



JOURNÉES D'ÉTUDE DE DEAUVILLE

15 & 16 SEPTEMBRE 2022

SACEI

&

**Institut des
ACTUAIRES**

Intervention de Michel Piermay du 16 septembre 2022

**Les conséquences pour les investisseurs institutionnels de l'inflation
et du durcissement de la politique monétaire**

Nous avons été soumis depuis l'an dernier à une succession de dénis :

- Il ne peut pas y avoir d'inflation ni de hausse de taux.
- L'inflation n'est qu'un pic transitoire.
- L'inflation et la hausse des taux ne concernent pas l'Europe.
- L'inflation est due aux matières premières et ne se diffuse pas.

Malheureusement :

L'inflation s'étend progressivement. La hausse des prix contamine avec un petit décalage l'inflation anticipée, mesurée par les banquiers centraux par le swap d'inflation à 5 ans dans 5 ans : il a atteint 3% aux Etats-Unis et en Europe avant de revenir à 2,5% et 2%.

Les mécanismes de lissage de l'inflation très présents en France vont néanmoins établir un régime suffisamment durable pour affecter les comportements.

Les banquiers centraux commencent à s'inquiéter, et reviennent à une des citations favorites de Jean-Claude TRICHET, attribuée à Karl Otto Pöhl :

« L'inflation est comme le dentifrice, une fois sortie on ne sait pas la faire rentrer dans le tube ».

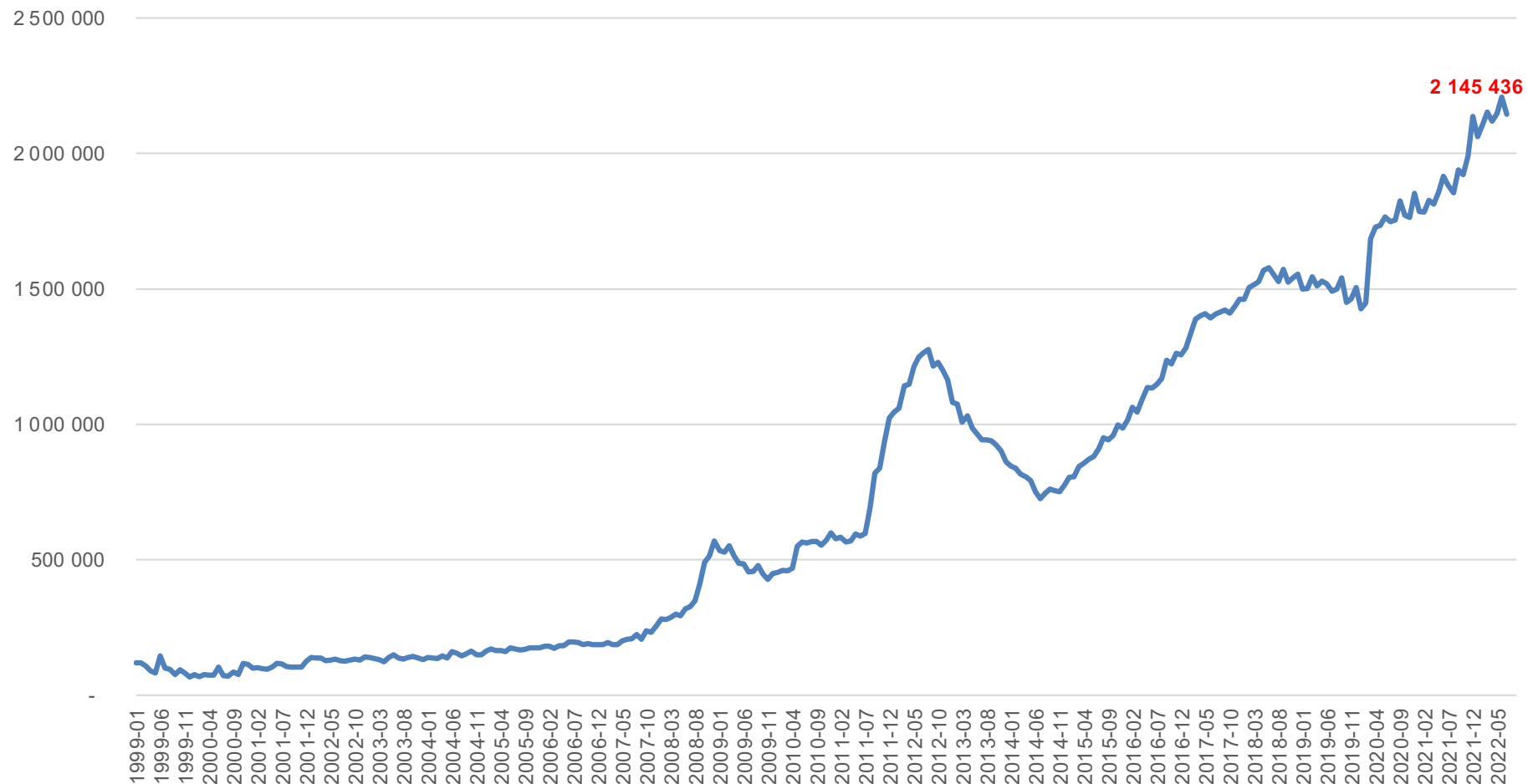
1. L'inflation a conduit les Banques Centrales à inverser leur politique monétaire

Total Bilan BCE

en millions €

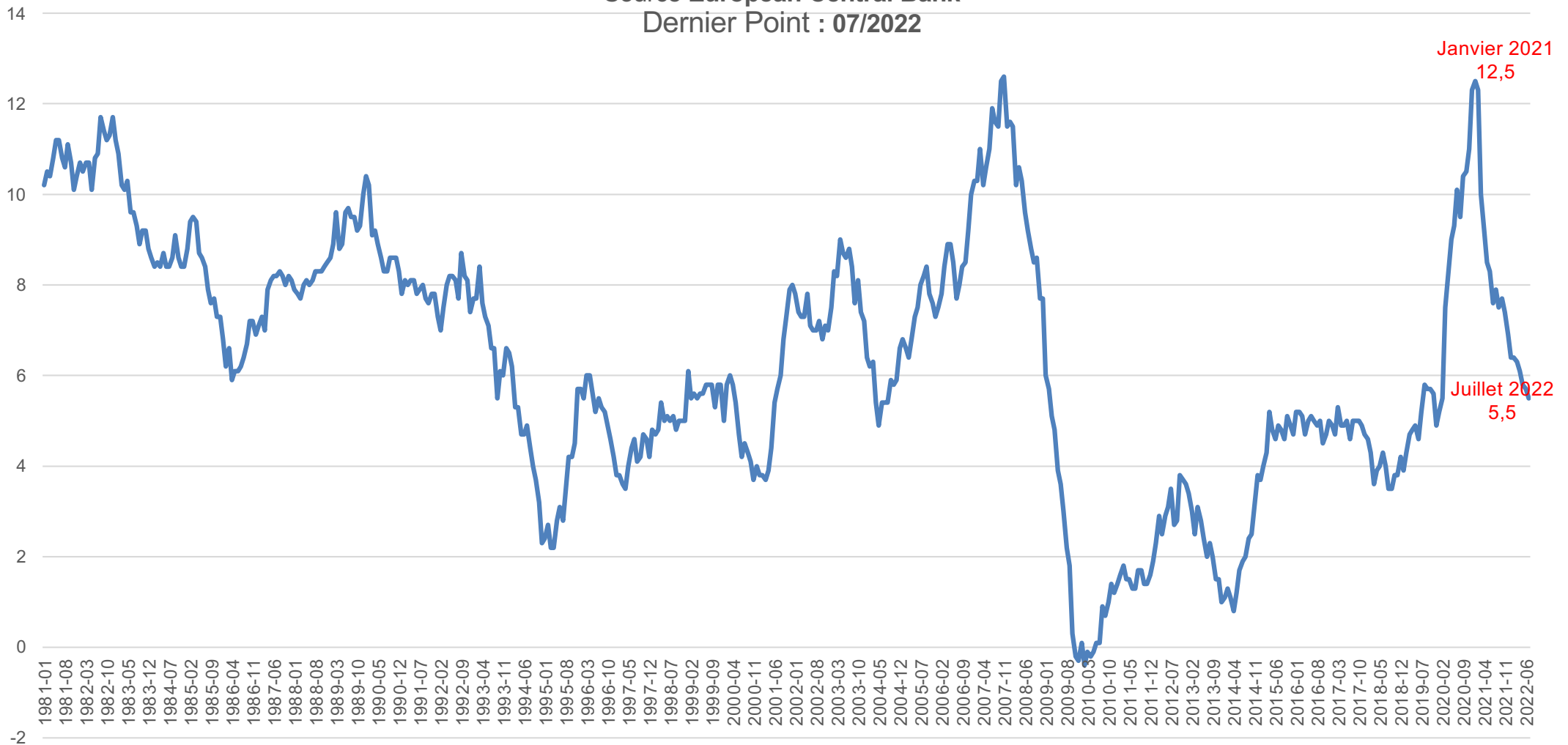
Source **European Central Bank**

Dernier Point : 07/2022



M3 Zone Euro

Taux de croissance annuel
Source **European Central Bank**
Dernier Point : 07/2022

