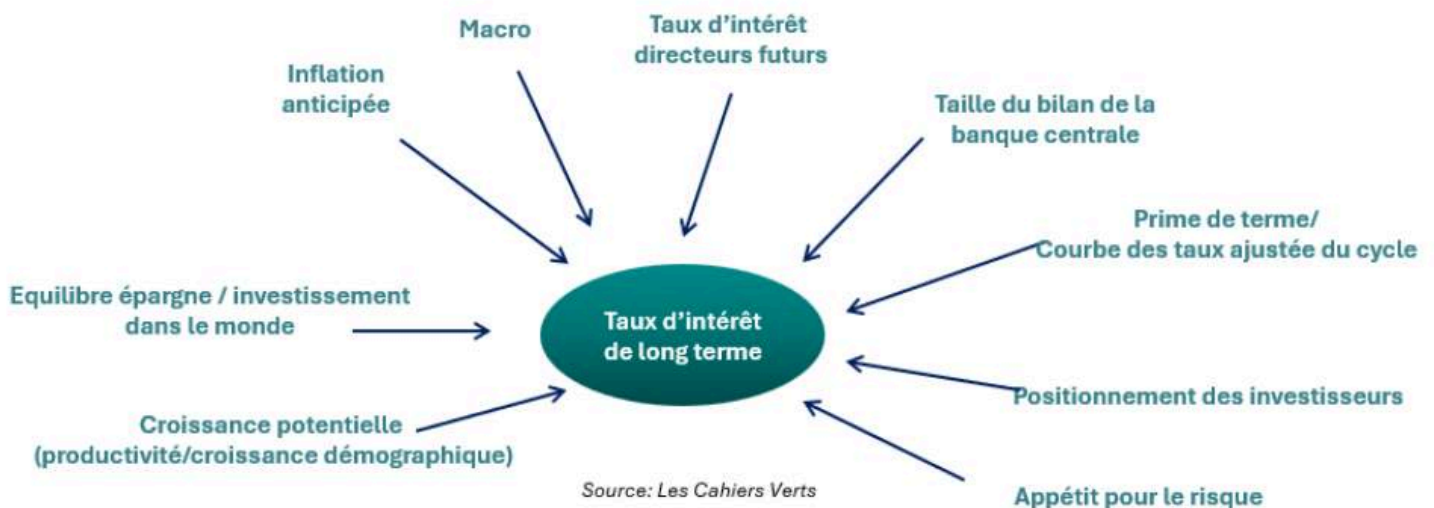


Hausse de l'inflation : faut-il craindre une poursuite de la correction obligatoire ?

Rappelons d'emblée que l'inflation n'est pas uniquement le seul déterminant des taux d'intérêt longs nominaux, ainsi que nous l'avons souligné depuis longtemps¹. Le niveau de ces derniers est déterminé par un ensemble de facteurs (cf. schéma ci-dessous) qui a des degrés divers ont tous joué un rôle dans la correction récente du marché obligataire (cf. schéma ci-dessous).



A 4,60% actuellement, le taux 10 ans américain a gagné 65bp depuis le creux qui a précédé la guerre d'Iran. La correction obligatoire s'est intensifiée au cours des 10 derniers jours (+20 bp). Cette dernière ne s'est d'ailleurs pas limitée aux USA. L'ensemble des marchés obligataires mondiaux souffre, avec des taux longs qui parfois dépassent leurs points hauts post-covid de l'automne 2023 (Allemagne, Japon, Royaume-Uni notamment)

¹ Voir par exemple notre Alerte du 18 février 2025 *Où vont les taux d'intérêt dans le monde ? Et quels impacts sur les marchés ?*

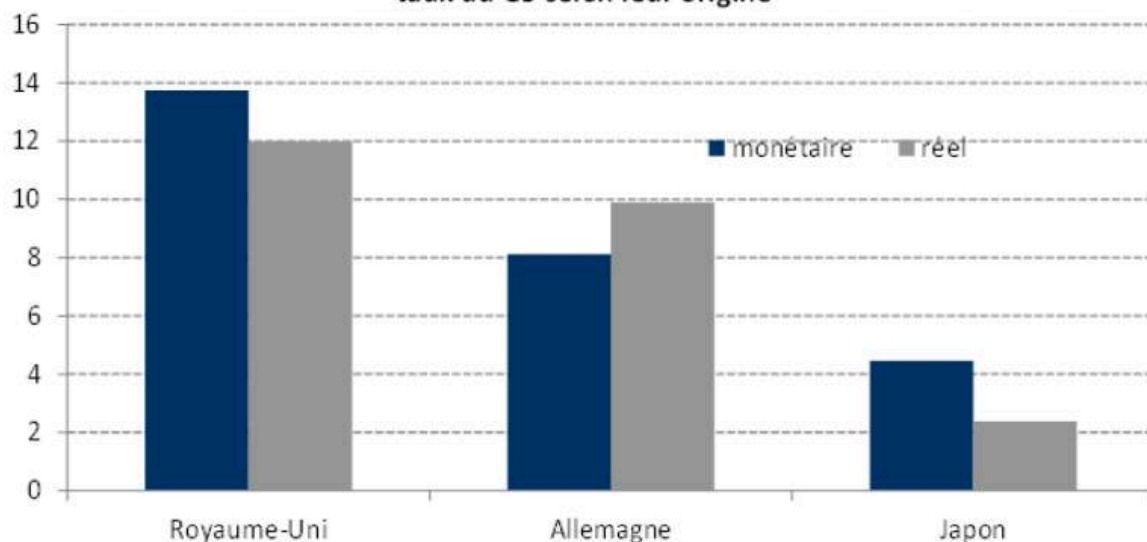
Taux souverain 10 ans : Etats-Unis, Zone Euro, Japon



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Le marché obligataire américain est, comme on le sait, leader au niveau mondial ; sa correction entraine des effets de bord négatifs sur les autres marchés obligataires (cf. graphique ci-dessous).

