

SOMMAIRE

- 3 Consultation
- 4-20 Dossier : Inflation
 - 4 Les questions de l'investisseur
 - 6 Du premier choc pétrolier à la transition énergétique
 - 9 L'inflation signe son grand retour
 - 12 Inflation et grand écart des banques centrales
 - 14 Un changement de régime en matière d'inflation
 - 17 Les conflits de répartition au cœur de l'inflation
 - 19 Quelle attitude face au risque de stagflation ?
- 23-25 Bonnes feuilles
Prix Turgot
- 27 "C'est dit, c'est écrit"
- 28-30 Vie de l'association

L'Af2i

Association française des investisseurs institutionnels
36, rue de l'Arcade - 75008 PARIS
Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901
Agrément n°00155634 délivré le 26/07/02 à Paris

CONTACTS

Hubert Rodarie, Président
Éric Sidot, Délégué général
Christelle Pattegay, Office Manager
Camille Scelles, Responsable communication

af2i@af2i.org
www.af2i.org
Tél. +33 (0)1 42 96 25 36
Fax +33 (0)1 73 76 63 95

 Suivez-nous sur LinkedIn :
[af2i-association-francaise-des-investisseurs-institutionnels](https://www.linkedin.com/company/af2i-association-francaise-des-investisseurs-institutionnels)

Entre nœuds et boucles

Hubert Rodarie, Président de l'Af2i



©Nathalie Oundjian

Début octobre 2020, il y a deux ans, les intervenants du Club de Prospective de l'Af2i avaient réfléchi aux conséquences du confinement subi par nos économies déjà embourbées depuis la crise de 2008. Tous avaient anticipé une nouvelle couche de dettes qui viendrait s'ajouter à des bilans publics et privés déjà largement chargés.

Certes, cette prévision était facile car, depuis le « put de Greenspan » en 2003, la réponse des autorités, face aux crises boursières, financières, étatiques et maintenant sanitaires, est la socialisation des pertes. Le discours, les moyens ou les chemins varient mais cette socialisation aboutit logiquement à toujours plus de dettes notamment publiques.

Depuis 20 ans ce remède a été utilisé de façon de plus en plus massive. Pourquoi ? L'image du drogué vient certes à l'esprit : il en faut toujours plus. Mais surtout au vu des évènements, de façon pragmatique dira-t-on, la conviction s'est renforcée que ce remède d'une part n'avait pas d'inconvénient majeur et d'autre part qu'il n'avait pas non plus de limite. Après le « *what ever it takes* » de M. Draghi en 2012 et le « *quoi qu'il en coûte* » de 2020 des autorités françaises, les politiques ont cru avoir trouvé la solution « magique » dans l'émission monétaire qui pouvait soutenir la capacité de porter des dettes toujours

plus élevées. La BCE, comme ses homologues, est donc devenue centrale non seulement pour le secteur bancaire mais aussi pour l'action publique.

Dans toutes les situations décrites alors, reprise plus ou moins fortes, récessions, plans de relance, normalisation de politiques monétaires, il était facile d'identifier des incompatibilités et des contradictions dans les voies et les moyens pour revenir à des fondamentaux économiques considérés comme plus sains et donc plus durables. Il y a donc des nœuds qui ont bloqué et qui bloquent toutes évolutions significatives. Bien sûr l'inflation fut évoquée. Mais, à l'époque beaucoup voulait la voir comme un moyen indolore, une sorte de coefficient technique, pour réduire les passifs financiers. D'autres furent plus incisifs en rappelant que l'inflation est une séquence dangereuse pour la société et qu'il serait prudent de ne pas la souhaiter et encore plus qu'il faudrait la combattre. Mais maintenant l'inflation est là. Le paysage a changé. Ce qui était potentiel et attendu par les « friedmaniens » ou négligé par la plupart des observateurs, s'est imposé. Après les nœuds, ce sont les boucles qui menacent, notamment celle des prix et des salaires.

« *Time to change* » fut le thème en mars 2022 de notre manifestation très réussie à Deauville. Le changement attendu était

dans des perspectives d'investissement responsable.

Time to change pourrait être aussi le titre de ce numéro principalement consacré à l'inflation. Il est une incitation au changement car nous devrions connaître des ruptures de tendances pourtant solidement établies. Et ces ruptures vont remettre en cause nombre de pratiques et d'outils. Il faut s'y préparer. L'irréversibilité des évolutions va dominer et non le retour aux situations antérieures.