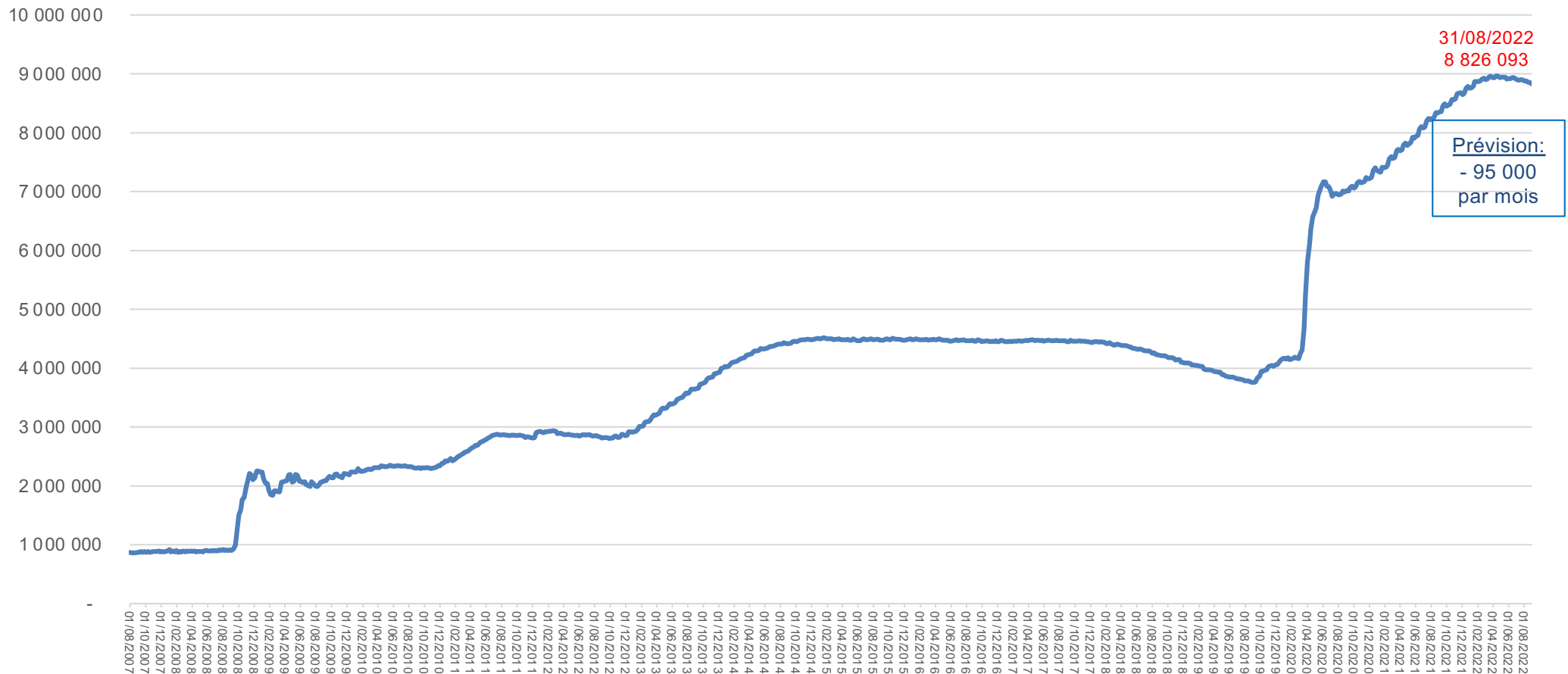


Total Bilan de la FED

en millions de dollars

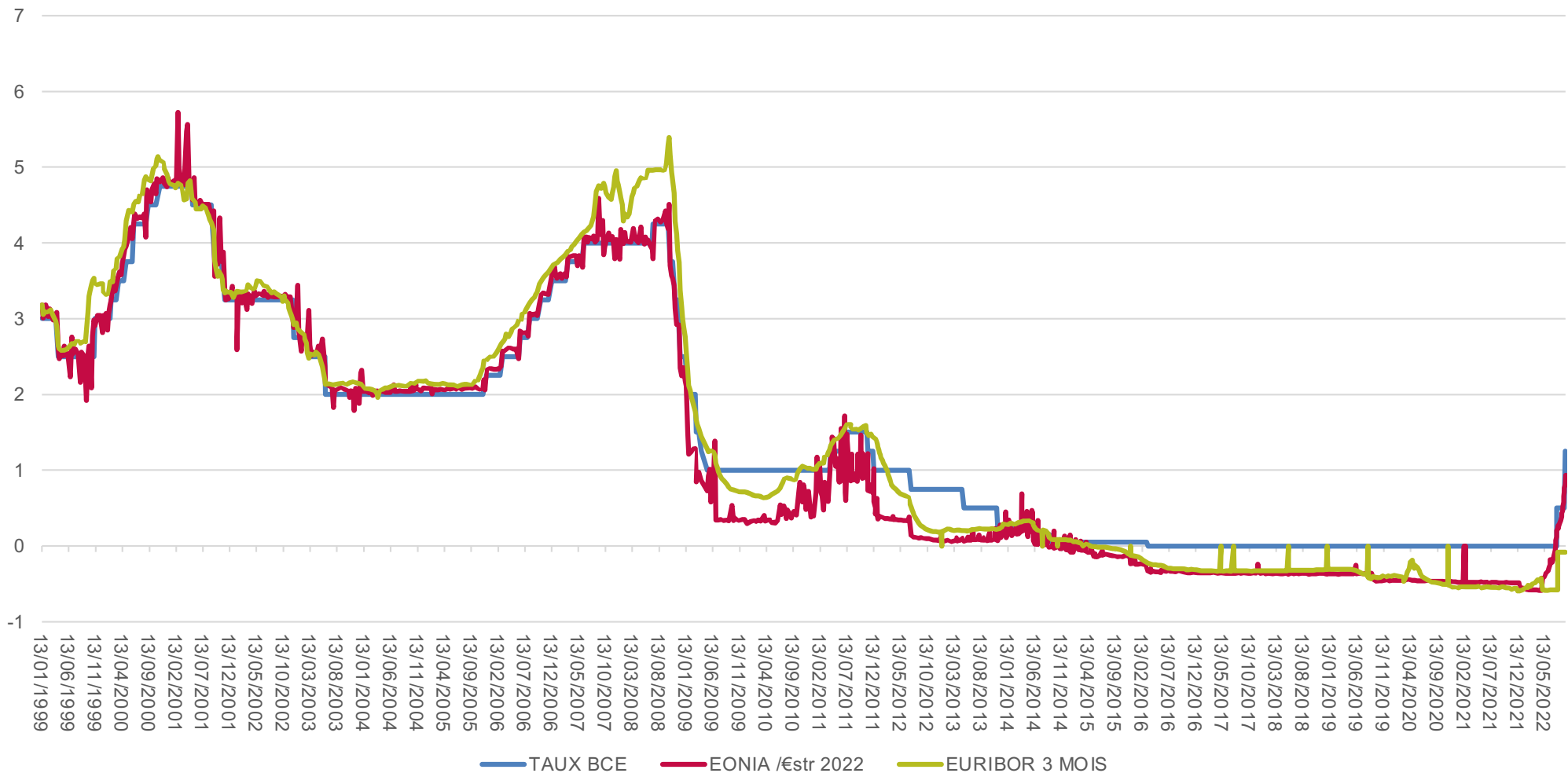
source : www.federalreserve.gov

Dernier Point : 31/08/2022



Taux de la BCE, Euribor 3M et EONIA/€str

Source : Boursorama et ECB
Dernier Point : 08/09/2022



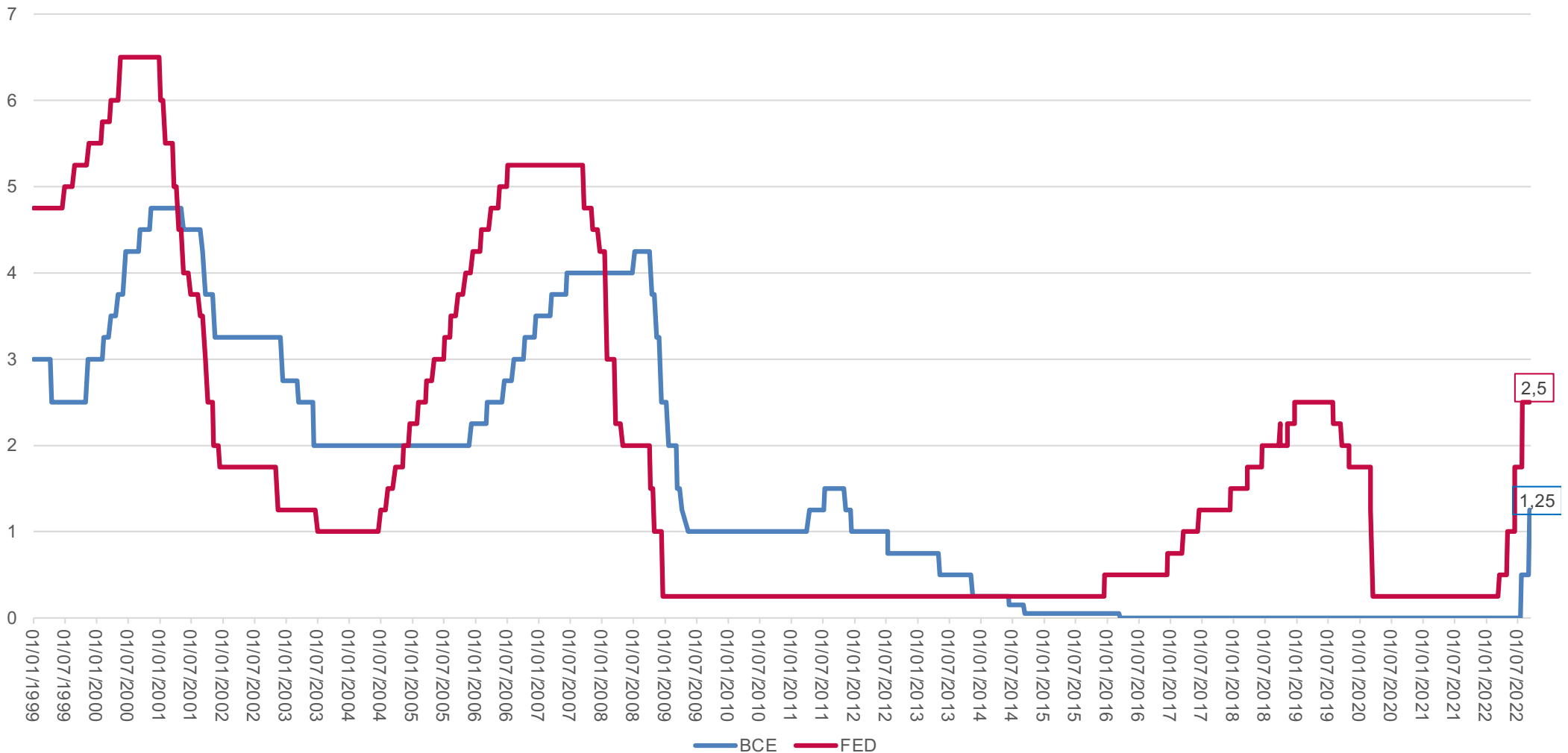
Euro en dollars

Source : Boursorama
Dernier Point : 05/09/2022



Taux de la BCE et de la FED

sources : www.euribor-rates.eu et
www.global-rates.com
maj : 09/09/2022



2. Cette inflexion a déjà stoppé l'emballement des prix de certaines matières premières, mais pas du gaz

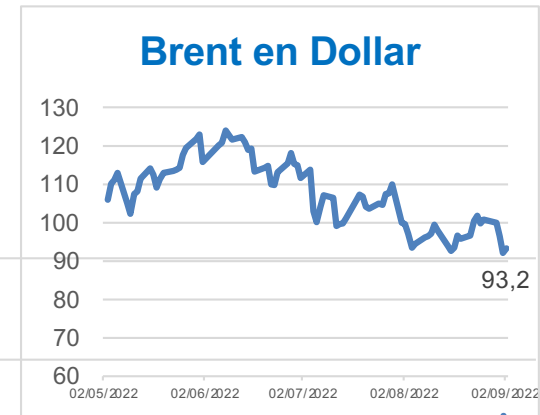
Cours de l'or en dollar

sources : LBMA (London Bullion Market)
