



# Inflation et Allocation Stratégique d'Actifs

Par :

**François Rimeu**, Senior Strategist, La Française AM

**Virginie Wallut**, Directrice de la recherche et de l'ISR Immobilier, La Française REM

**Pierre Schoeffler**, Senior Global Asset Allocation & Sustainable Investing Advisor, La Française

novembre 2022



## Une brève histoire de l'inflation

Au-delà des fluctuations de la croissance économique qui guident l'allocation tactique d'actifs, la question la plus fondamentale pour l'allocation stratégique est celle du régime d'inflation que connaîtra le monde développé dans les prochaines années. Pour de multiples raisons, il est possible que nous soyons à une bifurcation majeure et qu'un changement radical soit en cours.

Pendant près de 25 ans, de 1960 à 1983, le monde a vécu les conséquences du dérèglement monétaire qui ont conduit à la fin des accords de Bretton Woods en 1973, qui instituaient un système de change fixe avec l'étalon de « change-or » fondé sur le dollar. Ce système ne pouvait fonctionner que grâce à un influx permanent de dollars dans l'économie internationale, ce qui induisait des politiques monétaires très accommodantes, condition nécessaire pour provoquer une déflation sur les prix. Les chocs pétroliers de 1974 et 1979 ont agi comme les détonateurs du régime de la Grande inflation, qui a porté la hausse des prix à la consommation dans les pays développés d'environ 4 à 10%, l'indexation automatique des salaires sur les prix entretenant le brasier.

Puis, durant 40 ans, de 1983 à nos jours, les pays développés ont changé de régime d'inflation adoptant le régime de la Grande modération, c'est-à-dire une inflation entre 0 et 3 %. Le responsable en était le Président de la Federal Reserve System (FED) Paul Volcker qui a porté le taux directeur de la Fed à 20 % en 1981 et adopté une politique stricte de contrôle de la croissance de la masse monétaire, provoquant une lourde récession. Le manque de combustible monétaire et l'arrêt des dispositifs d'indexation des salaires sur les prix ont brisé définitivement les anticipations inflationnistes. Puis est arrivée la globalisation avec la chute du mur de Berlin en 1989 et l'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en 2001. Les pressions déflationnistes persistantes provoquées par la systématisation des avantages comparatifs dans le monde libre-échangiste ont permis de modérer les revendications salariales tout en faisant progresser le pouvoir d'achat des ménages.

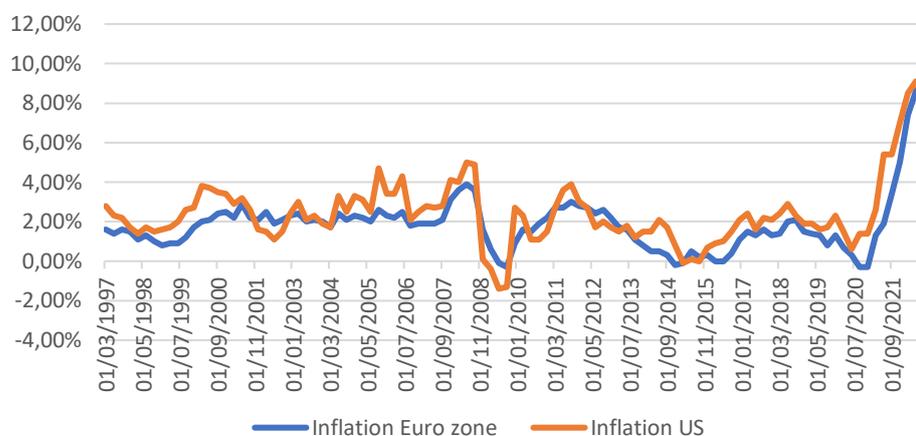
Mais depuis 15 ans, la globalisation connaît d'importants vents contraires : la Crise financière globale de 2008, l'affrontement entre les Etats-Unis et la Chine à partir de 2018, la crise sanitaire en 2020 et la guerre en Ukraine en 2022. L'économie mondiale reste globalisée, mais fragmentation et segmentation sont ses nouvelles lignes directrices avec moins d'avantages compétitifs à la clef et moins d'effet réseau.