Effet de diffusion d'un choc de 25pb des taux longs américains sur les taux du G3 selon leur origine



Source: Datastream, Les Cahiers verts

Cette intensification récente de la hausse des taux longs a plusieurs explications, la principale étant les inquiétudes sur une reprise d'un cycle inflationniste en lien avec le choc énergétique causé par la guerre d'Iran : depuis fin février, le cours du Brent a gagné plus de 50% en dollars. Il reste d'ailleurs sous pression haussière. Les négociations semblent au point mort entre les USA et l'Iran et le cessez-le-feu (du 8 avril) semble fragile. Le transit reste faible et l'épuisement progressif des stocks fait craindre un bond des prix du pétrole en l'absence de réouverture du détroit dans les prochaines semaines.

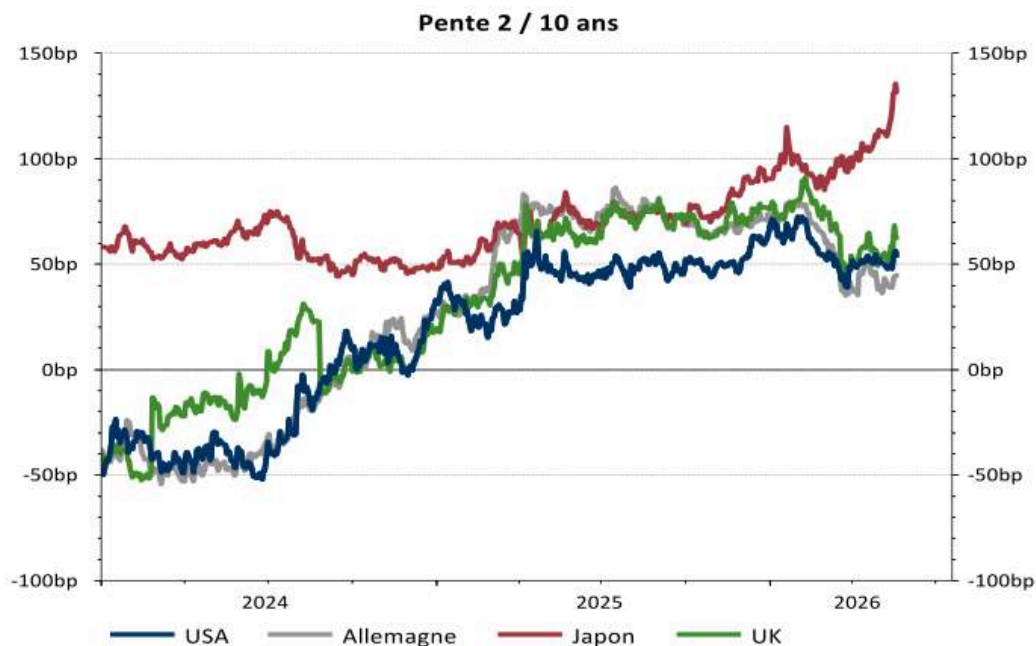
Corollaires de la remontée du risque inflationniste, les futures des taux directeurs des banques centrales se sont fortement tendus, poussant les taux courts et les taux réels à la hausse. Le taux 2 ans US est ainsi repassé au-dessus du taux objectif des Fed Funds pour la 1ère fois depuis la fin de 2022, signant la fin du « Fed put ». Certaines banques centrales occidentales ont d'ores et déjà commencé à relever leurs taux directeurs (Australie, Norvège).

Aux craintes d'inflation se sont ajoutées une remontée de l'appétit pour le risque (en avril/début mai) et une hausse des surprises macro aux USA. Sans oublier des facteurs idiosyncratiques dans certains pays :

- Au Royaume-Uni, la montée de l'incertitude politique à la suite de la défaite du parti travailliste aux élections locales du 7 mai (qui ouvre la voie à un possible départ du Premier Ministre Starmer)
- Au Japon, les craintes de dérapage budgétaire alors qu'un bras de fer est en cours sur la poursuite du resserrement monétaire entre la BoJ et la PM Takaichi.

La hausse des taux longs britanniques et surtout japonais exerce également des effets de bord négatifs sur les taux longs américains et européens. Cette tension a pu être intensifiée par les mécanismes techniques usuels (convexity hedging).

Conséquence : une translation de la courbe des taux vers le haut aux USA et en Europe, avec une pente 2-10 ans qui reste assez stable autour de 50bp et une pentification notable (bear steepening) au Japon.



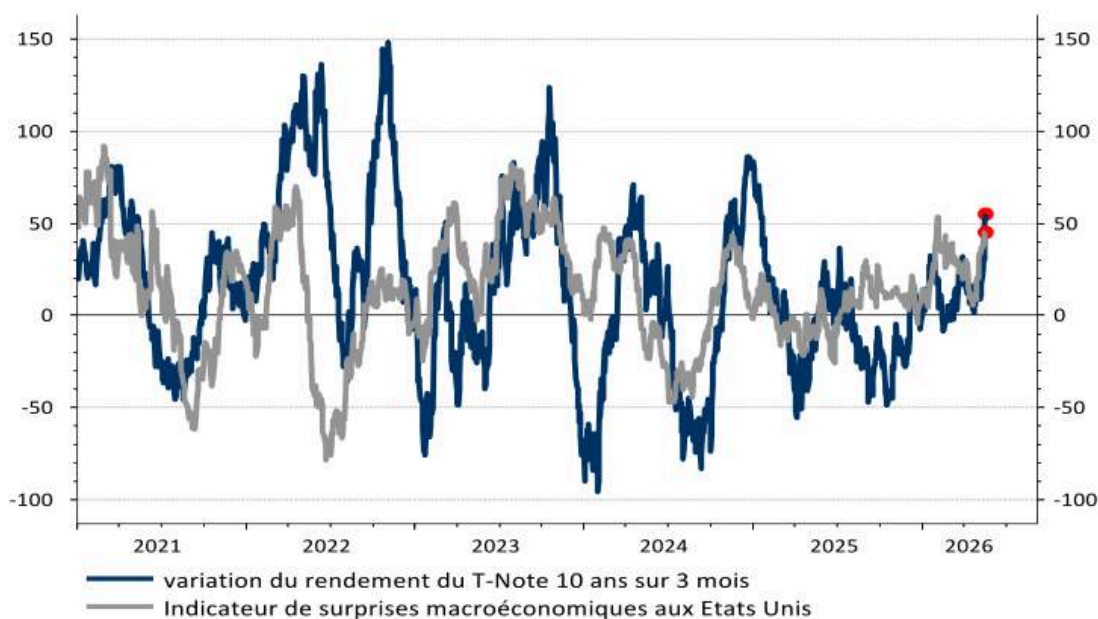
Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

A partir de là, où peuvent aller les taux longs ?