Dernier Point : 02/09/2022



Brent en Dollar

Source : Boursorama
Dernier Point : 02/09/2022



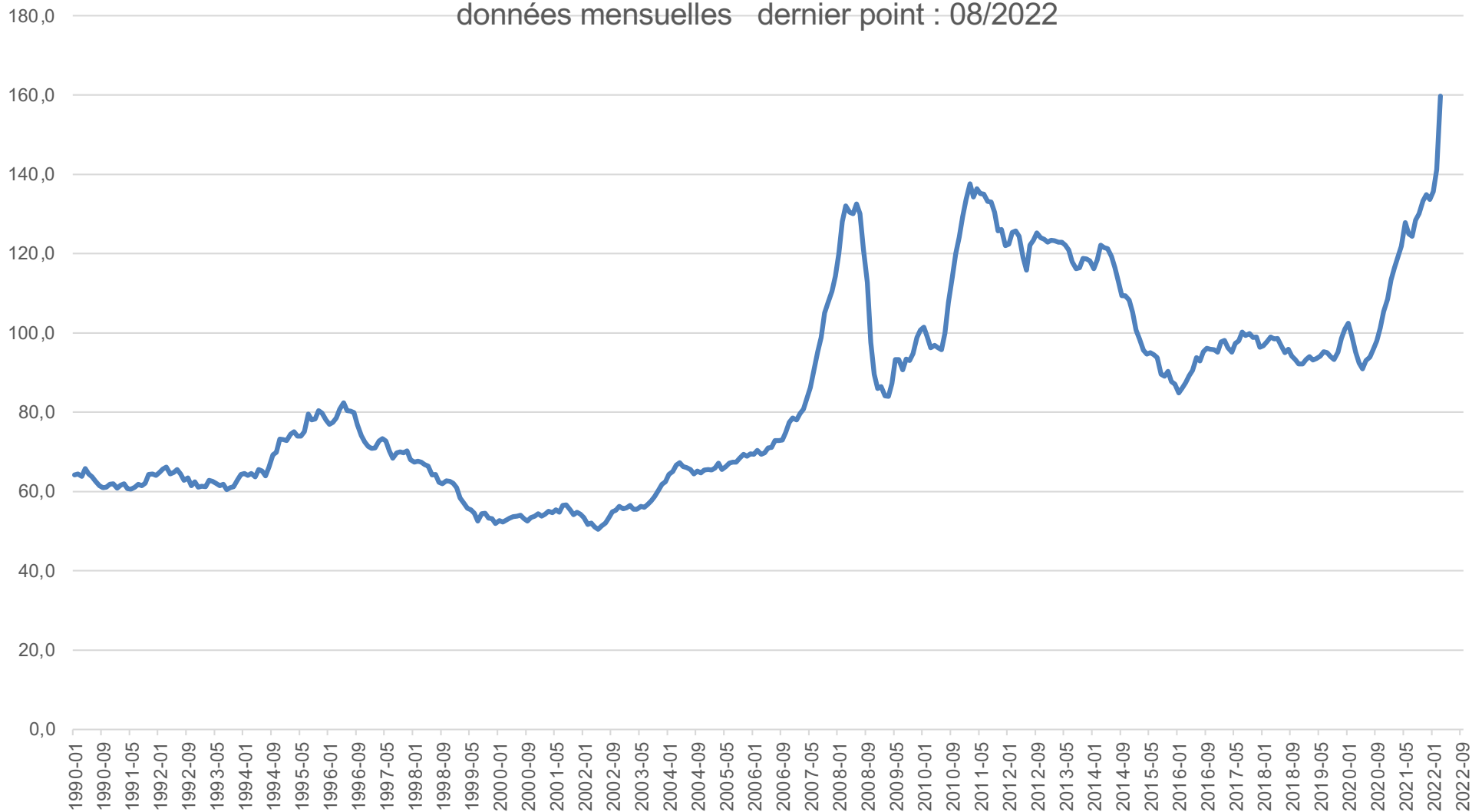
Future Gaz

Source : investing
dernier point : 13/09/2022



Food Price Index FAO

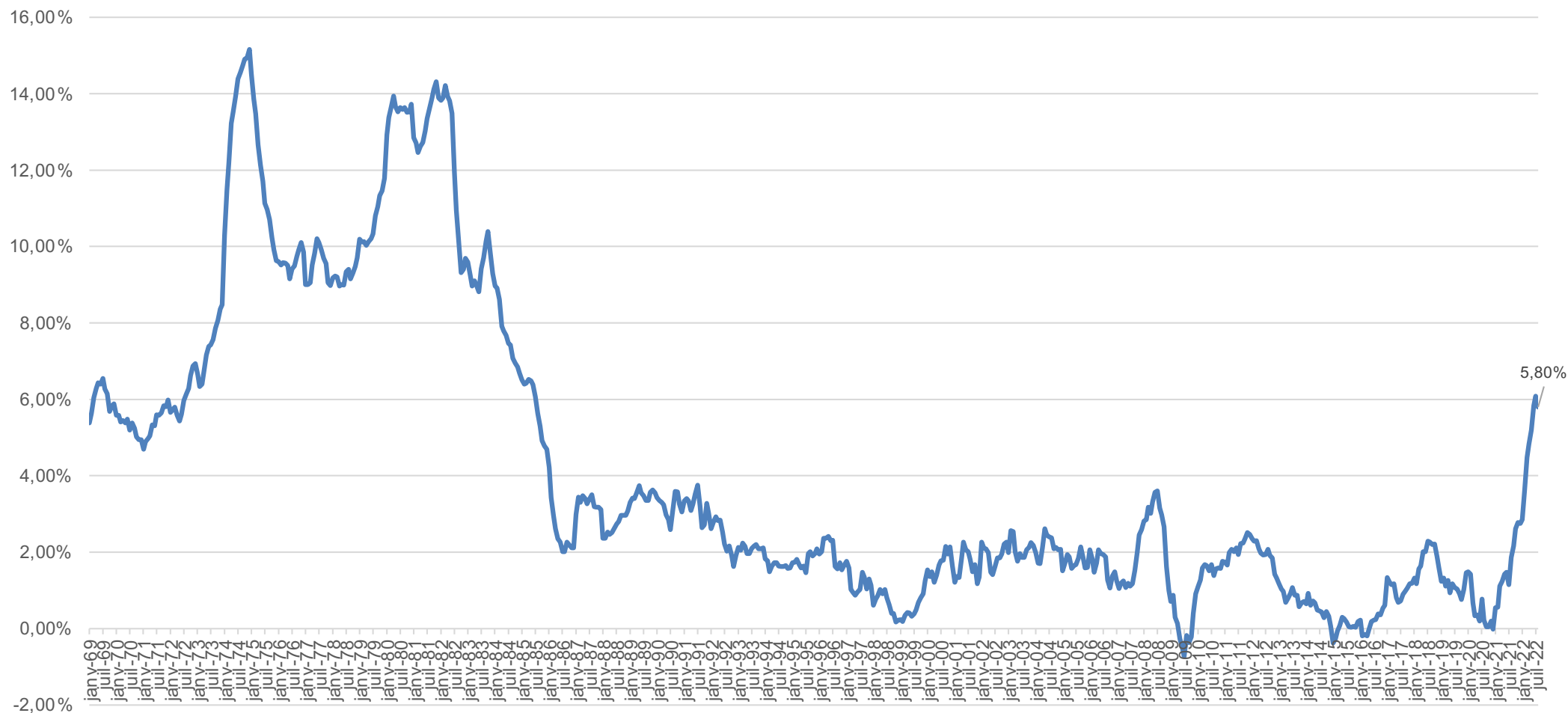
Source : Organisation des Nations Unis pour l'alimentation et l'agriculture
données mensuelles – dernier point : 08/2022



3. Les taux d'inflation courants se sont emballés mais l'inflation anticipée a beaucoup moins monté

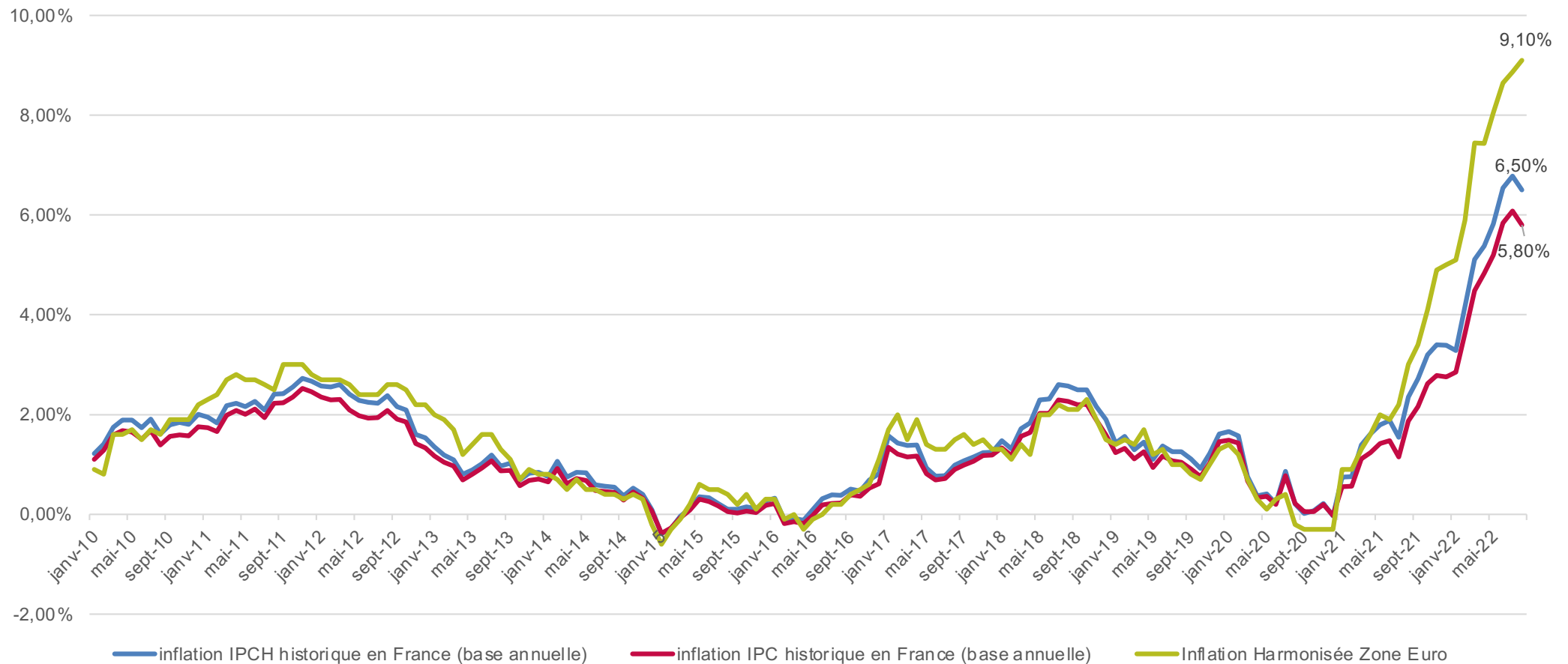
Taux d'inflation IPC (France)

Source : INSEE
Glissement Annuel
Dernier Point : 08/2022



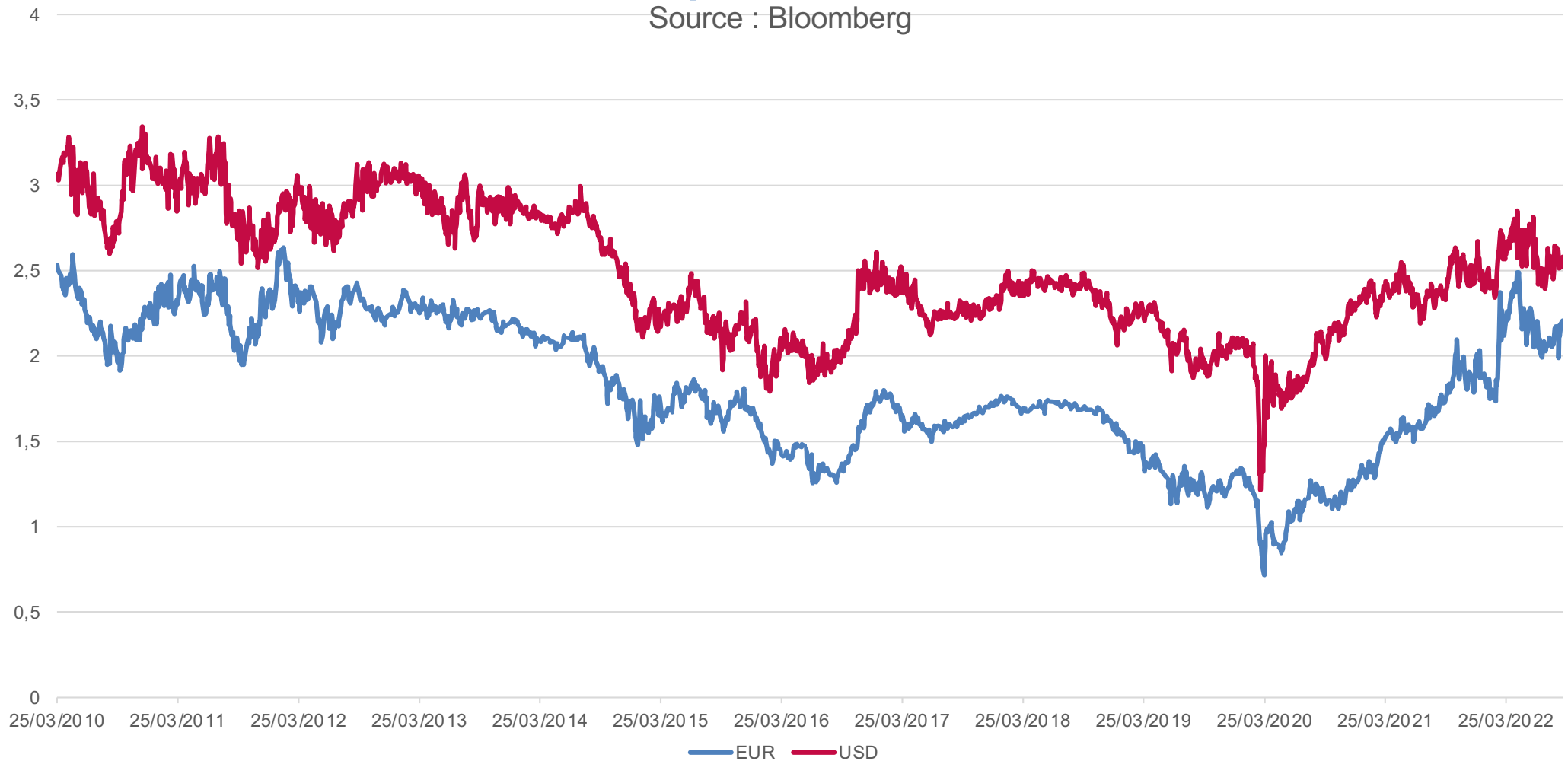
Comparaison inflation IPCH / IPC FRANCE et IPCH Zone Euro

