2%
Brongniart Patrimoine	611,69	552,14	-9,7%
Cipec Inter. Dynamique	847,15	678,82	-19,9%
Euromutuel Brongniart	172,97	122,98	-28,9%

Source : Bloomberg 30 juin 2022 - Les performances passées ne présagent pas des performances futures.

DUBLY TRANSATLANTIQUE GESTION

Retrouvez toute l'actualité de Dubly Transatlantique Gestion sur Linkedin !

LILLE
50, boulevard de la Liberté
59800 LILLE

NANCY
62, rue Stanislas
54000 NANCY

PARIS
26, avenue Franklin D. Roosevelt
75008 PARIS

STRASBOURG
42, route de Bischwiller
67300 SCHILTIGHEIM

E-mail : dublycontact@dubly.fr - www.dublytransatlantiquegestion.com

Dubly Transatlantique Gestion - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'AMF - SA au capital de 15 294 400 euros - 50 boulevard de la Liberté B.P. 1084 - 59012 Lille Cedex.T +33 3 28 36 14 36 ; Nancy - 62 rue Stanislas B.P. 425 - 54001 Nancy Cedex.T +33 3 83 17 32 32 ; Paris - 26 avenue Franklin Delano Roosevelt - 75372 Paris Cedex 08 ; Strasbourg - 42 Route de Bischwiller - 67300 Schiltigheim - RCS Lille : 352 220 313 - N°TVA intracommunautaire FR 84 352 220 313 - Pour les opérations effectuées en sa qualité d'intermédiaire en opérations d'assurances : N° ORIAS 07.025.986 - Pour toute demande sur la bonne exécution du contrat ou réclamation d'un consommateur : 01 56 88 77 77 (appel non surtaxé) - Médiateur du CIC : 63 chemin Antoine Pardon 69160 Tassin la Demi Lune - www.lemediateur-cic.fr – Médiateur de l'AMF : 17 place de la Bourse 75082 Paris Cedex 02 - www.amf-france.org/Le-mediateur-de-l-AMF - Teneur de compte conservateur : Banque Transatlantique - Groupe Banque Transatlantique.

Mise en page et impression : PRINT FORUM 03 20 65 65 20