

Investisseur, regarde l'AI-flation, mais souviens-toi que l'innovation reste ta meilleure amie

On sait que toutes les grandes innovations entraînent le plus souvent une vague massive d'investissement, ce qui provoque une explosion de la demande de capital et de certaines matières premières, d'où certaines tensions inflationnistes. Phénomènes qui s'accompagnent souvent des hausses des salaires dans les secteurs concernés.

Le développement des chemins de fer dans la seconde partie du XIXème siècle a ainsi fait grimper la demande de charbon (consommation des locomotives, hauts fourneaux qui produisaient les rails), d'acier, de bois (traverses) et de terrains urbains autour des gares.

La généralisation de l'électricité a également entraîné une explosion de la demande de cuivre entre les années 1880 et 1910.

De même, le développement de l'automobile pendant l'entre 2 guerres a exercé une pression sur l'acier, le caoutchouc, puis le pétrole.

Aujourd'hui, la dynamique de l'IA génère des tensions sur les GPU (Nvidia, AMD), les mémoires HBM, les centres de données, les transformateurs électriques, les turbines à gaz, le cuivre, ... Avec des pressions salariales parallèles sur certains métiers spécialisés (ingénieurs IA, électriciens, techniciens).

En fait, une innovation majeure ne se diffuse pas de manière homogène : elle crée d'abord des goulets d'étranglement dans quelques secteurs amont où l'offre est peu élastique à court terme. Les prix de ces intrants augmentent, ce qui stimule ensuite l'investissement et l'expansion des capacités.

Mais on sait également que les grandes vagues d'innovation ont aussi souvent exercé des pressions désinflationnistes beaucoup plus significatives sur les prix des biens concernés et, à moyen terme, sur l'ensemble de l'économie.

Les gains de productivité réduisent en effet les coûts unitaires de production. C'est le canal le plus évident. Dit autrement, une innovation majeure permet de produire davantage avec moins de travail, de capital ou de matières premières. Parallèlement, la concurrence s'intensifie. Les innovations technologiques réduisent souvent les coûts d'entrée sur les marchés. Le chemin de fer a ainsi mis en concurrence des producteurs auparavant isolés. Le télégraphe, puis le téléphone, puis Internet ont amélioré de leur côté la circulation de l'information sur les prix.

L'IA permet d'augmenter durablement la productivité des services et de réduire les coûts dans des activités qui sont aujourd'hui des « moteurs » d'inflation (développement logiciel, comptabilité, support client, marketing, traduction, juridique, diagnostic médical...).

Or, les services représentent une activité très importante dans les économies développées. Une accélération de leur productivité pourrait exercer une pression baissière sur l'inflation sous-jacente.

C'est précisément ce qui distingue l'IA des révolutions industrielles précédentes : elle cible davantage les tâches cognitives que la production manufacturière.

Tout ceci ne se fera pas nécessairement de façon automatique. Beaucoup dépendra de la diffusion et de la répartition des gains de productivité (vers les utilisateurs/clients, salariés, actionnaires, ...). Si les gains de productivité étaient concentrés chez quelques grandes entreprises disposant d'un fort pouvoir de marché, le processus de désinflation serait d'autant plus limité. Par ailleurs, il y a aussi la question de l'homogénéité de la diffusion de l'IA dans les secteurs : on peut tout à fait imaginer une diffusion rapide dans certains secteurs de l'économie et beaucoup moins rapide dans d'autres. Le processus d'accélération de la productivité serait ainsi freiné par les secteurs les plus lents à adopter cette technologie.

L'IA se rapproche ainsi davantage de l'électrification que d'Internet. Pourquoi ?

L'électricité n'était pas un produit final : c'était une technologie générale. Il a fallu reconfigurer l'organisation des entreprises et du travail et investir massivement dans les réseaux avant d'en récolter les gains de productivité.

L'IA semble suivre une logique comparable :

- Investissements massifs aujourd'hui ;
- Transformation des organisations dans les prochaines années ;
- Gains de productivité diffus à plus long terme.