Il nous semble que, toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire sans aggravation de la situation dans le Golfe Persique, la hausse des taux longs nominaux est, pour une large part, achevée.

Soulignons d'abord que d'un point de vue conjoncturel, la hausse récente des taux longs américains est en ligne avec la dynamique macro américaine, mais largement décalée par rapport aux surprises macro en Europe (cf. graphiques ci-dessous).

USA: Indicateur de taille de surprise Citigroup et variation des taux longs

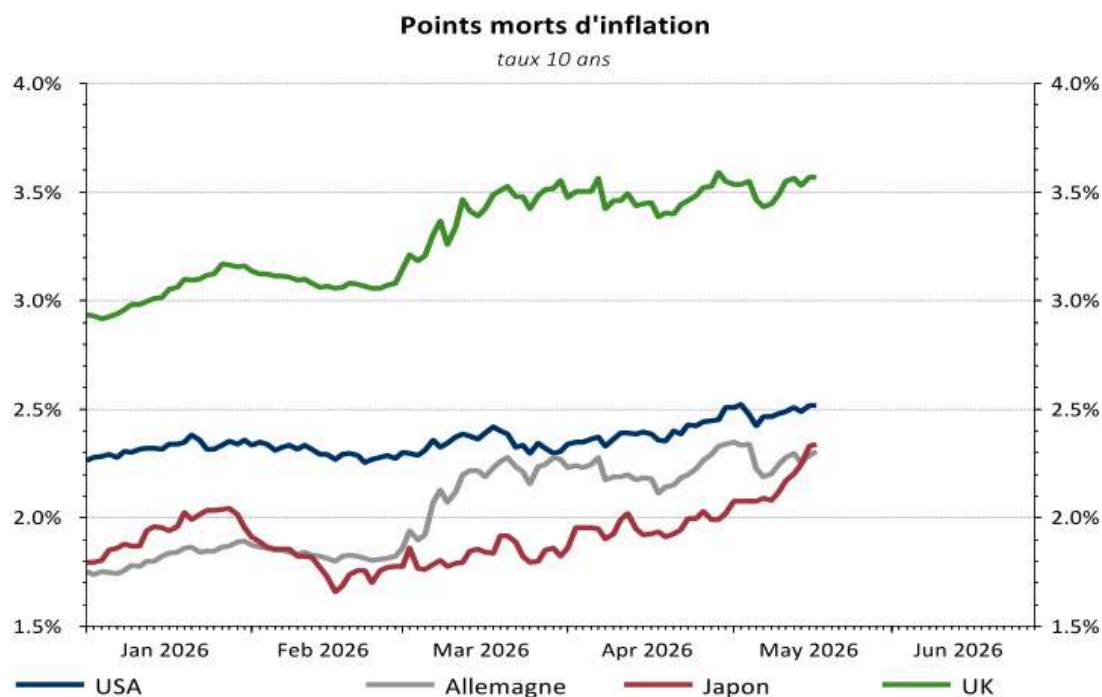


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Parallèlement, les taux réels nous semblent raisonnables aux USA et trop élevés en Europe eu égard à la croissance potentielle, beaucoup plus faible qu'on ne le pense généralement. Par ailleurs, les points morts d'inflation (autour de 2,5%) semblent cohérents avec l'inflation que l'on peut raisonnablement anticiper à horizon 3-5 ans (cf. graphique ci-dessous).

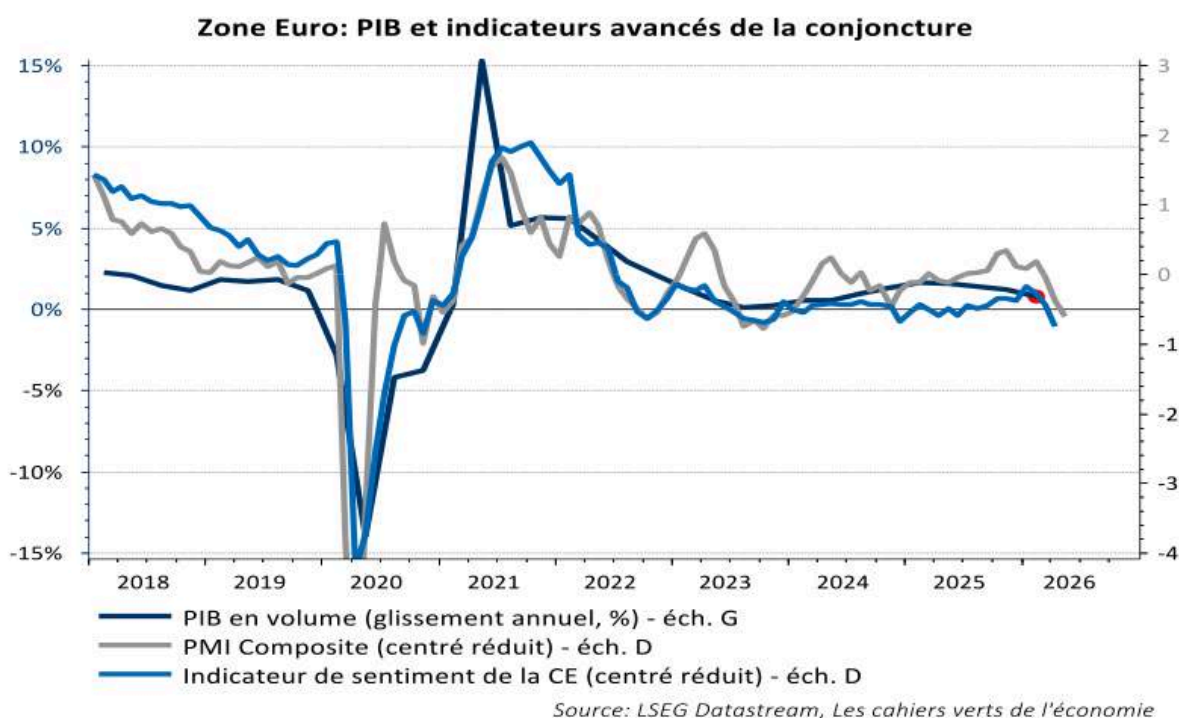


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Faut-il alors s'inquiéter d'un possible risque inflationniste qui nécessiterait un ajustement haussier supplémentaire des points morts d'inflation et des taux nominaux ?