Côté banques centrales, tout a commencé avec les politiques monétaires ultra accommodantes mises en place en 2009 aux Etats-Unis et en 2015 en zone euro pour contrer les effets de la Crise financière globale avec pour corollaire la croissance des masses monétaires de plus de 20 % en rythme annuel sur une longue période. Le combustible était là. Le déclenchement de la crise Covid a ensuite embrasé l'inflation avec un choc de contrainte sur l'offre lié au confinement et un choc de stimulation excessive sur la demande liée aux mesures de soutien public.

En sus de cela, arrive l'impératif de la transition climatique. Le prix de l'externalité carbone, non pris en compte jusqu'à présent, mais seul instrument vraiment efficace pour assurer la transition climatique, va peser sur les prix de l'énergie, or l'activité économique n'est que de l'énergie transformée. Le prix du carbone va inexorablement monter, car il reflète la valeur présente de dommages climatiques prévus en grande partie après 2050, date qui se rapproche inéluctablement et dommages qui s'intensifient chaque jour.

Tout ceci milite bien pour une hausse tendancielle de l'inflation. D'autres développements structurels comme le vieillissement de la population pourraient venir interférer avec cette tendance dans un sens ou dans l'autre.

Inflation Euro Zone versus US (source: Bloomberg, ECCPEMUY Index / CPI YOY Index)



Dans ce contexte bien particulier, l'inflation headline des prix à la consommation aux Etats-Unis et en Europe s'affiche aujourd'hui respectivement à près de 8 % et 10 % en glissement annuel et ne montre que peu de signes de repli imminent. Les tensions inflationnistes vont probablement s'assagir à partir de 2023, mais à quel rythme et pour atterrir à quel niveau ?

Les Banques centrales ont été prises à contre-pied et ont changé leur fusil d'épaule dès la fin 2021 avec un durcissement graduel, puis de plus en plus prononcé des politiques monétaires en agissant à la fois sur la liquidité et les taux d'intérêt. Elles gardent comme objectif le cap d'une inflation de long terme anticipée par les marchés de l'ordre de 2 %. Mais c'est déjà le cas au vu des cotations du marché des swaps d'inflation à 10 ans. Alors pourquoi continuent-elles de drainer la liquidité et de remonter les taux d'intérêt directeurs ? Certainement parce qu'elles estiment que ces anticipations ne sont pas suffisamment ancrées au vu de la situation sur le marché du travail. La situation de quasi plein emploi dans tous les pays, la puissance de négociation des salariés individuels avec l'émergence de comportements sociétaux résumés sous le vocable de Great resignation (Grande démission) et l'évolution même de la condition de salarié dans l'économie de la connaissance sont de puissants moteurs. La croissance des salaires donne raison aux Banques centrales : 4 % en zone euro comme l'inflation core (inflation hors alimentation et énergie), 6 % aux Etats-Unis également comme l'inflation core, et dans les deux régions cette inflation core se montre particulièrement résiliente.

Alors la gestion financière ne peut s'affranchir de réfléchir à ce que seraient les principes de l'allocation stratégique d'actifs dans un régime d'inflation plus élevée que ce qui a été connu par la très grande majorité des gérants actuellement en responsabilité.

#### L'allocation d'actifs sous différents régimes d'inflation

La recherche en finance s'accorde peu ou prou sur le fait qu'un niveau d'inflation entre 0 et 3 % est considéré comme un régime normal, au-delà de 3 et jusqu'à 10 % comme un régime d'inflation forte et au-delà de 10 % comme un régime d'hyperinflation, sous-entendant que l'inflation devient alors hors de contrôle. Elle s'accorde aussi sur le fait que le comportement des marchés financiers et immobiliers est différent en période d'inflation normale et en période de forte inflation. En fait, au-delà des cycles de croissance économique, l'inflation régit très profondément les performances des actifs, leurs volatilités et leurs co-mouvements, bref tout le fondement de l'allocation stratégique.