Source : INSEE / Eurostat
Données Mensuelles et Glissement Annuel
Dernier Point : 31/08/2022



Inflation anticipée 5Y5Y au 12/09/2022

Source : Bloomberg

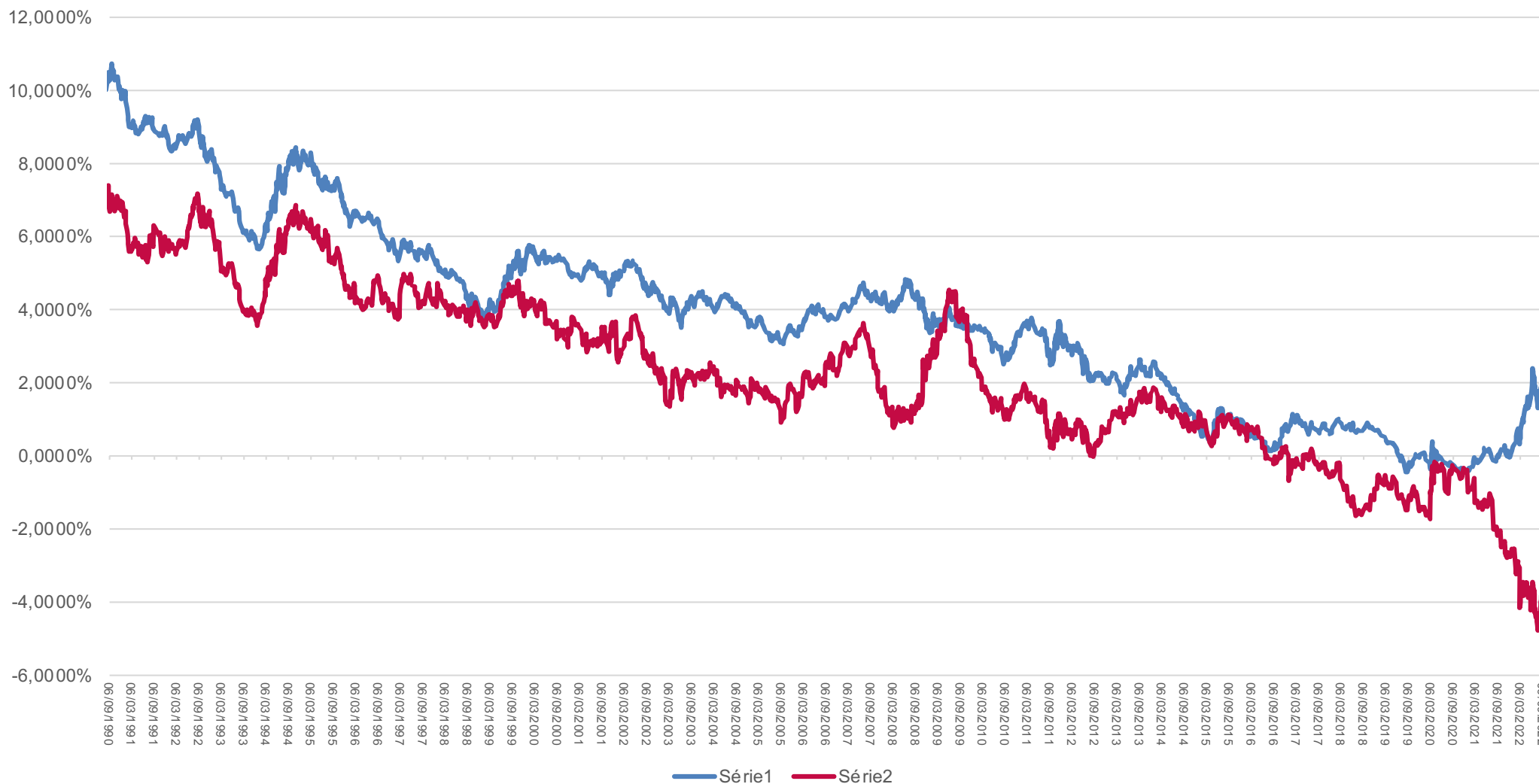


4. La remontée des taux nominaux s'est calmée et coexiste dans la zone euro avec des taux réels plus négatifs que jamais : les investisseurs subissent une aggravation de la politique d'euthanasie du rentier

Taux Nominaux 10A et Taux RÉELS 10A

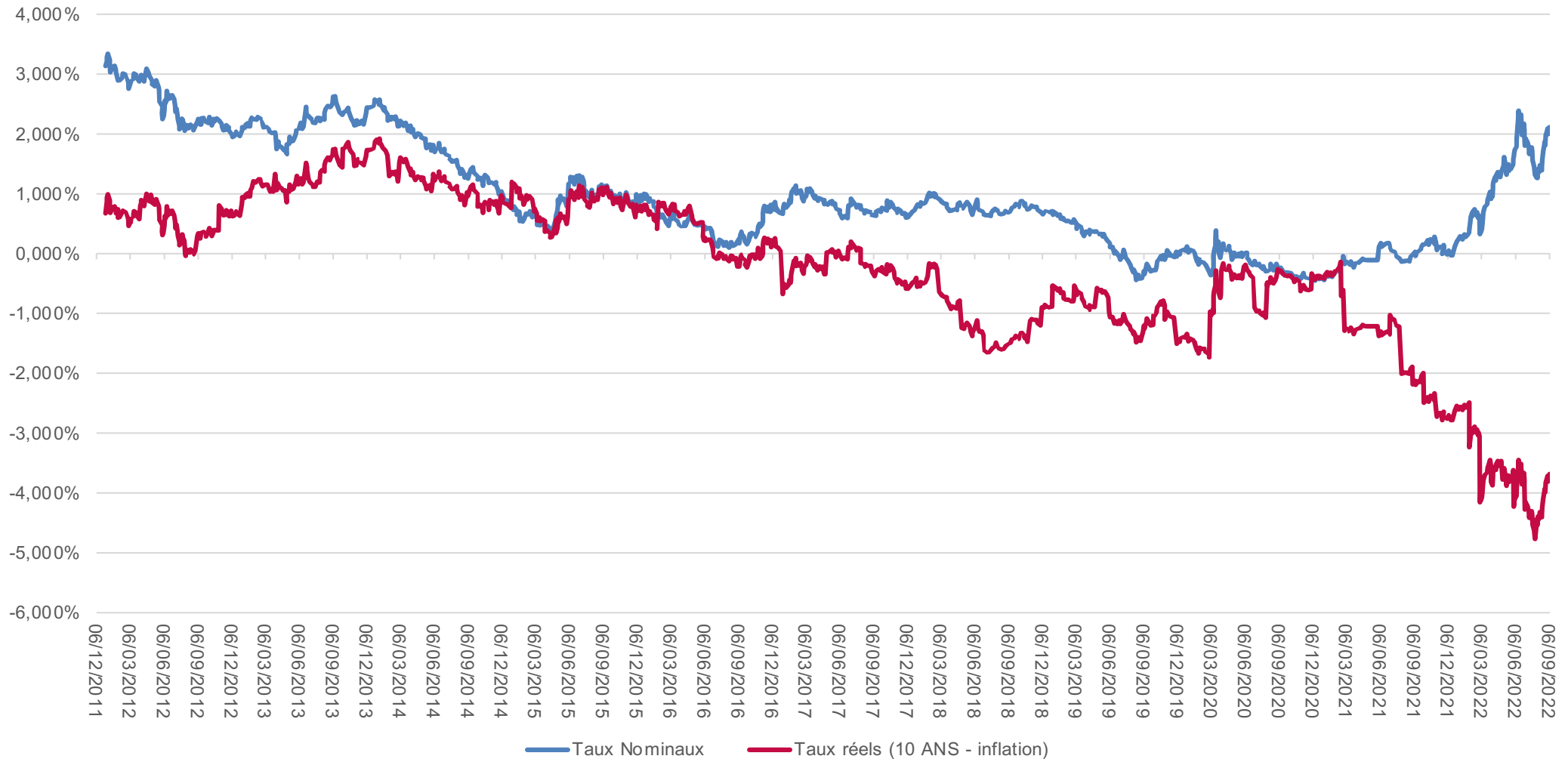
source : Boursorama et INSEE

Dernier Point : 06/09/2022



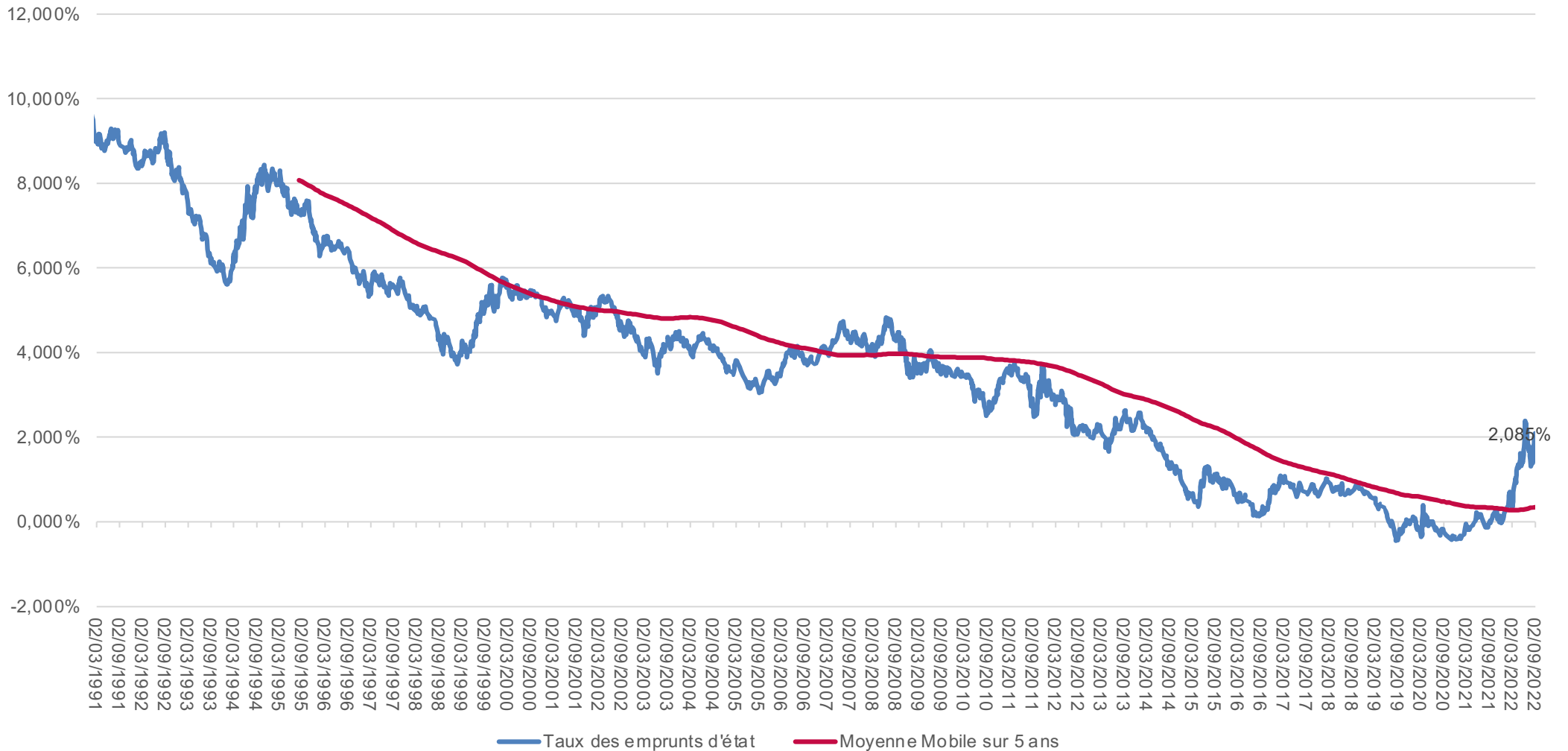
Taux Nominiaux 10A et Taux RÉELS 10A (zoom)