Sûrement pas en Europe, où le risque inflationniste souligné par le dernier rapport de la Commission Européenne semble exagéré.

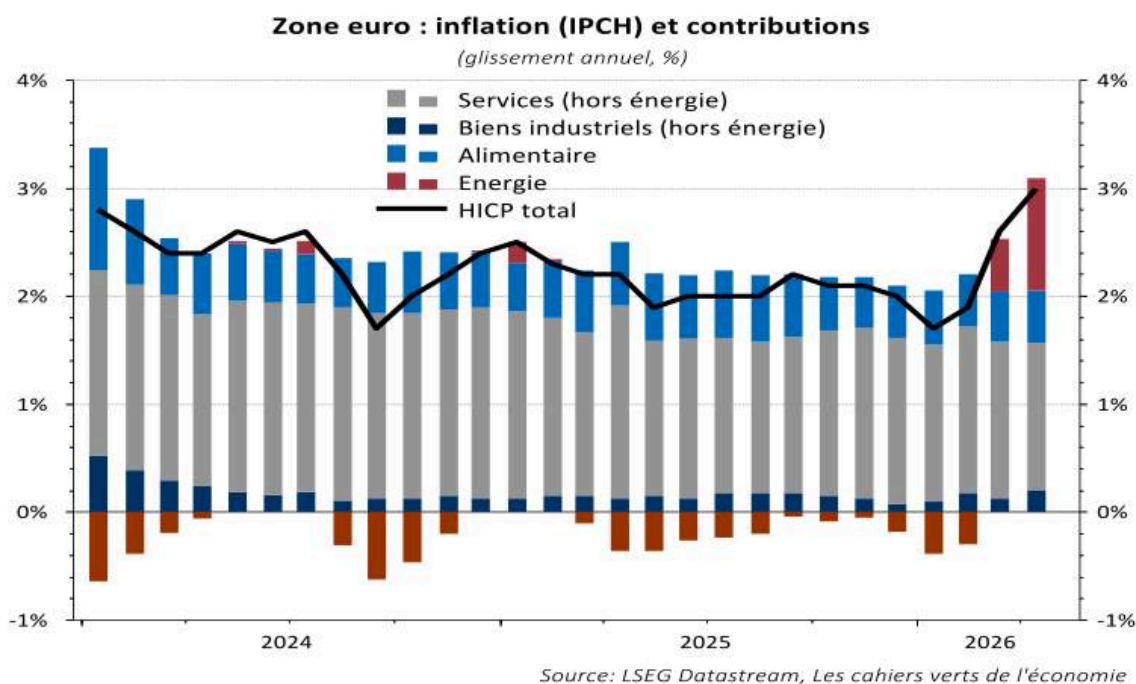
Le momentum macro qui s'annonce est particulièrement dégradé. Les indicateurs avancés de la conjoncture se sont tous retournés en baisse (notamment en France) et suggèrent une croissance proche de zéro au cours des prochains trimestres (0,6% en moyenne annuelle pour 2026) ; cf. graphique ci-dessous.



Cela reflète, outre l'impact direct de la guerre d'Iran :

- des conditions financières et des conditions de crédit dégradées (en lien avec le dogmatisme de la BCE) ;
- de nouvelles pressions commerciales de Trump ;
- une chute des intentions d'embauche (cf. infra) ;
- de faibles marges de manœuvre budgétaire pour amortir le choc énergétique.

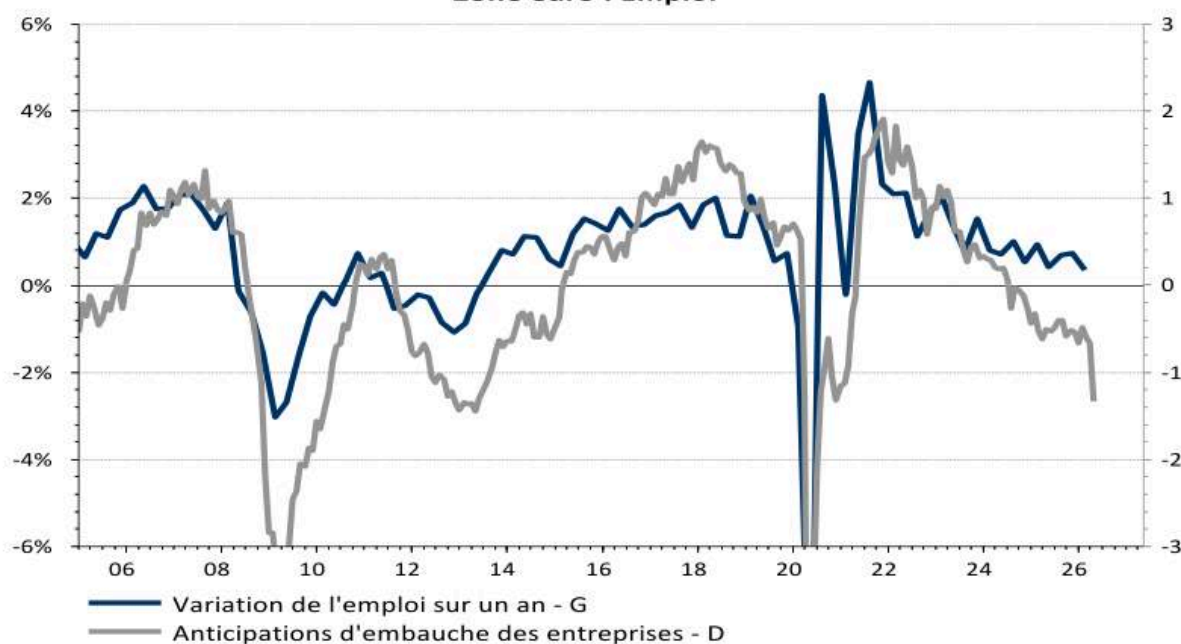
En ce qui concerne l'inflation, le niveau des prix du pétrole est d'ores et déjà reflété dans les prix à la pompe². C'est d'ailleurs la seule source d'inflation en Europe à l'heure actuelle. Hors énergie, la hausse des prix en glissement annuel aurait été de 2% en avril au lieu de 3% (cf. graphique ci-dessous).