En ce qui concerne les performances, l'immobilier est la classe d'actif dont la performance est la plus directement polarisée sur l'inflation. L'épisode de Grande inflation des années 1970 le démontre à l'extrême. Durant cette période, les taux d'intérêt nominaux sur les emprunts d'Etat à

10 ans se sont tendus progressivement en incorporant une prime de risque sur l'inflation de plus en plus importante. La performance globale réelle des emprunts d'Etat a toujours été négative car le taux du coupon en hausse n'a jamais suffi à compenser la perte en capital. Les actions ont d'abord connu une performance réelle quasi nulle avant d'enregistrer un gain réel lorsque les prix de revient en hausse ont pu être transmis aux prix de vente. L'immobilier résidentiel et d'entreprise a d'abord réagi avec une hausse du rendement locatif liée à la hausse des taux d'intérêt. Mais cette hausse n'a pas été d'un pour un, plutôt de 0,5 pour un. Et rapidement, cette hausse s'est interrompue lorsque le rendement locatif a atteint 6 % car l'immobilier étant un actif réel, la contrainte du foncier empêche les prix de trop baisser et la contrainte de solvabilité des locataires empêche les loyers de trop monter. Simultanément, l'effet de l'indexation des loyers sur les prix, indexation qui perdure encore aujourd'hui, a poussé le rendement en capital à la hausse. Lorsque le rendement locatif n'a plus progressé, l'effet de l'indexation a joué à plein et la performance réelle de l'immobilier est restée positive sur toute la période.

En ce qui concerne les volatilités, une forte inflation se traduit généralement par de fortes fluctuations dans la croissance économique, à la fois parce que la composante non anticipée de l'inflation augmente avec l'incertitude, mais aussi parce que les prix des biens et services réagissent différemment par rapport à l'inflation. Certains secteurs économiques sont capables de transmettre rapidement l'inflation de leurs coûts sur leurs chiffres d'affaires parce qu'ils sont en situation de domination de marché ou que la demande qui leur est adressée est forte, d'autres pas. Les fondamentaux économiques fluctuants se propagent à la performance des actifs qui voient leur volatilité augmenter et leur rentabilité ajustée du risque diminuer, les actifs les plus risqués sont relativement pénalisés et les moins risqués favorisés.

En ce qui concerne les co-mouvements, le gain de diversification entre actions et obligations s'estompe en période de forte inflation alors que celui entre immobilier et obligations demeure important.

En théorie, la corrélation entre actions et obligations est négative ou positive selon le sens de la relation de causalité. La causalité peut aller des actions aux obligations, une baisse des actions par exemple, signe d'un affaiblissement de l'activité, peut provoquer un assouplissement de la politique monétaire et une baisse des taux d'intérêt, auquel cas la corrélation est négative. Elle peut aussi aller des obligations aux actions, une hausse des taux d'intérêt par exemple a tendance à augmenter le coût du capital des actions, auquel cas la corrélation est positive.

En période d'inflation normale, le principal facteur influençant les marchés est la croissance économique. Le marché des actions devient moteur dans la mesure où la croissance est son principal facteur d'indexation. La corrélation entre actions et obligations est donc plutôt négative. C'est ce qui a été observé durant toute la montée de la globalisation avec une croissance essentiellement dépendante de la demande sans contrainte d'offre.

En période de forte inflation, le principal facteur influençant les marchés est l'inflation. Le marché des obligations devient moteur dans la mesure où les taux d'intérêt réagissent en priorité aux anticipations inflationnistes. La corrélation entre actions et obligations est donc plutôt positive. C'est ce qu'on risque d'observer avec le recul de la globalisation et une croissance essentiellement dépendante de la disponibilité de l'offre.