Robert Gordon a montré que les bénéfices de l'électricité ne sont devenus pleinement visibles qu'une trentaine d'années après son invention, lorsque les entreprises ont réorganisé leurs processus autour de cette nouvelle technologie. Il est plausible que l'IA connaisse un décalage temporel non négligeable (même s'il n'atteindra pas 30 ans) : l'essentiel des gains dépendra moins des modèles eux-mêmes que de la réorganisation des entreprises et des administrations.

On nous objectera que les gains de productivité progressent déjà de l'ordre de 2,3% l'an depuis 3 ans.

Mais cela n'est pas dû exclusivement à l'IA, loin de là.

La pandémie a en effet provoqué un important renouvellement du tissu productif : les entreprises les moins efficaces ont davantage disparu et les secteurs les plus productifs ont gagné en poids.

Pendant la pandémie, beaucoup d'entreprises ont également investi dans le cloud, le télétravail, les logiciels, l'automatisation. Les bénéfices de ces investissements apparaissent souvent avec 2 ou 3 ans de décalage, lorsque les organisations adaptent leurs processus de production.

Et après les fortes tensions sur le marché du travail de 2021-2022, les entreprises ont aussi ralenti leurs embauches et elles ont davantage cherché à produire plus avec des effectifs stabilisés.

De même, l'économie américaine est structurellement fortement orientée vers des secteurs où les gains de productivité sont traditionnellement élevés (technologies numériques, logiciels, pharmacie, finance, services professionnels). Ces secteurs représentent une part plus importante du PIB qu'en Europe.

Qu'est-ce que tout cela implique pour la dynamique macro et d'inflation ?

On peut s'attendre probablement pour les prochains trimestres à la poursuite de l'inflation d'investissement, favorable aux producteurs d'infrastructures (semi-conducteurs, électricité, réseaux, cuivre, équipements). Au-delà, il faudra compter avec une montée des gains de productivité, avec une pression potentiellement désinflationniste sur les services. Et si les gains de productivité sont largement partagés, l'effet dominant sera probablement une croissance plus forte avec une inflation contenue. S'ils restent concentrés, on pourrait observer une combinaison moins favorable : profits élevés, investissement soutenu et désinflation plus limitée.

Le risque aujourd'hui n'est donc pas tant une AI-flation généralisée qu'une « AI capex inflation » : une inflation concentrée sur les biens d'investissement, l'énergie et certains intrants critiques, avant que les gains de productivité ne commencent à peser sur les coûts de production dans le reste de l'économie.

Qu'en est-il aujourd'hui ?

La demande accélérée dans l'IA bute sur une offre en partie contrainte à court terme et cela exerce une pression haussière sur les prix des semi-conducteurs, de la mémoire RAM, des produits électroniques en deuxième partie de chaîne (cohérent avec les annonces de hausse de prix de l'ordre de 20 à 30% du côté d'Apple) ainsi que sur les prix de l'électricité.

Pour le moment, l'effet semble assez limité au total. Mais on observe bien la fin de la tendance baissière longue sur les prix à la consommation des ordinateurs et périphériques et plus généralement dans les biens et services IT.

On constate par ailleurs une hausse des prix de l'électricité en même temps que la consommation, ce qui est cohérent avec un choc principalement de demande. Naturellement, cela est amplifié par le choc des derniers mois lié à la guerre en Iran, celui-ci contribuant à la hausse du prix du gaz qui agit comme déterminant principal du prix de l'électricité à la marge.

Compte tenu du poids de ces composantes dans l'indice de prix américains (environ 2,5% pour l'électricité et 1,7% pour les produits et services technologiques), l'effet haussier de ces composantes sur l'inflation annuelle vs leur tendance pré-Covid est de l'ordre de 0,2 point d'inflation jusque-là (en glissement annuel).