Par ailleurs, les effets de second tour (boucle prix / salaires) seront très faibles, contrairement à 2022 : la situation du marché de l'emploi est radicalement différente, avec une offre de travail qui excède la demande des entreprises. De fait, les intentions d'embauches de la part des entreprises (cf. graphique ci-dessous) plongent depuis 2 mois et suggèrent un marché de l'emploi tout juste à l'équilibre (voire des destructions d'emplois) au cours des prochains mois.

² Modulo les ajustements apportés de façon ciblée par les gouvernements pour limiter l'impact sur le consommateur.

Zone euro : Emploi



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

C'est le cas notamment en France où le taux de chômage atteint désormais 8% au T1 2026, après 5 trimestres consécutifs de hausse.

Dans ce contexte, les hausses de salaires vont être modestes et largement inférieures à l'inflation : elles devraient s'élever à 1,6% en France en 2026 pour une inflation moyenne de 3% sur l'ensemble de l'année. Le pouvoir d'achat des salariés va baisser et peser en retour sur la croissance (moindre demande adressée aux entreprises). Cela va limiter la diffusion de la hausse des prix des hydrocarbures (plastiques, ciment, aluminium...) et celle causée par un certain nombre de pénuries (engrais, hélium, acide sulfurique...).

L'inflation sous-jacente en zone euro est d'ailleurs stable depuis un an autour de 2,2% alors que l'inflation générale a gagné 1,1 point depuis février (3% en avril).

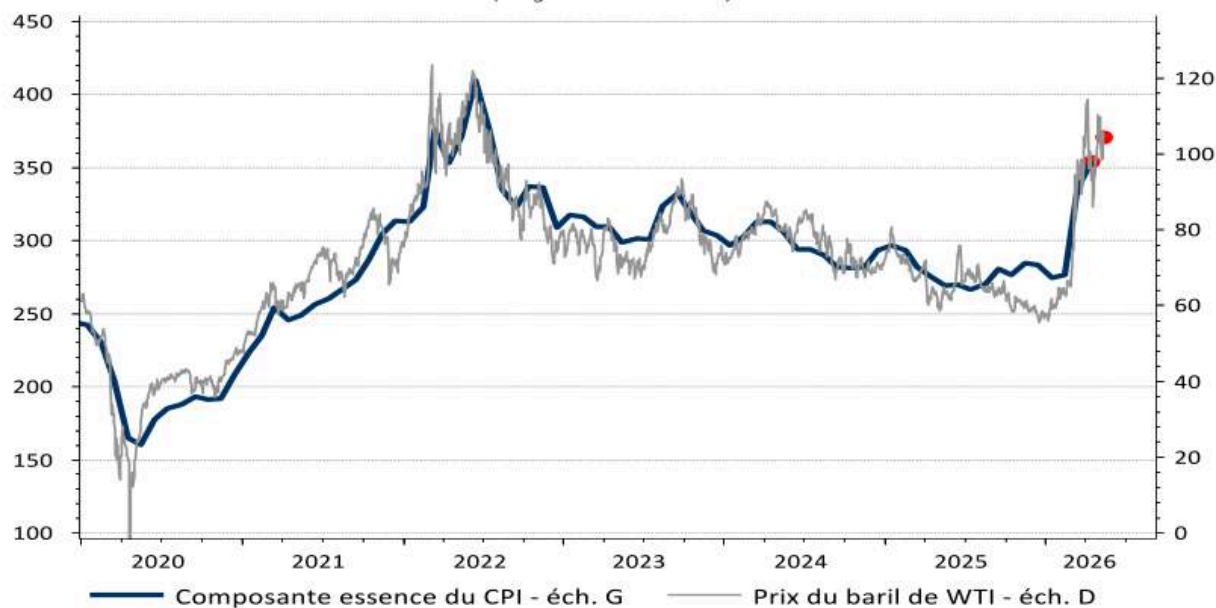
Au total, plus qu'un risque de persistance de stagflation, le risque à horizon 6-12 mois en Europe est celui d'un retour dans un scénario dépressif / récessif.

La question du risque inflationniste nous semble plus légitime aux USA dans la mesure où la croissance de l'activité y est plus forte (2,7% en glissement annuel au T1). Les derniers chiffres d'inflation outre-Atlantique ont été supérieurs aux attentes, tant les prix à la consommation que les prix à la production. Cela étant, nous faisons les réserves suivantes :

- Sauf à supposer la poursuite de la hausse des prix du pétrole, la contribution supplémentaire des prix de l'essence à la hausse de l'indice CPI devrait être faible au cours des prochains mois, ces derniers étant désormais quasiment en ligne avec ceux du pétrole (cf. graphique ci-dessous) ;

Etats-Unis - Prix de l'essence et cours du pétrole

(en glissement annuel)