L'immobilier est rarement le moteur des marchés, et lorsqu'il le devient, c'est à l'occasion d'une crise financière majeure. Cet actif est surtout sensible aux taux d'intérêt réels. Une hausse des taux d'intérêt supérieure à celle de l'inflation est propice à une baisse de l'immobilier, auquel cas la corrélation entre immobilier et obligations est positive. Si inversement, la hausse des taux d'intérêt est inférieure à l'inflation, l'immobilier se maintient et la corrélation est négative, ce qui est le cas le plus général car les taux d'intérêt réagissent avec retard et de façon amortie face à l'inflation.

Ce qui distingue donc l'allocation d'actifs en période d'inflation forte de l'allocation en période d'inflation normale, c'est non seulement la focalisation vers un objectif de performances réelles plutôt que nominales, mais aussi une construction de portefeuille privilégiant l'équilibre entre valeurs mobilières et immobilier plutôt qu'entre actions et obligations.

### Quelle Allocation d'Actifs pour un horizon d'investissements à Moyen/Long Terme

Au-delà du choc de croissance réelle négative que nos économies subissent à l'heure actuelle, choc qui devrait d'ailleurs se poursuivre dans les trimestres qui viennent, comment décliner en pratique ce changement de paradigme dans nos allocations d'actifs pour des investisseurs professionnels dont l'horizon de placement dépasse 5 ans ?

Le contexte de transition climatique couplé à la baisse progressive des réserves d'énergies fossiles devrait amener à des prix énergétiques tendanciellement en hausse dans les années qui viennent. En termes d'allocation d'actifs, cela doit se traduire par une exposition plus importante qu'auparavant aux matières premières ainsi qu'aux secteurs dont les profits sont positivement corrélés à ces actifs ; ceci est valable aussi bien pour les actifs actions que pour les actifs obligataires. A l'inverse, les business modèles qui dépendent d'un approvisionnement en énergie stable et à bas coût pourraient avoir plus de difficultés.

Comme illustré précédemment, nous nous dirigeons potentiellement vers une période très incertaine au cours de laquelle pourraient se succéder inflation et désinflation, croissance et récession. Ces périodes sont propices à de fortes différenciations entre les divers segments de l'économie et cela sera sans doute encore valable cette fois-ci. Les tendances longues telles que la métropolisation, la décarbonation ou encore l'innovation numérique vont faire émerger les grands acteurs de demain comme cela a été le cas depuis 20 ans avec le développement d'internet. Ces tendances doivent selon nous constituer le socle d'une allocation d'actifs à long terme aujourd'hui, et là encore, quels que soient les actifs considérés.

Les investissements massifs nécessaires aux défis qui se dressent devant nous vont également nécessiter un très fort accompagnement des Etats qui vont voir s'accroître leur besoin de financement. Les conditions financières aujourd'hui restrictives devront donc probablement être assouplies à moyen terme pour permettre ces financements. Cela devrait s'accompagner de taux d'intérêt réels plus faibles (mais tout de même moins faibles qu'au cours des 10 dernières années) et de points morts d'inflation plus élevés qu'actuellement. Sur ce dernier point, il est d'ailleurs frappant de noter qu'aujourd'hui les marchés financiers anticipent une inflation de retour sur les cibles des Banques centrales autour de 2 % de manière très rapide, ce qui n'a pourtant pas été le cas historiquement.

Les actifs obligataires d'Etat sont, eux, à structurellement sous pondérer. Au-delà de l'évolution de l'inflation qui devrait avoir un impact négatif durable sur cette classe d'actif, il est probable que les actions des gouvernements heurtent la sphère obligataire. L'exemple du Royaume-Uni illustre bien ce point et montre qu'il sera difficile pour les Banques centrales de maintenir des politiques monétaires restrictives pendant des périodes prolongées.