Source Boursorama et INSEE
Dernier Point : 06/09/2022



Estimation du taux de rendement comptable d'un portefeuille d'obligations

source : Boursorama
Hors spread de crédit
Dernier Point : 02/09/2022



Estimation du taux de rendement comptable d'un portefeuille d'obligations (zoom)

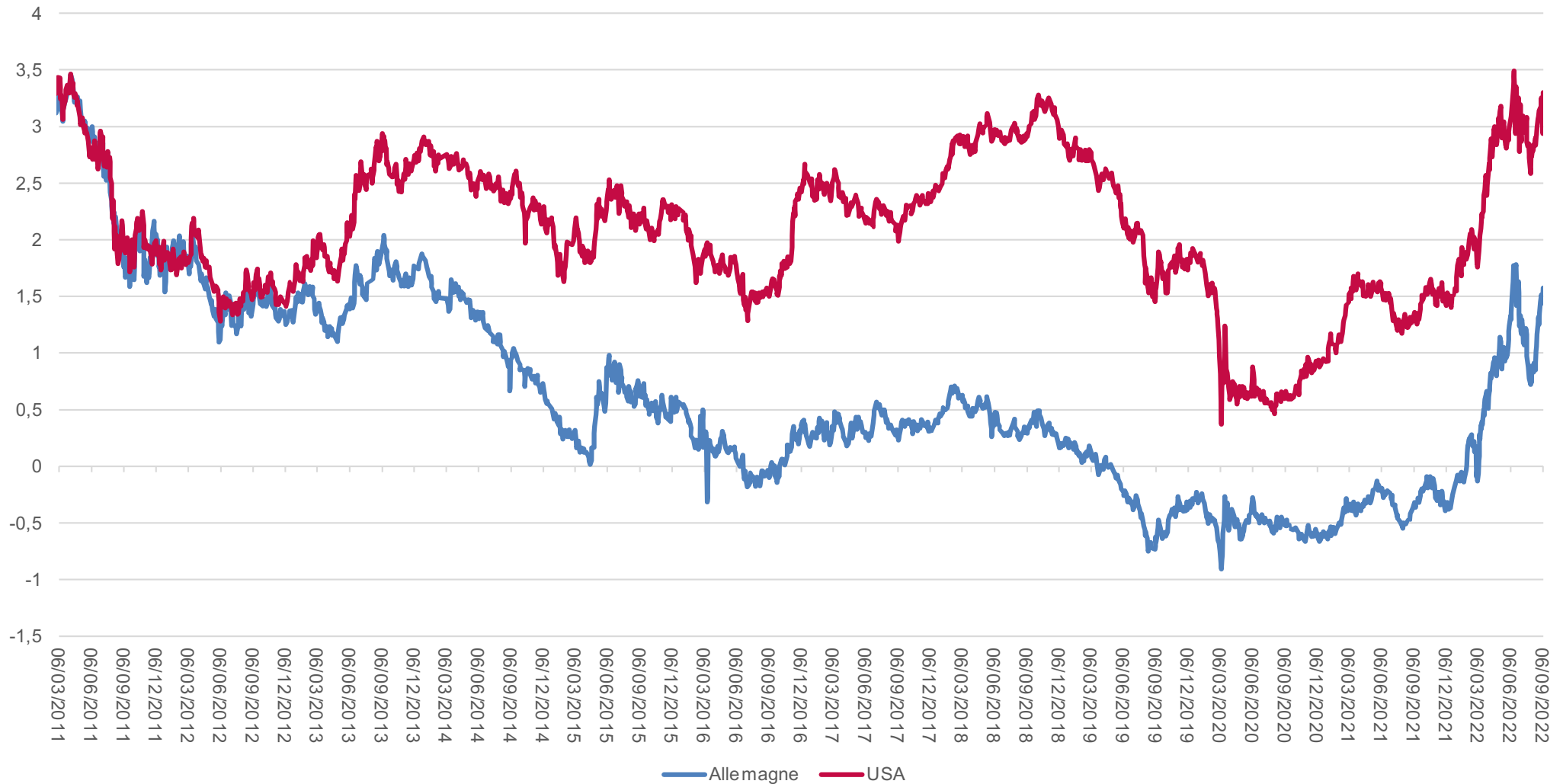
source : Boursorama
Hors spread de crédit
Dernier Point : 02/09/2022



Taux Souverains 10 ans

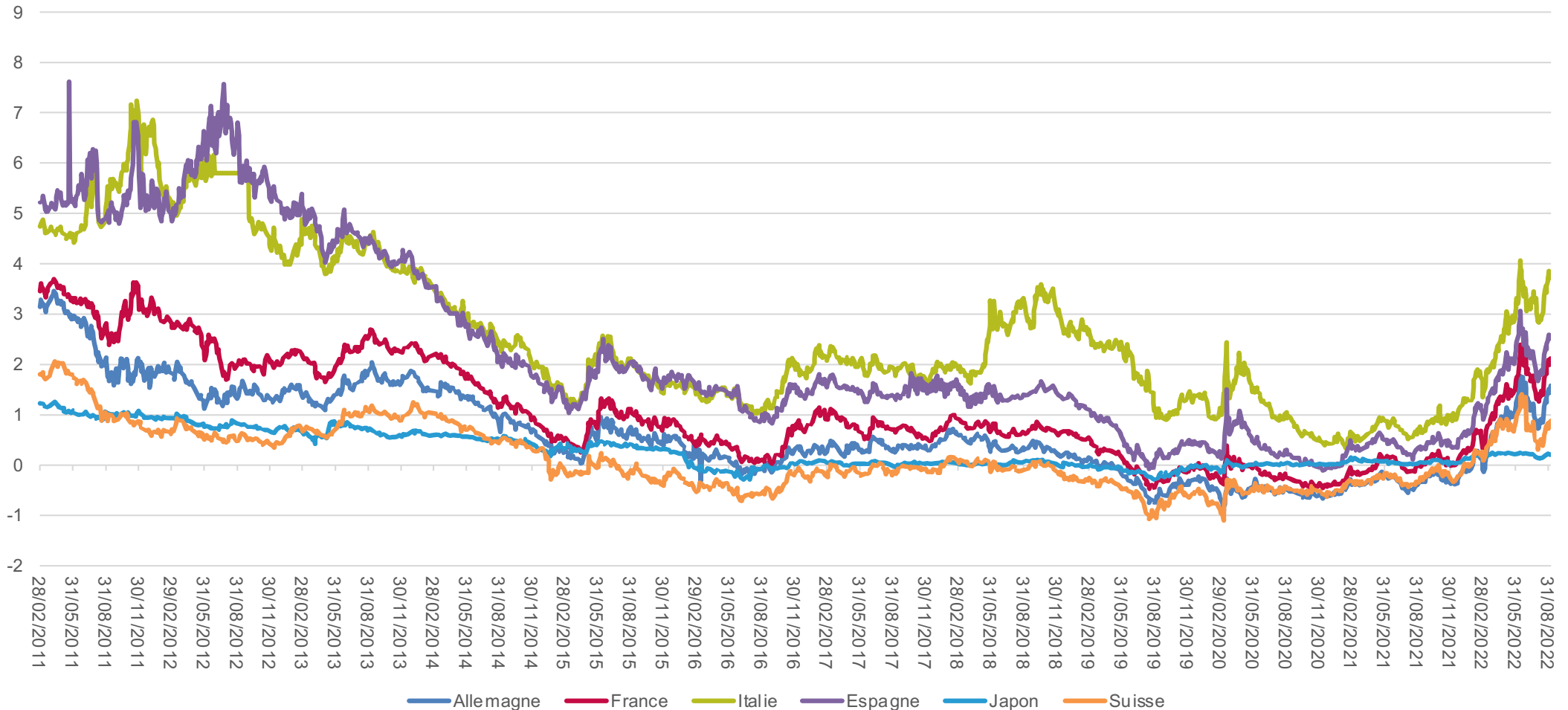
Source : Boursorama

Dernier Point : 06/09/2022



Taux souverains 10 ans

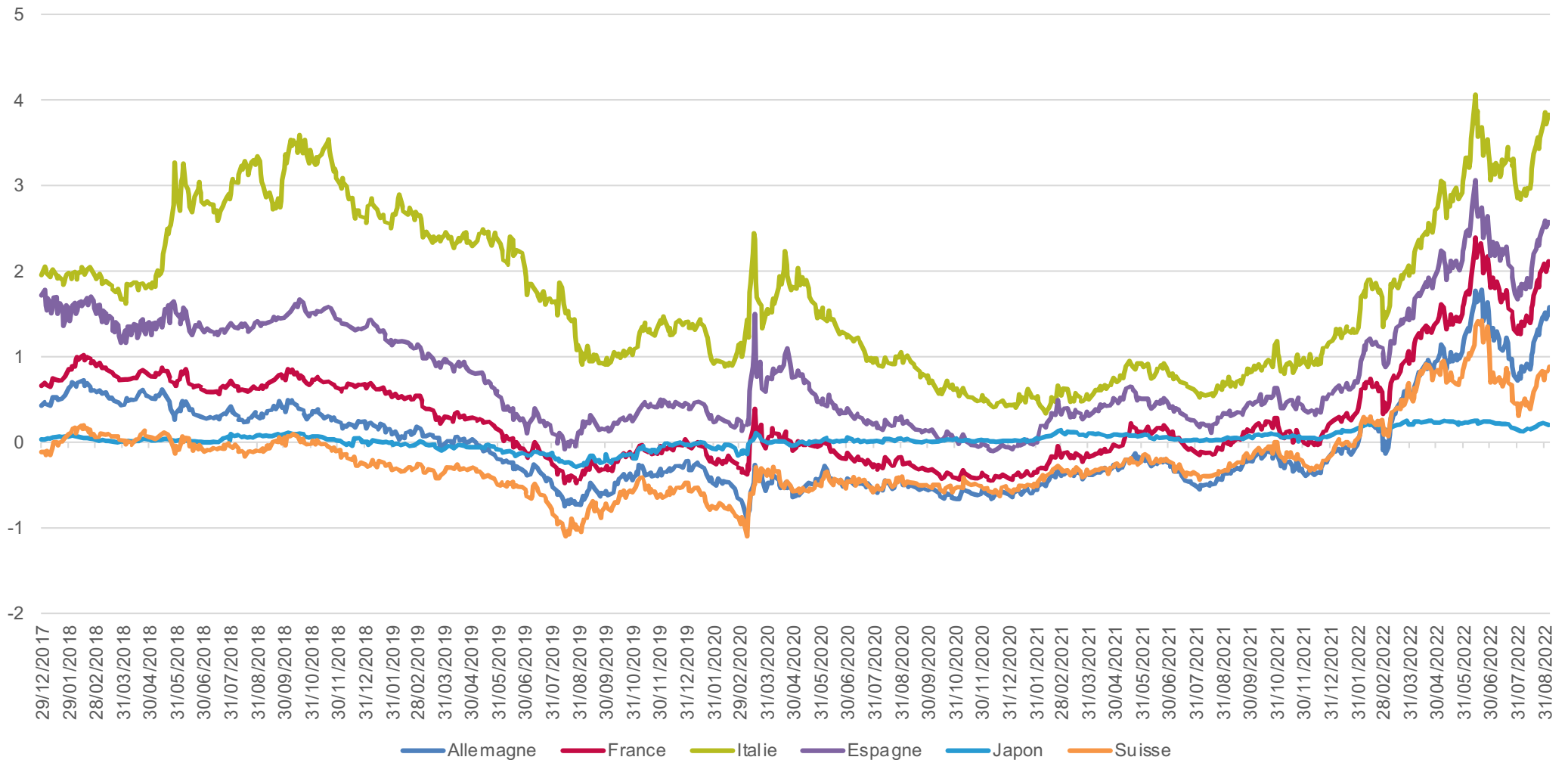
source : Boursorama
Dernier Point : 06/09/2022