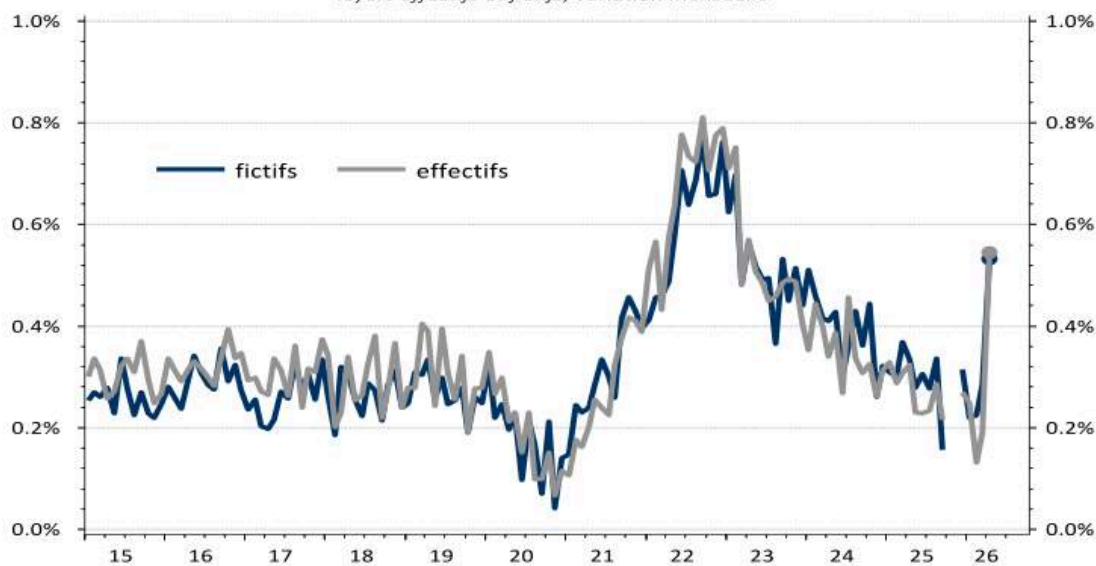


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

- La hausse de prix à la consommation en avril a été exagérée par l'ajustement post-shutdown des prix des loyers par le BLS³. Il s'agit là d'un effet « one-off » non reproductible (cf. graphique ci-dessous).

USA: Loyers résidentiels

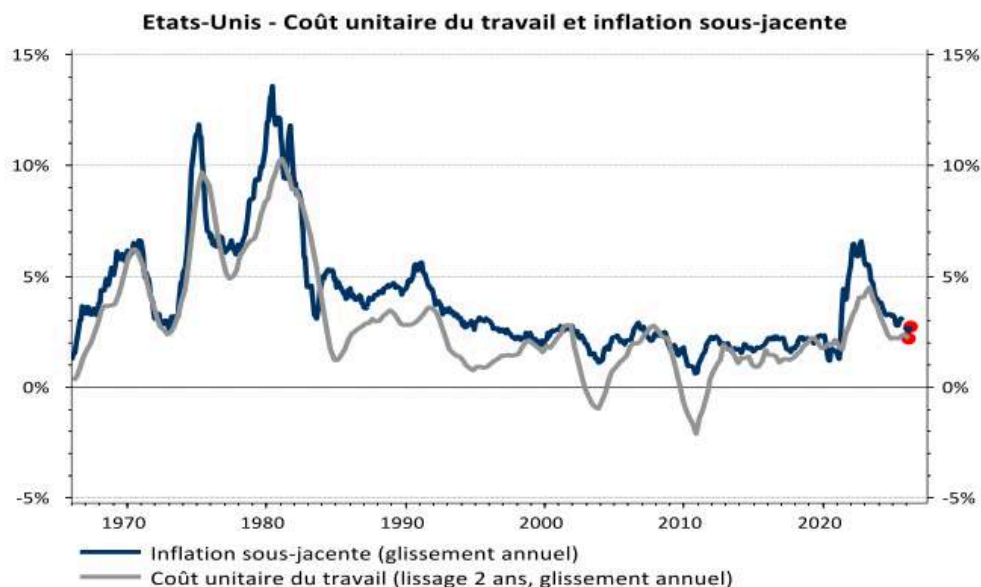
loyers effectifs et fictifs, variation mensuelle



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

³ Cet ajustement avait d'ailleurs été annoncé par le BLS à l'automne dernier, comme nous l'avions mentionné à l'époque dans nos publications d'allocation d'actifs.

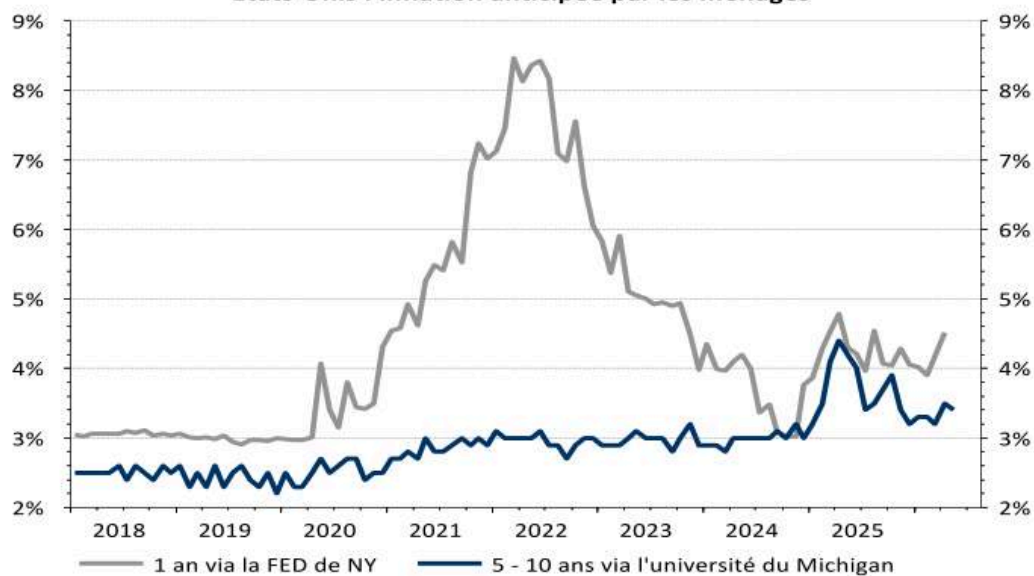
- Par ailleurs, comme en Europe, les effets de second tour devraient être très limités **outre-Atlantique**. Les salaires décélèrent du fait d'un marché de l'emploi relativement médiocre. Conjugué à la robustesse tendancielle de la productivité (+2,9% en glissement annuel au T1), cette décélération limite la hausse du coût unitaire du travail ; avec une hausse de 2,2% actuellement (cf. graphique ci-dessous), cela suggère une inflation sous-jacente assez modérée à horizon 6-12 mois.