Aussi, dans ce numéro, nous avons essayé de rassembler des contributions diverses. Vous y trouverez les interrogations d'un investisseur, des visions sur longue période depuis le choc pétrolier, la description des dilemmes des banques centrales, des essais de qualification des phénomènes... Merci à tous les auteurs car ce sujet est déjà difficile, et de plus écrire est périlleux après cette longue période d'in-

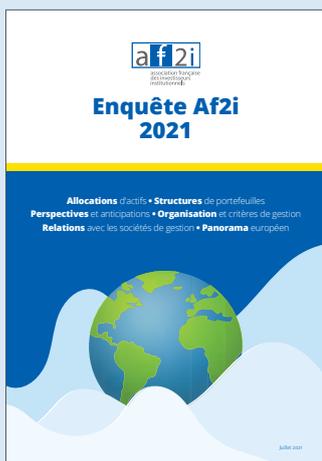
flation basse. Sous l'angle des ruptures à venir, regardez celui de Denis Ferrand, DG de REXECODE, il a choisi de traiter l'inflation comme conflit de répartition. La coopération facilite l'installation de tendances (c'est ce que nous avons vécu dans la globalisation). Le conflit rebat les cartes, et pas seulement sur le plan géopolitique comme on peut le vivre avec la Russie. Le conflit crée souvent de l'irréversible et marque la fin d'évolutions.

Analyser l'inflation sous l'angle du conflit est donc nécessaire. Certes l'inflation pourra connaître des variations sensibles : tensions aujourd'hui, ralentissement après, puis redémarrage éventuellement... comme ce fut le cas dans la période des années 1960-1970. Mais, la diffusion de niveaux de prix très différents affectera durablement des relations entre agents économiques que l'on croit pourtant bien établies dans les périodes de stabilité.

L'interventionnisme étatique toujours prompt peut avoir des effets-retour désagréables, etc. En France, les institutionnels sont bien placés pour trouver dans leurs comptabilités les effets de certains blocages.

Quoi qu'il en soit, quelles que soient nos opinions et nos diagnostics, cette analyse remet en mémoire que l'économie est toujours une économie politique. Les organisations, les tendances qu'elles impulsent affectent les conditions de vies de personnes humaines qui peuvent alors réagir en dehors du seul champ économique. De fait, il n'y a pas d'organisation durable sans adhésion des personnes. C'est une vérité qu'il faut se rappeler, qu'on soit aux manettes ou non, et qui, somme toute, donne à tous l'espoir de pouvoir influencer sur son destin. ●

NOS PUBLICATIONS VOUS INTÉRESSENT ?



Enquête Af2i 2021
(juillet 2021)



Institutionnels n°64
(Décembre 2021)



Institutionnels n°65
(Mars 2022)



Bankers, Markets & Investors n°165
(juin 2021)

- Dossier Club de Prospective de l'Af2i

- Numéro spécial

- Numéro spécial "Bond Factors Investing"

Articles présentés lors de la Matinée Af2i de la Recherche Académique du 14 septembre 2021

Pour commander ces publications, rendez-vous sur le site Internet de l'Af2i : www.af2i.org rubrique "Publications" ou sur le site de Bankers, Markets & Investors : www.journalska.com/index.php/bmi

CONSULTATION

Remarques sur le rapport Perrier (mars 2022) et ses propositions

Le rapport Perrier a été remis au Ministre de l'Économie. Résultat d'une large consultation auprès des acteurs de la Place, à laquelle a participé l'Af2i, il avait pour but de proposer des dispositions pour faire de Paris la place de référence de la finance climat. Le texte du rapport a été analysé par l'Af2i et notamment la commission Investissement Responsable présidée par Joël Prohin. Cette analyse a été transmise aux rédacteurs. Les points principaux relevés par la commission IR sont les suivants :

L'Af2i :