Taux souverains 10 ans (Zoom)

Source : Boursorama

Dernier Point : 06/09/2022



Spread France-Allemagne 10A

source : Boursorama
Dernier Point : 06/09/2022



5. Le crédit n'offre plus de diversification face à la hausse des taux des Emprunts d'État

Corrélations entre le spread BBB et les taux d'état allemand

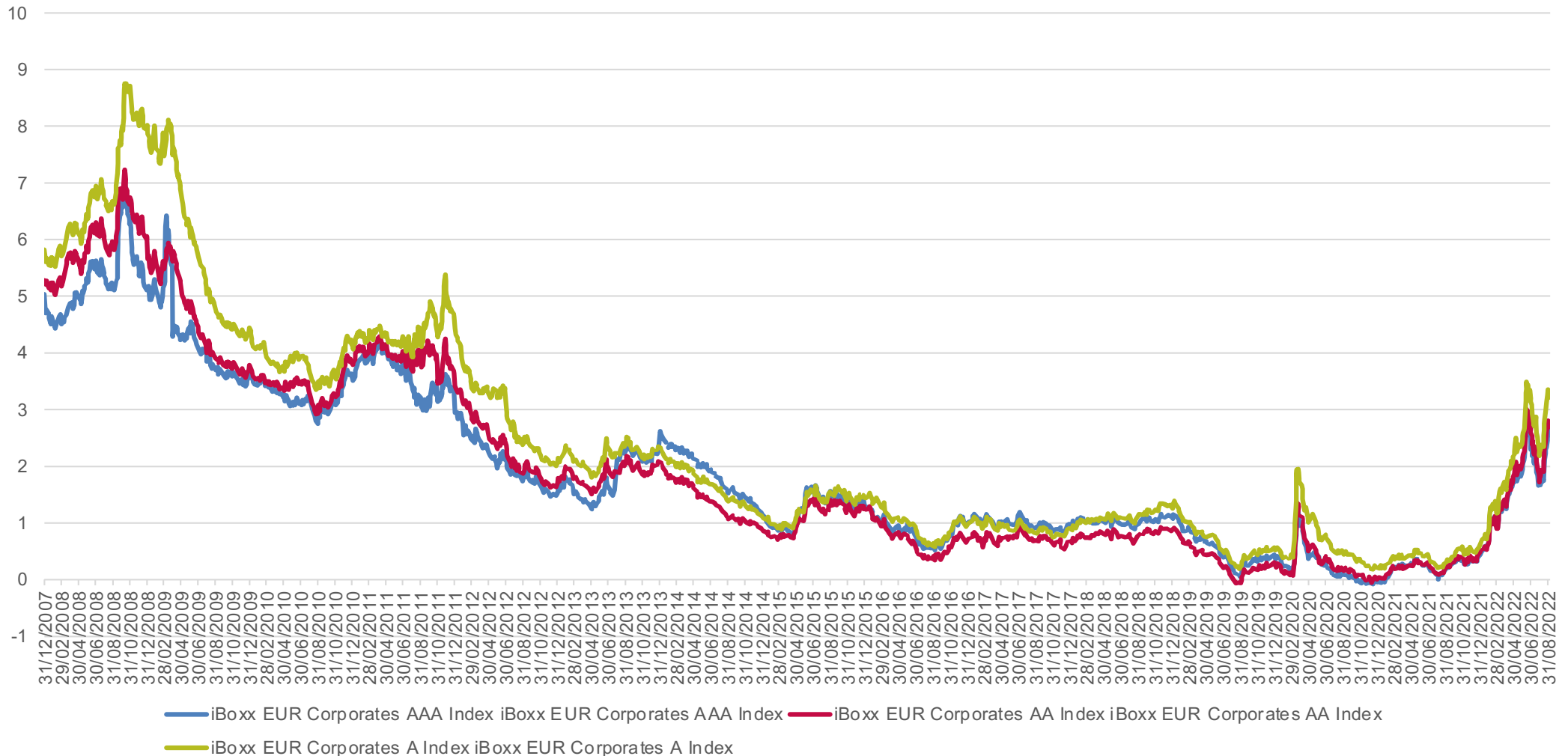
source : IHS Markit
Dernier Point : 05/09/2022



Taux Corporate AAA, AA, A

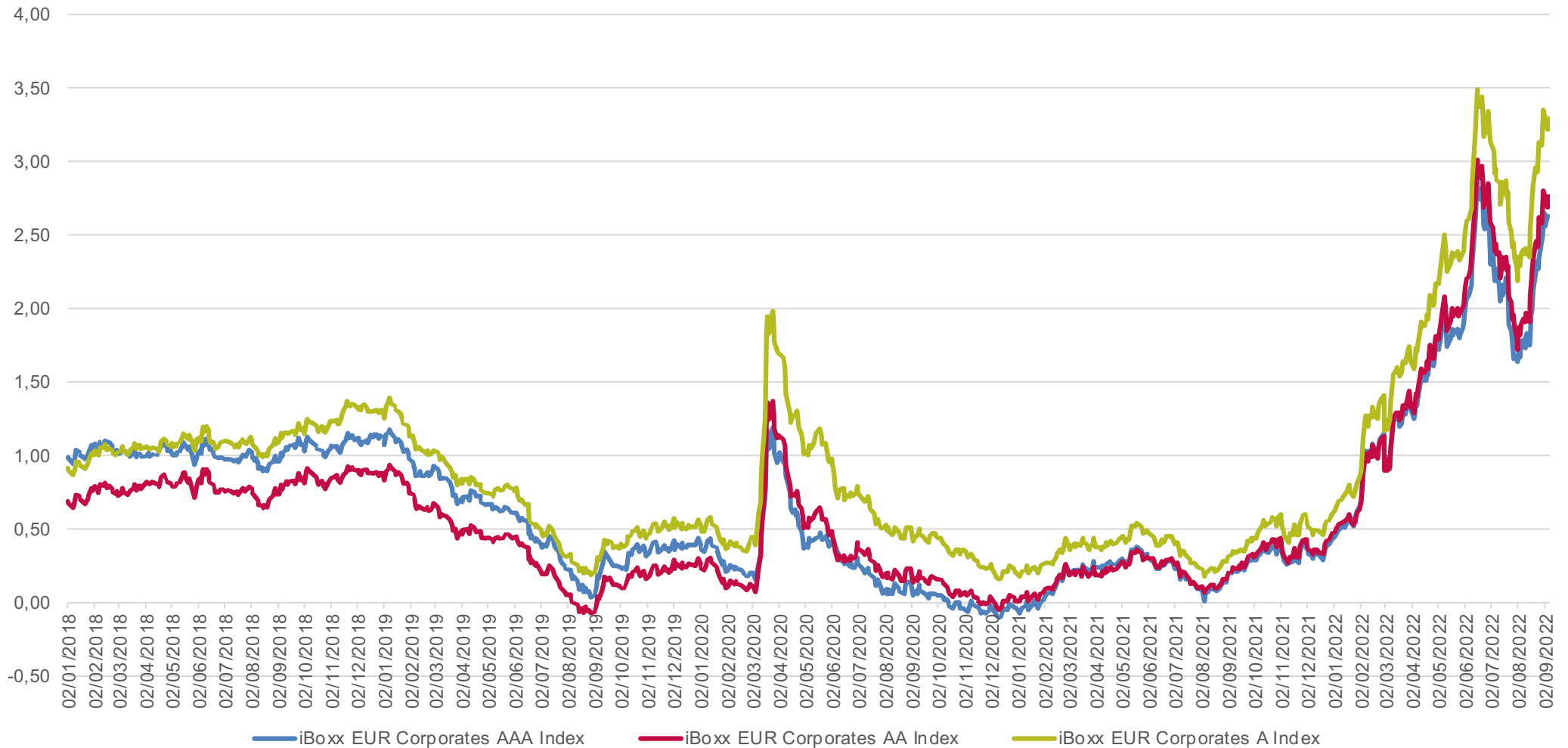
Source : IHS Markit

MAJ: 07/09/2022



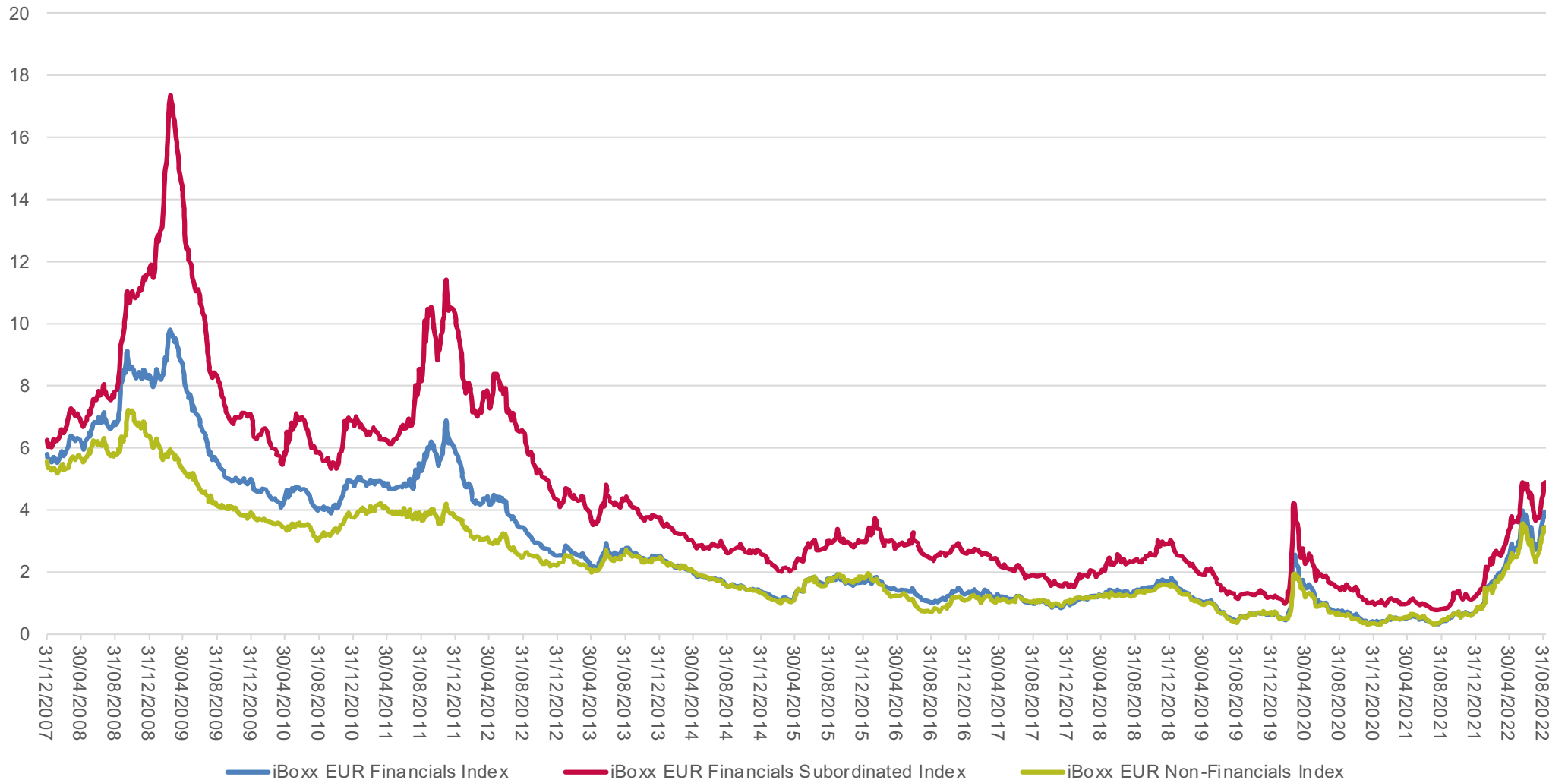
Taux Corporate AAA, AA, A Zoom

Source : IHS Markit
MAJ: 07/09/2022



Taux des obligations financières et non financières

Source : IHS MARKIT
Dernier Point : 09/09/2022



Taux des obligations financières et non financières (zoom)