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

- Quant aux anticipations d'inflation des ménages, elles ne montrent pas de **désancrage évident, ni aux USA ni en Europe**. Il est vrai que dans les 2 cas, elles sont remontées à 1 an, mais elles n'ont guère varié à horizon 3-5 ans, ce qui accrédite la perception d'un choc temporaire par les ménages (cf. graphiques ci-dessous) et plus généralement l'ensemble des agents économiques.

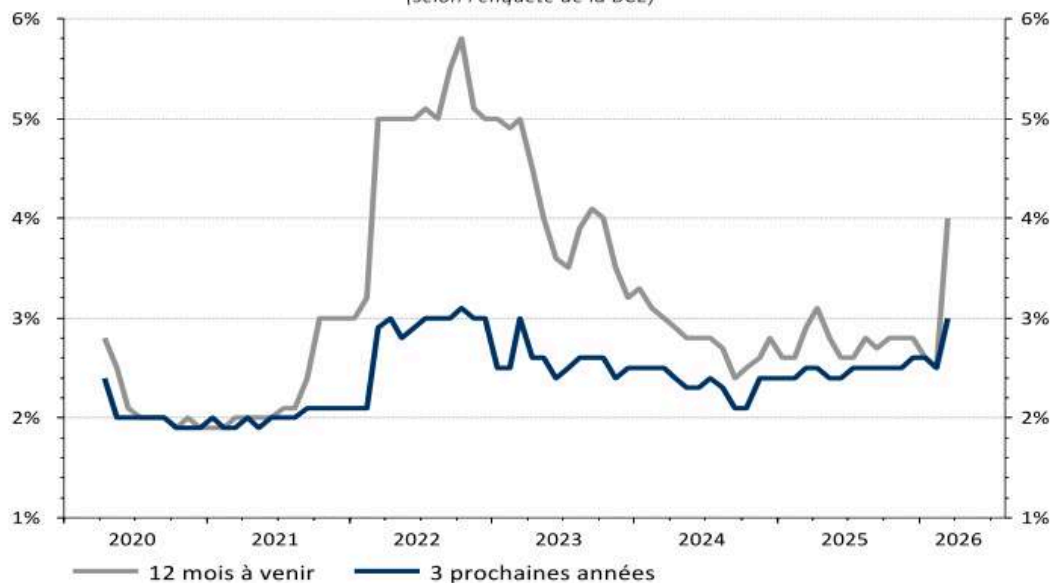
Etats-Unis : inflation anticipée par les ménages



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Zone euro : anticipations médianes d'inflation des ménages

(selon l'enquête de la BCE)

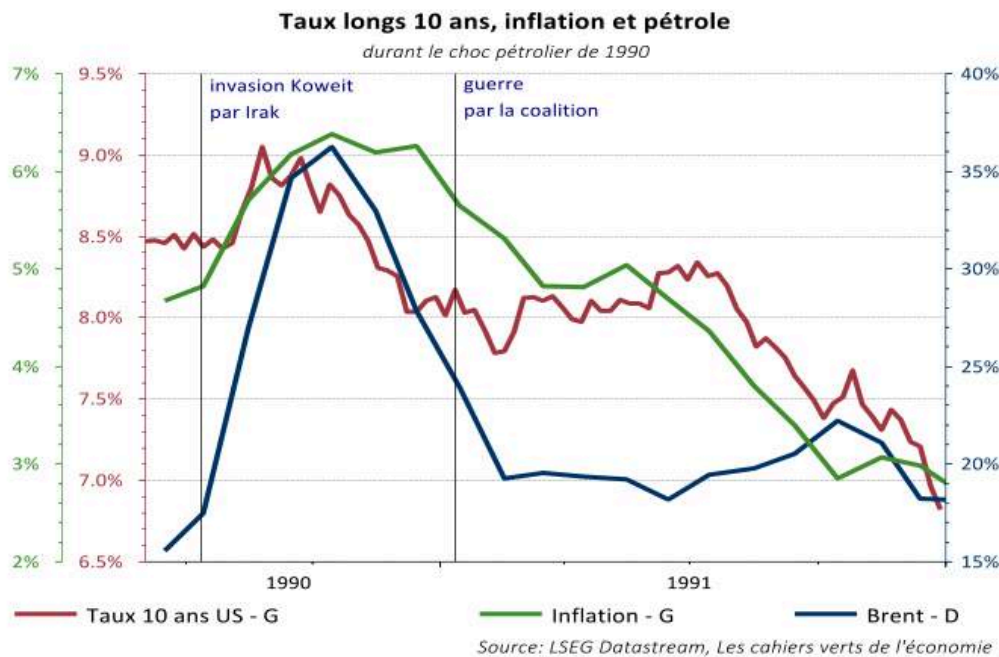


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Enfin, les surprises d'inflation restent proches de zéro : la hausse de l'inflation est pour le moment en ligne avec les anticipations des économistes (cf. graphique ci-dessous)



Au total, sous réserve d'une réouverture du détroit d'Ormuz (même partielle et chaotique) d'ici le début du S2, le pic d'inflation générale sera atteint durant l'été, à un peu moins de 3,5% en zone euro et à un peu plus de 4 % aux USA, soit nettement moins qu'en 2022. L'inflation refluera ensuite progressivement (3,5% aux USA et 2,5% en zone euro en fin d'année). Historiquement, on constate en effet que l'inflation suit assez bien l'évolution des prix du pétrole. C'est notamment ce qui s'était produit durant le 3^{ème} choc pétrolier de 1990 consécutif à l'invasion du Koweït par l'Irak (courbes bleues et vertes sur le graphique ci-dessous).



Dans ce contexte, les anticipations de politique monétaire semblent assez raisonnables pour la Fed (1 hausse pricée à horizon janvier 2027) alors qu'elles nous semblent totalement exagérées pour la BCE (1 hausse annoncée en juin et quasiment 2 hausses supplémentaires pricées pour le S2). Nous attendons une normalisation de ces anticipations au cours des prochains mois, lorsque l'affaiblissement de l'activité en Europe apparaîtra plus évident. Cela se traduira par une baisse des taux longs en Europe.