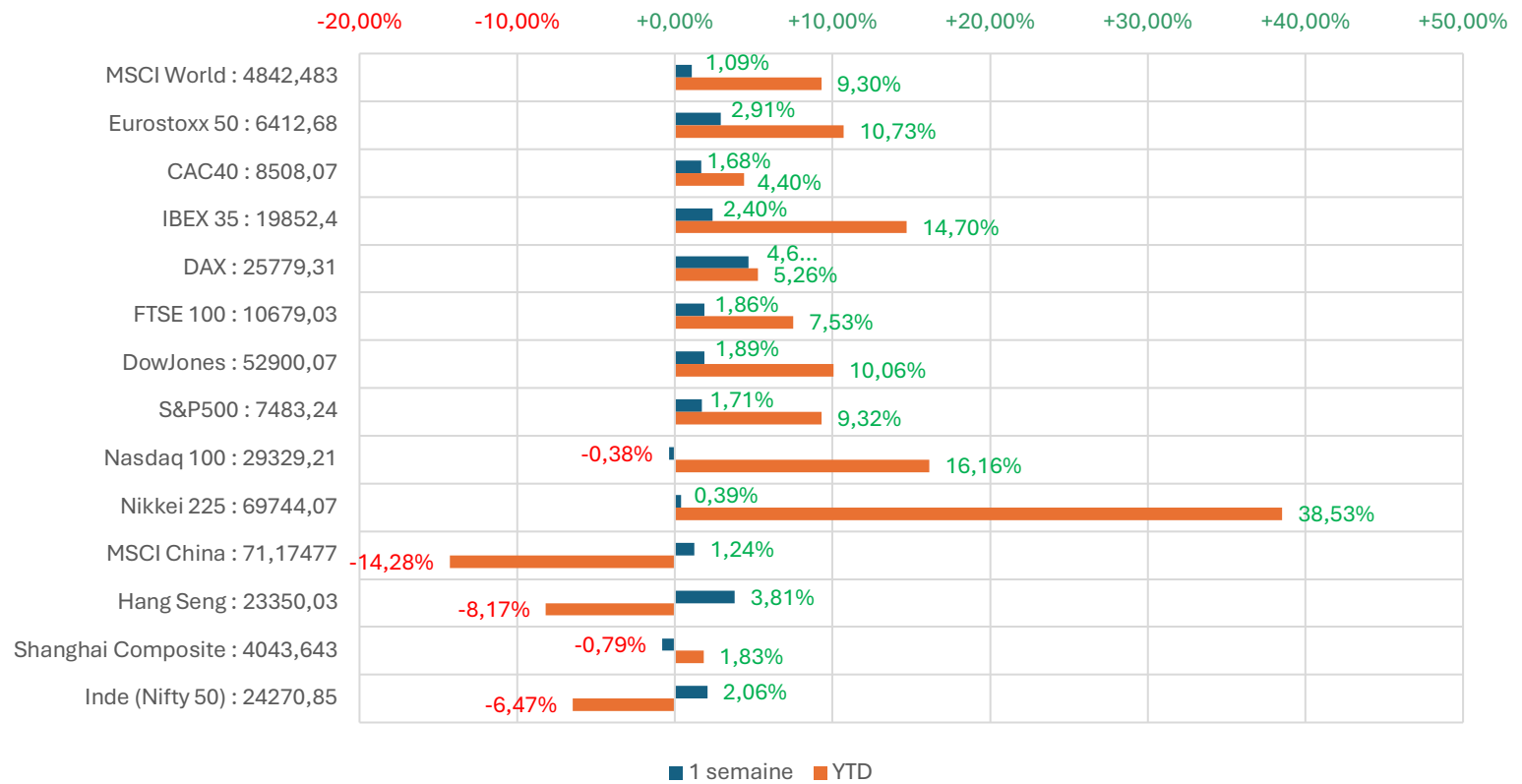
Si l'on envisage une offre s'ajustant trop timidement en tendance, une hausse des prix de ces composantes pourrait avoisiner dans un scénario défavorable entre 5 et 10% par an, ce qui semble être une borne haute. Dans ce cas, l'impact sur l'inflation américaine pourrait atteindre 0,3/0,4 point.