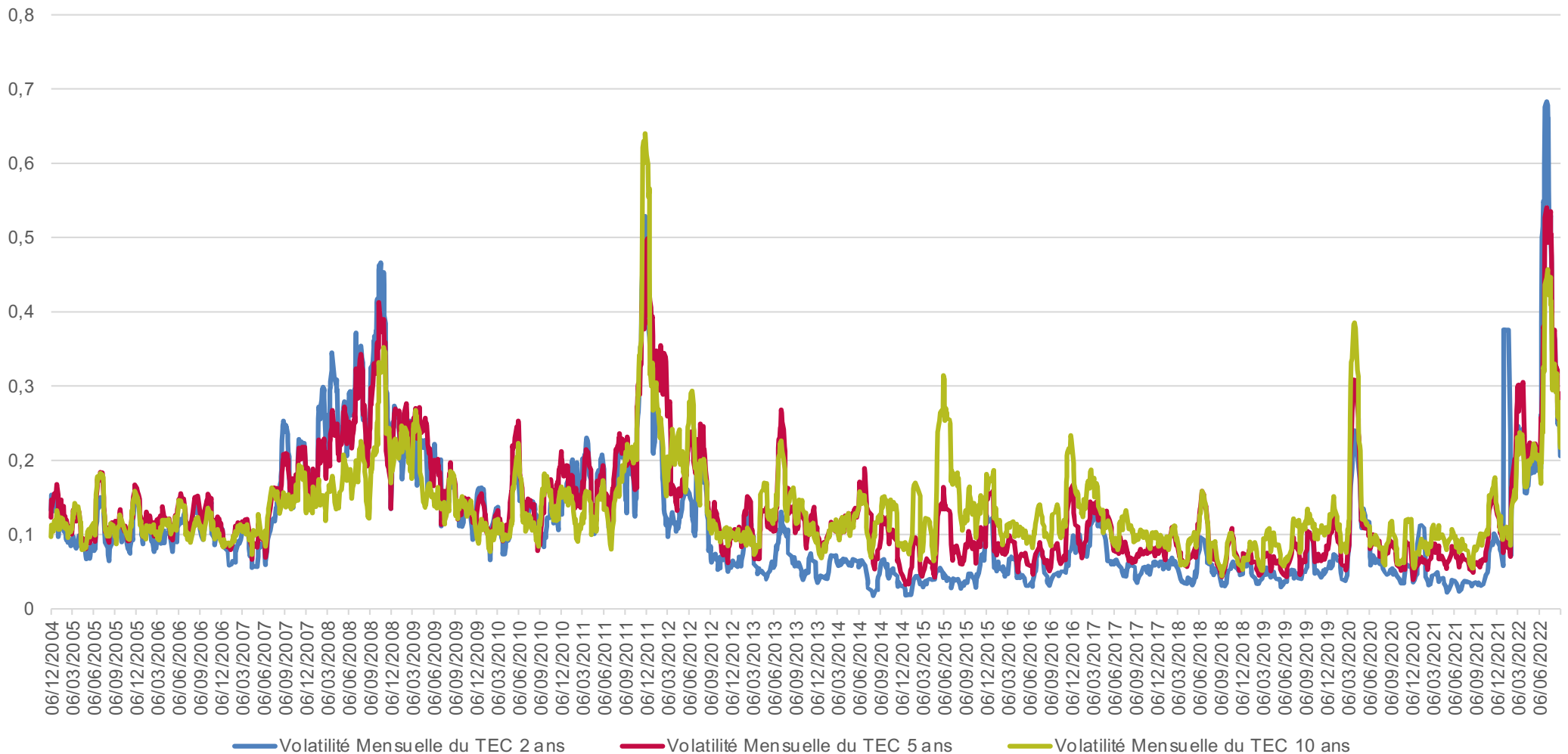
Source : IHS MARKIT
Dernier Point : 09/09/2022



5. Le changement de régime d'inflation et de politique monétaire a augmenté dans un premier temps les volatilités.
Elles sont redescendues dans un second temps

Volatilité Mensuelle des Emprunts d'Etat

Source Banque de France
Dernier Point : 05/09/2022

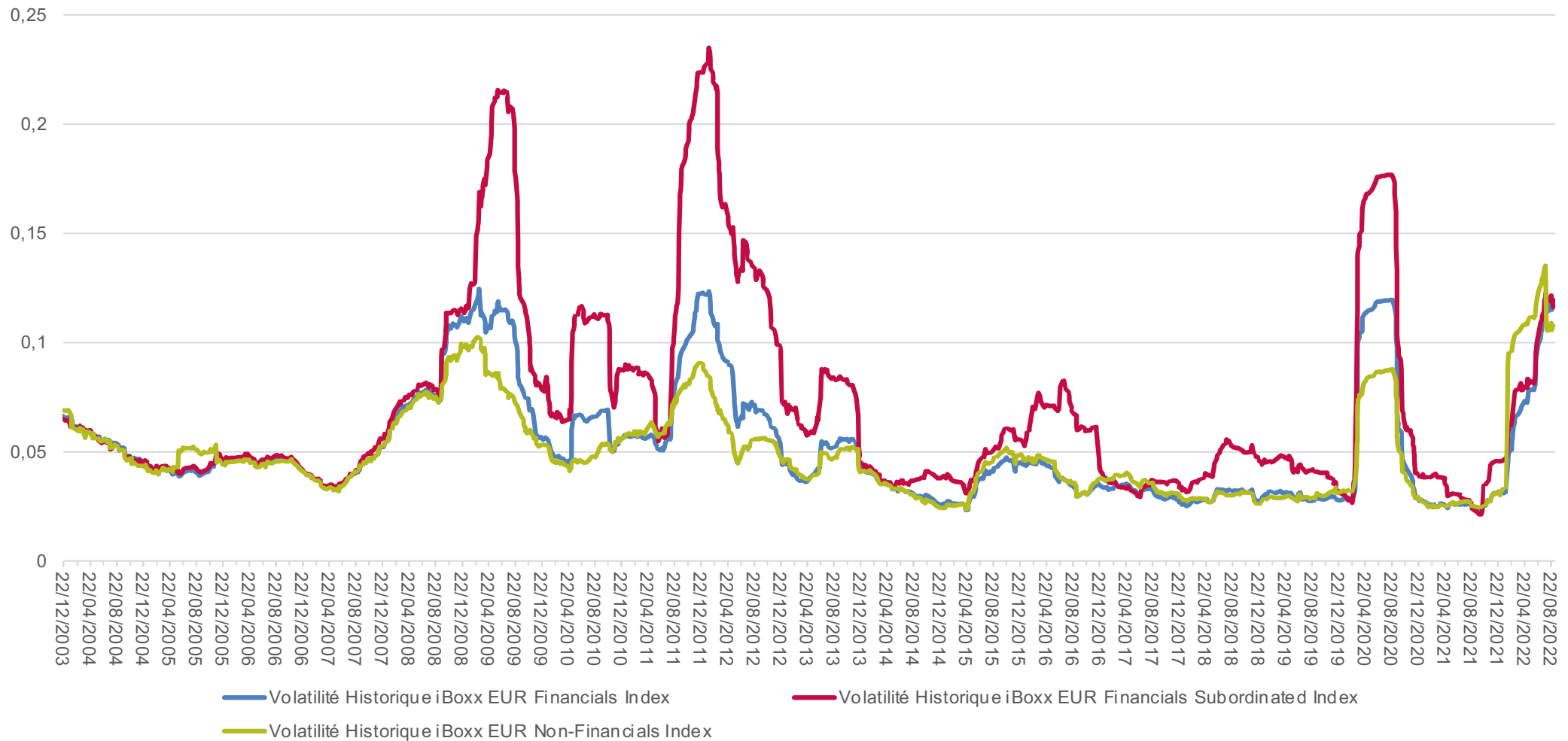


Volatilité des obligations financières et non financières

Volatilités 26 semaines des taux de crédit

Source IHS MARKIT

Dernier Point : 09/09/2022

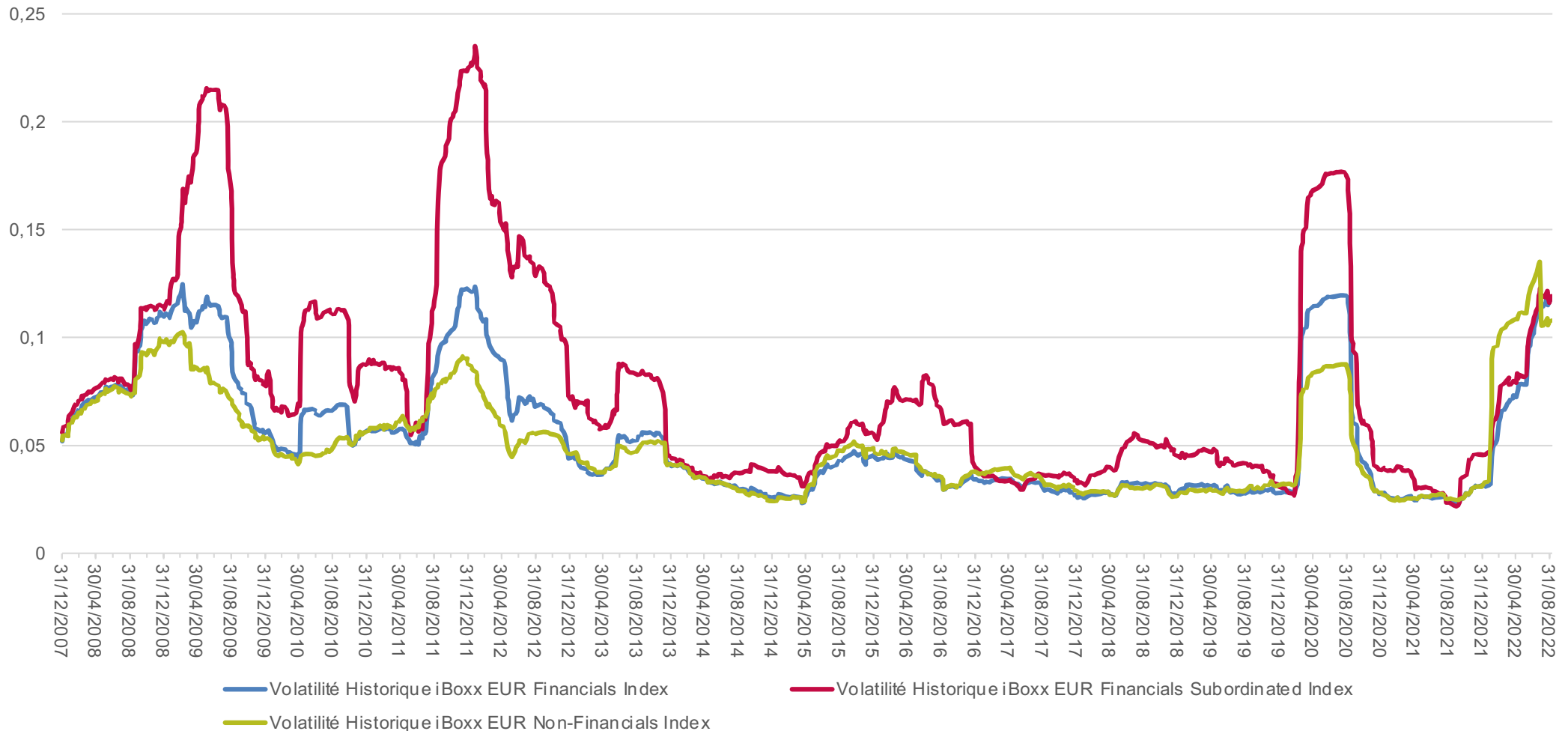


Volatilité des obligations financières et non financières (zoom)