Remarquons au passage que, sauf exception, les banques centrales ne sont pas très légitimes de resserrer lorsqu'il s'agit pour l'essentiel d'un choc d'offre, la politique monétaire étant généralement inopérante dans ce cas. C'était légitime en 2022-23 car il y avait une vraie dérive inflationniste antérieure à la guerre d'Ukraine (données et anticipations) et qu'il fallait prévenir les effets de second tour sur les salaires, maintenir la crédibilité anti-inflationniste des banques centrales et garder un ancrage des anticipations à moyen terme. Mais, comme on l'a vu supra, ce n'est plus le cas actuellement.

Cela étant, il faut garder à l'esprit que le cadre structurel est moins favorable aux marchés obligataires qu'il ne l'était il y a quelques années. En particulier, les taux longs réels sont partout plus élevés en raison d'une pénurie d'épargne mondiale qui n'est pas compensée par une politique monétaire suffisamment accommodante⁴.

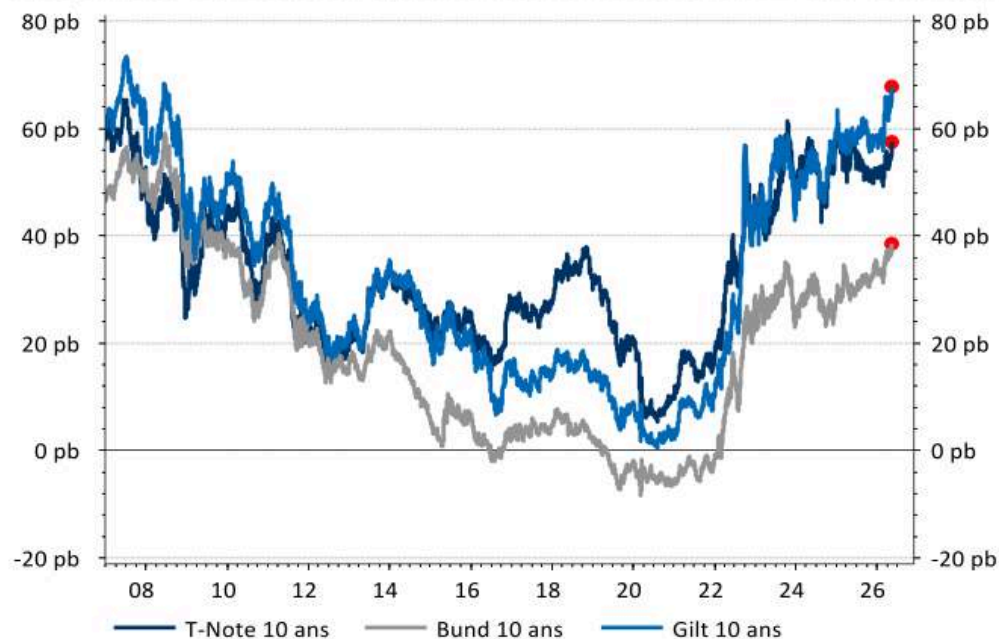
⁴ Voir l'alerte précitée

Quelles conséquences pour la macro et les marchés ?

La hausse (dans un premier temps) des taux d'intérêt et de l'inflation va peser sur l'activité, notamment sur l'investissement logement via la hausse des taux hypothécaires et la consommation des ménages via la baisse de leur pouvoir d'achat.

Dans un second temps, au début du S2, le ralentissement de l'activité l'emportera sur le risque inflationniste et détendra les marchés obligataires, tout particulièrement en Europe. Il en résultera une translation de la courbe des taux vers le bas. En particulier, la partie courte devrait voir en Europe la disparition des anticipations de hausse de taux de la BCE. C'est pourquoi dans notre allocation d'actif à 6 mois, nous sommes surpondérés sur les marchés obligataires et conseillons de reprendre un peu de duration (cf. graphique ci-dessous).

Variation des taux nécessaire pour effacer le rendement à 12 mois du coupon



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Le crédit corporate profitera de la détente des taux longs et c'est la raison pour laquelle nous le surpondérons également. Rappelons que cette classe d'actif a un peu souffert depuis la guerre d'Iran, la faiblesse des spreads de crédit n'ayant pas permis d'absorber en totalité la remontée des taux longs. Cela devrait changer au S2. Nous privilégions le crédit IG (malgré la faiblesse des spreads) au crédit HY en Europe, les spreads de crédit pouvant se décompresser à la suite d'une remontée (légère) des taux de défaut des entreprises.

Au total, notre **stratégie obligataire** repose sur les éléments suivants :

- Neutre core euro vs US en devises locales (moins de portage mais potentiel de détente plus important) ;
- Long core Govies vs périphériques ;
- Au sein de la périphérie, long Espagne, Portugal, Grèce ;
- Short dette française, belge et autrichienne ;
- Reprendre progressivement de la duration sur les Govies et le crédit IG (pic pétrole et détente progressive des taux longs au S2) ;
- Fin de la surpondération des obligations indexées ;
- Neutre dette émergente (rendement espéré pas meilleur que celui de la dette US) ;
- Surpondération du crédit IG vs HY en Europe.

Concernant les actions, la hausse des taux longs dans un premier temps puis l'affaiblissement de l'activité dans un second temps incitent à une certaine prudence à horizon 6 mois. D'une manière générale, les actions à duration longue bénéficieront de la baisse des taux longs que nous attendons au S2 en Europe, ce qui milite en faveur des « proxy bonds ». A cet égard, les staples (alimentaire & boissons) intègrent beaucoup de mauvaises nouvelles alors que leur dynamique de BPA -bien que médiocre- semble assez solide. A l'inverse, les utilities bénéficient des prix élevés de l'énergie, mais cela est déjà intégré dans les cours. La Santé bénéficierait également de la baisse des taux longs et d'une légère appréciation du dollar (baisse des anticipations sur la BCE, maintien sur la Fed).

Par ailleurs, la sous-performance assez notable du style Croissance vs Value devrait s'inverser (moindre croissance, taux longs plus bas). En particulier l'environnement deviendrait nettement moins favorable aux Bancaires. Au sein des Financières, les Assurances nous semblent un peu plus attractives.

Tableau de bord des marchés

ACTIONS



CHANGES ET MATIÈRES PREMIÈRES



TAUX D'INTÉRÊT

-30,00 bp -20,00 bp -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.