Quelles conclusions opérationnelles tirer de tout ceci à horizon 6 mois ?

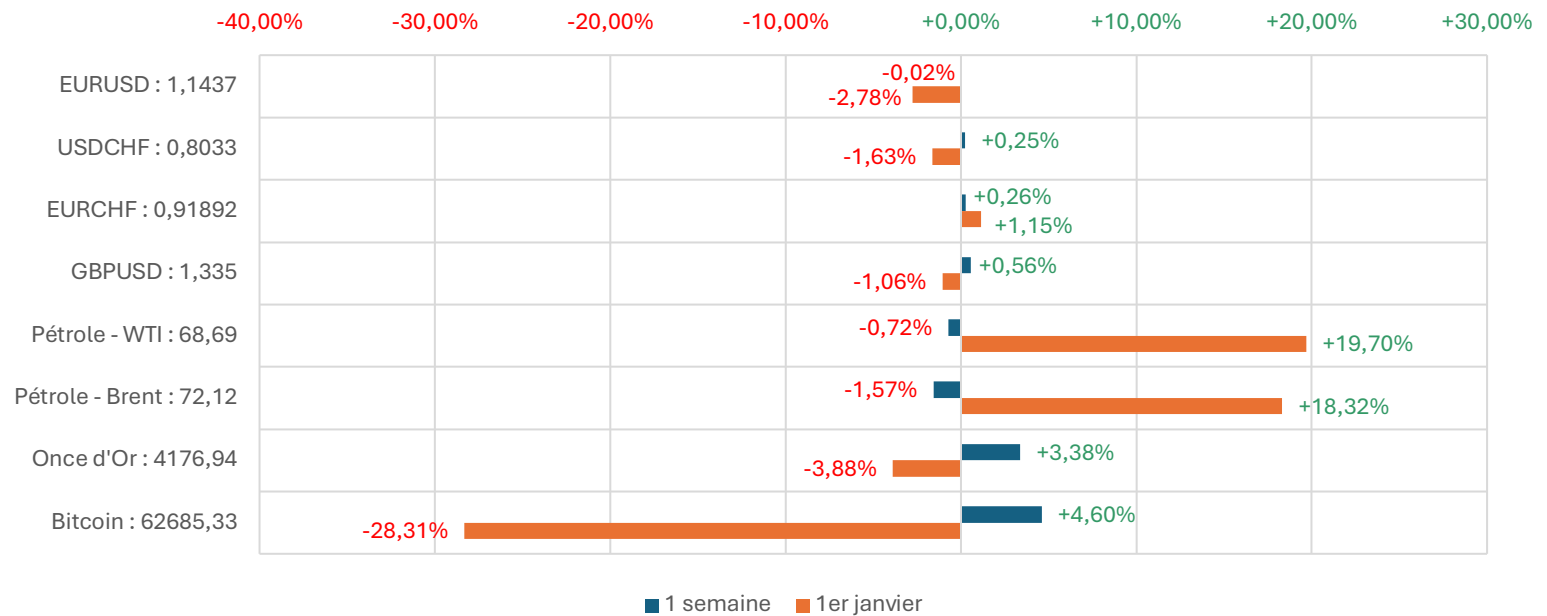
- **Les gains de productivité sont encore devant nous aux USA**, ce qui signifie :
 - Des taux réels plus hauts : en conséquence, la rigidité à la baisse des taux longs nominaux sera plus forte aux USA qu'en Europe. Cela devrait favoriser l'écartement du spread T-note/Bund sur les échéances longues.
 - La poursuite (à cet horizon) de la surperformance du marché actions US vs le marché européen
 - La poursuite de la surperformance du Hardware et des Semiconducteurs au sein de la Tech US
- **Il faut continuer à rester positionné sur la thématique de l'électrification** (en dépit d'une certaine volatilité de court terme liée aux niveaux de valorisation)
- **L'AI-flation, même si elle reste marginale, constitue une petite contrainte supplémentaire** pour Warsh, ce qui « renforce » l'hypothèse d'une hausse du taux directeur US d'ici la fin de l'année
- **L'ensemble de ces éléments devrait aussi favoriser une légère poussée à la hausse du dollar**, notamment contre euro.