volatilité 26 semaines des taux de crédit

Source : IHS MARKIT

Dernier Point : 09/09/2022



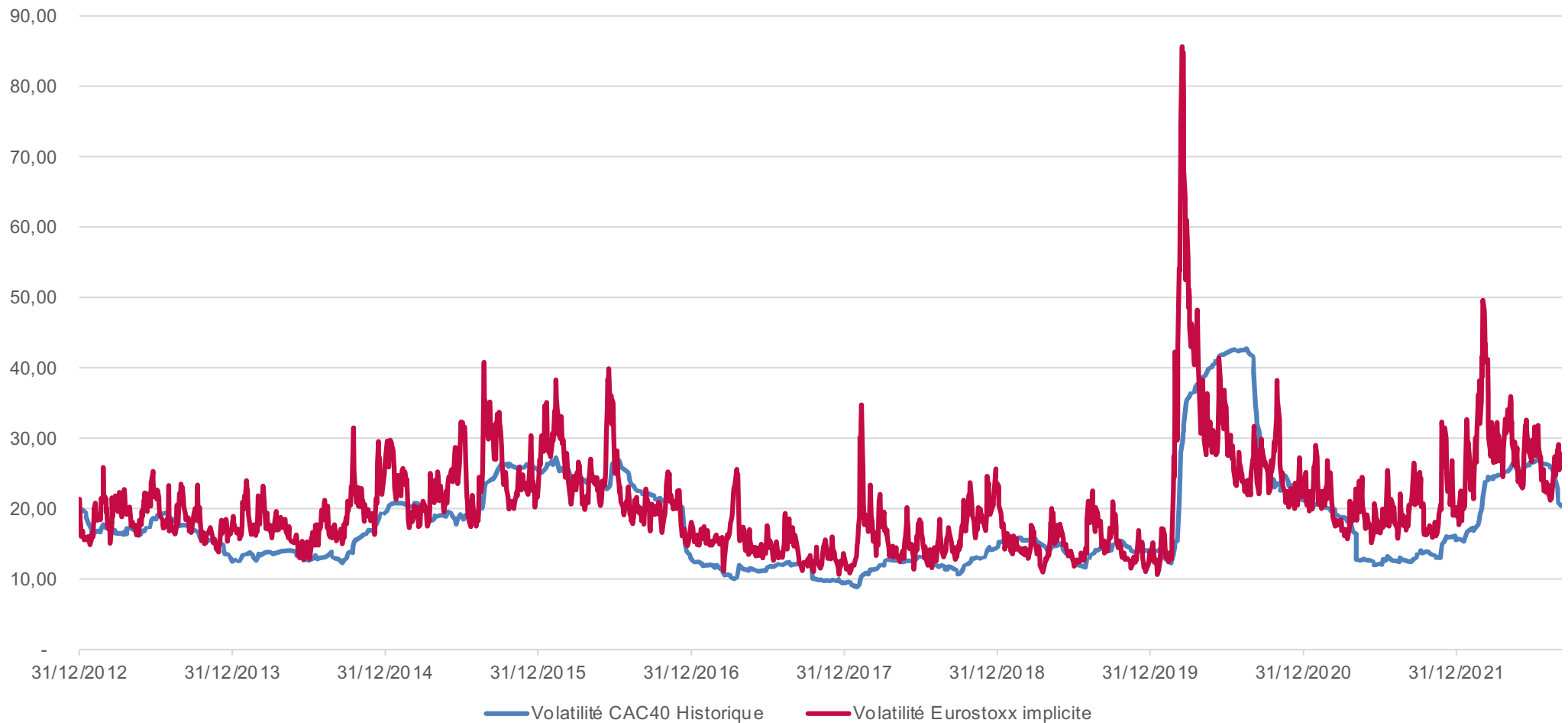
Volatilité Historique du CAC 40 Quotidienne sur 26 semaines

Source : Boursorama
Dernier Point 07/09/2022



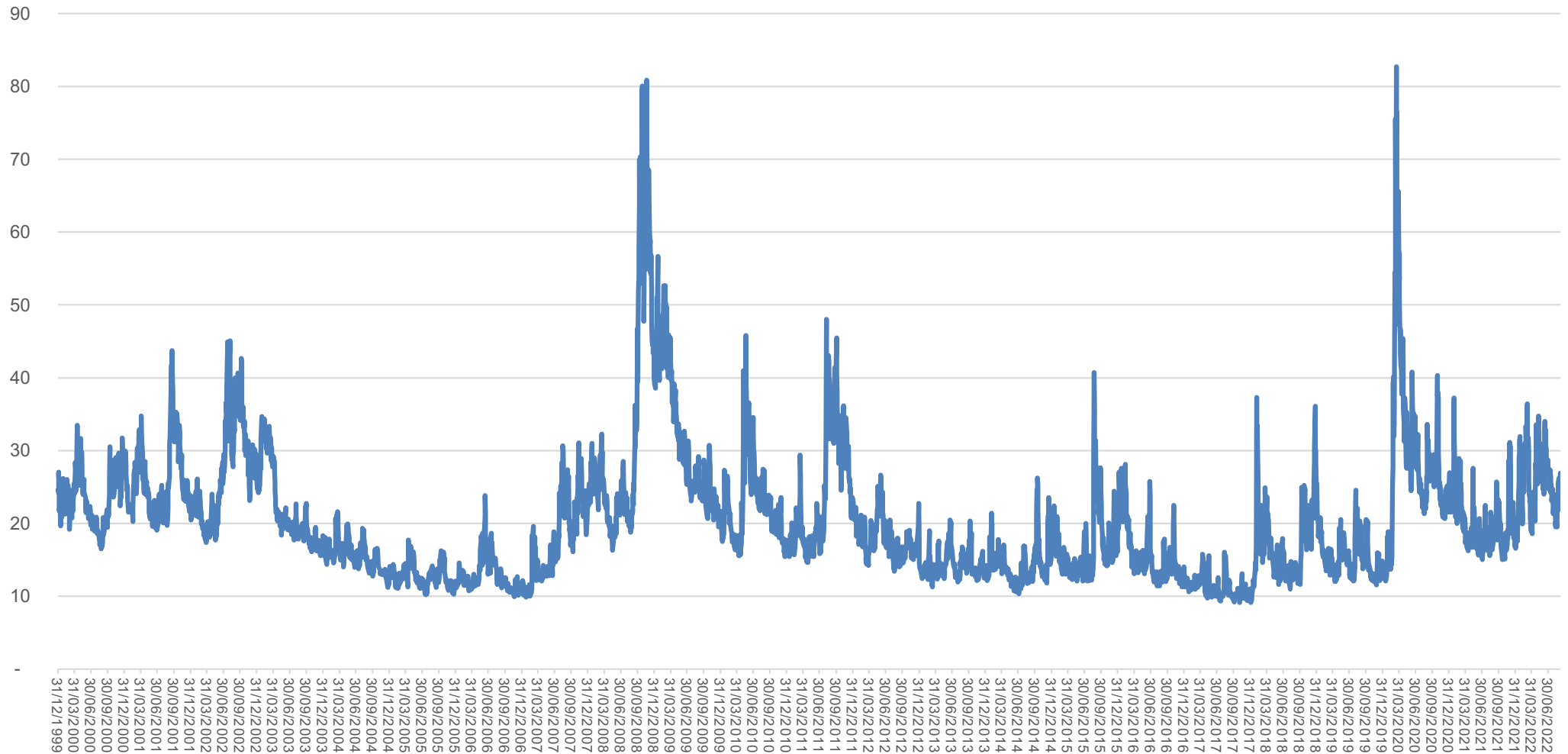
CAC 40 Volatilités historique et Eurostoxx volatilités implicites

Source : Boursorama et Investing pour Volatilité EUROSTOXX
Dernier Point : 07/09/2022



Actions : Volatilités Implicites aux USA

CBOE Volatility Index
Source : fred.stlouisfed.org
Dernier Point : 06/09/2022



7. Les pièges des placements supposés protéger contre l'inflation

7.1. L'immobilier est souvent présenté comme un actif réel avec des loyers indexés

Cependant, en cas de choc inflationniste, les indexations sont souvent remises en cause par une limitation réglementaire des loyers ou par une remise en cause des contrats trop favorables pour les locataires.

La politique monétaire lutte contre l'inflation en montant les taux, ce qui pèse fortement sur la valorisation des immeubles. Au-delà de l'effet d'actualisation, le rationnement du crédit conduit à diminuer fortement la demande d'immobilier.

Résultat : depuis le début de l'année, la résurgence de l'inflation s'accompagne d'une baisse de l'immobilier d'investissement, pas encore complètement visible sur les prix affichés.

7.2. Les infrastructures sont souvent présentées comme un actif réel.

Mais le prix de l'énergie produite par des éoliennes est souvent plafonné, alors que les coûts d'investissement et de maintenance ne peuvent qu'augmenter.

Et lorsque les taux montent, l'effet d'actualisation est très fort puisqu'il s'agit d'investissements de long terme.

7.3. Les obligations indexées sur l'inflation sont souvent recherchées quand l'inflation augmente

Mais acheter des obligations indexées sur l'inflation peut conduire à fixer un taux réel fortement négatif.

A plus court terme, il est fréquent de voir baisser la valeur des obligations indexées lorsque les Banques Centrales resserrent la politique monétaire : ce n'est pas l'inflation courante mais l'inflation anticipée qui joue sur les prix des obligations indexées.

Bien avant l'inflation courante, l'inflation anticipée baissera, et les obligations indexées sur l'inflation se déprécieront.

En conclusion:

L'inflation est due en Europe à un effet d'offre (chaînes de productions), de normes, et à l'emballlement des anticipations sur l'énergie.

Ce n'est pas l'annonce par la BCE d'un durcissement de sa politique monétaire qui va freiner les prix du gaz.

L'inflation conduit à une baisse du pouvoir d'achat et de la consommation.

Le durcissement monétaire va, dans le même sens, provoquer une récession, sans affecter la hausse des prix due à l'énergie et aux goulets d'étranglement.

Il s'agit bien de stagflation, mauvaise pour toutes les classes d'actifs.

Les taux réels très négatifs limitent la baisse des actions, mais le ralentissement de la production, de l'investissement et de la consommation pèseront dans le même sens que la hausse des taux.

C'est lorsque la stagflation sera reconnue par tous et que les classes d'actif auront baissé que des achats pourront être envisagés.

Les marchés financiers sont plus vulnérables aux durcissements de politique monétaire et peut-être demain budgétaire qu'aux chocs extérieurs.

Les principes de la modélisation des taux et de l'inflation chez les banquiers centraux sont remis en cause. En particulier, la théorie de l'inattention rationnelle est susceptible de modifier la prise de décision par les banques centrales. Les modèles des assureurs méritent d'être revus en conséquence.