De manière plus prosaïque, une période de croissance nominale élevée devrait aider les bénéficiaires des entreprises à résister même si de grandes disparités sectorielles surviendront. Ce facteur positif sera toutefois contrebalancé par de probables hausses de la taxation des entreprises. Le chemin global pourrait donc être in fine assez chaotique mais pour autant pas forcément négatif, tout du moins, en terme nominal.

Sans doute beaucoup de disparités également à l'intérieur de la sphère des obligations d'entreprises ; une partie des entreprises ne devant leur existence qu'à des taux de financement extrêmement bas auront du mal à survivre. Une hausse des taux de défauts est donc sans doute à prévoir à moyen terme d'où notre préférence pour les obligations de bonne qualité, notées BB ou mieux, en gardant à l'esprit que la sensibilité de ces actifs au risque de taux est très importante.

L'immobilier offre de son côté une protection intéressante en période inflationniste dans la mesure où ses revenus sont indexés à l'inflation. Cette couverture contre l'inflation peut avoir été prévue dans les baux. C'est notamment le cas en France où les baux sont indexés sur des indices directement corrélés à l'inflation. C'est également le cas en Espagne ou aux Pays-Bas. C'est moins le cas en Allemagne et rarement le cas au Royaume-Uni, à l'exception des supermarchés.

Toutefois, la protection contre l'inflation peut être limitée en cas de plafonnement des indices d'indexation. Ces plafonnements ont pour but de préserver le pouvoir d'achat des occupants des

actifs immobiliers. On les retrouve généralement sur les actifs résidentiels et sur une partie des actifs de commerce. De la même manière, plusieurs hausses significatives des indices d'indexation pourraient venir éroder la solvabilité des locataires. Il convient de privilégier les utilisateurs bénéficiant d'un pricing power important, i.e. capable de répercuter la hausse de leurs prix de revient sur leurs prix de vente.

En période d'inflation, il est donc essentiel d'avoir une analyse croisée par typologie d'actifs et par secteur d'activité pour identifier les actifs offrant la meilleure protection à l'inflation. Nous privilégions les bureaux loués à des secteurs d'activité en croissance (luxe, énergie, transports...), les actifs de santé ou le résidentiel géré peu impactés par les cycles économiques et les enseignes commerce des secteurs en croissance.

La hausse de l'inflation peut se traduire par une hausse des taux de capitalisation et des taux de financement. Afin de limiter les impacts négatifs de cette hausse, il convient de privilégier les actifs de rareté, i.e. ceux dont les marchés sont caractérisés par une faible vacance. La faible vacance est soutenue par la rareté du foncier en zone urbaine et une réglementation qui vient limiter la production d'offre neuve pour satisfaire aux objectifs de forte réduction de l'artificialisation des sols. Nous privilégions les zones urbaines denses où le bâti pourra être converti en un autre usage si besoin. Les produits viticoles dont la valeur du foncier repose sur l'appartenance à un terroir limité et dont les prix devraient suivre l'inflation peuvent également offrir une solution intéressante.

Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Les éléments d'information, opinions et données chiffrées sont considérés comme fondés ou exacts au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier et boursier du moment et reflètent le sentiment à ce jour du Groupe La Française sur les marchés et leurs évolutions. Ils n'ont pas de valeur contractuelle, sont sujets à modification et peuvent différer des opinions d'autres professionnels de la gestion. Il est rappelé, par ailleurs, que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Publié par La Française AM FINANCE Services, dont le siège social est sis 128, boulevard Raspail, 75006 Paris, France et agréée par l'ACPR sous le n° 18673 en qualité d'entreprise d'investissement. La Française Asset Management est une société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP97076 le 1er juillet 1997. La société de gestion de portefeuille La Française Real Estate Managers a reçu l'agrément AMF N° GP-07000038 du 26 juin 2007 et l'agrément AIFM du 24/06/2014 au titre de la directive 2011/61/UE ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).