Tableau de bord des marchés

ACTIONS

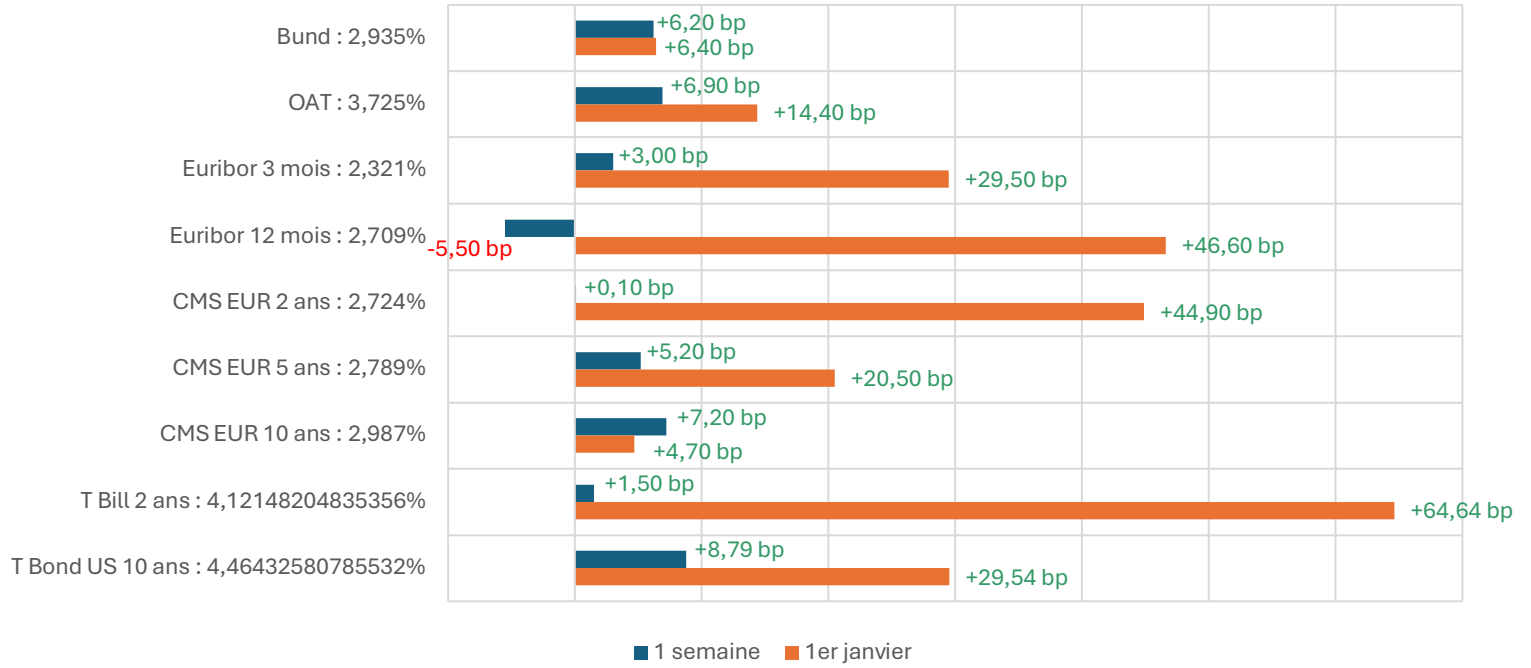


CHANGES ET MATIÈRES PREMIÈRES



TAUX D'INTÉRÊT

-10,00 bp +0,00 bp +10,00 bp +20,00 bp +30,00 bp +40,00 bp +50,00 bp +60,00 bp +70,00 bp



Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.