- soutient l'institution d'une taxe carbone européenne qui doit avoir pour contrepartie un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières ; elle appelle à une réflexion sur le cumul des fiscalités traditionnelles et carbone selon les produits ;
- est en ligne avec l'appel à des critères de rentabilité du capital cohérents avec les transformations nécessaires dans le cadre de référence de la politique monétaire appliquée ;
- interprète également la taxonomie de façon dynamique en souhaitant un élargissement de la taxonomie à toute entreprise ayant une trajectoire validée et crédible en ligne avec l'Accord de Paris, en particulier, en tenant compte des récents événements, épidémies et conflits à haute intensité, il sera nécessaire de traiter le cas des entreprises dont l'activité entre dans le cadre stratégique européen dans les secteurs alimentation, santé, énergie et défense ;
- accueille avec réserve la volonté d'imposer des notations combinées avec une « harmonisation » (normalisation) des analyses ; ce choix doit rester celui du gérant/investisseur ;
- soutient Paris EuroPlace dans sa volonté de positionner la place financière de Paris en tête des places financières européennes et mondiales, tout en étant attentive à ne pas déconnecter la place parisienne des évolutions au niveau européen, qui est un échelon souvent plus pertinent pour faire avancer les sujets de transition et pour orienter les évolutions réglementaires et stratégiques.

DOSSIER INFLATION

LES QUESTIONS DE L'INVESTISSEUR



MARIE-PIERRE RIPERT
RESPONSABLE DES
ÉTUDES ÉCONOMIQUES,
GROUPE SMA

Vers un régime d'inflation plus élevé ?

L'inflation, définie comme une hausse généralisée des prix qui s'auto-entretient, a resurgi après une longue période d'absence dans les grandes économies développées. En effet, les taux d'inflation américain et européen ont dépassé 8 %, des niveaux plus connus depuis les années 1970 et le début des années 1980. Cette résurgence de l'inflation s'explique non seulement par des chocs d'offre (prix des matières premières, désorganisation des chaînes de valeur, ...) mais aussi par des chocs de demande favorisés par un *policy mix* trop expansionniste (stimulus budgétaires notamment américains et politiques monétaires ultra accommodantes). Ainsi, la poussée inflationniste actuelle se caractérise par une hausse généralisée des prix qui commence à s'auto-entretenir via la diffusion aux salaires et aux anticipations d'inflation des agents économiques et non par un choc inflationniste transitoire défini par une hausse des prix relatifs liée à un choc spécifique sectoriel. La diffusion est toutefois plus marquée à ce stade aux États-Unis que dans la zone euro. Le point d'atterrissage des taux d'inflation à partir de 2023 dépendra en partie des politiques économiques menées mais devrait être plus élevé qu'avant la crise sanitaire.

En effet, à plus ou moins moyen terme, des transformations majeures de l'économie mondiale, renforcées par la crise du Covid et la guerre en Ukraine, suggèrent un changement du régime d'inflation comparé à celui qui prévalait avant-crise, car les tendances désinflationnistes structurelles qui ont prévalu lors de la dernière décennie pourraient disparaître. Le tassement de la mondialisation qui pourrait résulter de la remise en cause des chaînes de valeur et de la volonté de relocaliser certaines productions stratégiques va impliquer une hausse des prix dans les pays développés qui ont bénéficié pendant deux décennies de la faiblesse des coûts de production dans les pays émergents. De plus, le déclin démographique chinois va mettre fin à la forte désinflation provoquée par l'émergence de la Chine et son entrée dans l'OMC (2001)

qui avaient fortement augmenté le réservoir de main d'œuvre.

En outre, la Chine fait évoluer ses politiques en cherchant à renforcer son autonomie (« *dual circulation* ») et à améliorer la qualité de sa croissance en limitant les inégalités (« *common prosperity* ») suggérant que la priorité ne devrait plus être donnée aux politiques mercantilistes reposant sur les exportations et le maintien d'un taux de change sous-évalué. Par ailleurs, la transition écologique devrait impliquer une forte hausse du prix du carbone dans les années qui viennent pour inciter à la décarbonation des économies. Le développement massif des énergies renouvelables devrait également générer des pressions haussières sur les prix de certaines matières premières (métaux rares). Cette transition va en outre nécessiter des investissements publics importants suggérant le maintien de déficits publics vraisemblablement plus élevés qu'avant-crise. Par ailleurs, un certain rééquilibrage du partage de la valeur ajoutée, qui s'était déformé en faveur des profits au cours des deux dernières décennies, n'est pas exclu étant donné le mécontentement croissant des populations face aux inégalités. Enfin, l'Allemagne, face à l'affaiblissement de son modèle de croissance, pourrait adopter des politiques moins désinflationnistes et plus coopératives vis-à-vis de ses partenaires européens.

Ainsi, les taux d'inflation pourraient être durablement plus élevés qu'avant-crise et potentiellement dépasser la cible des banques centrales (2 %) dans les années qui viennent, marquant une rupture avec la décennie passée.

Quelles implications pour les banques centrales ?

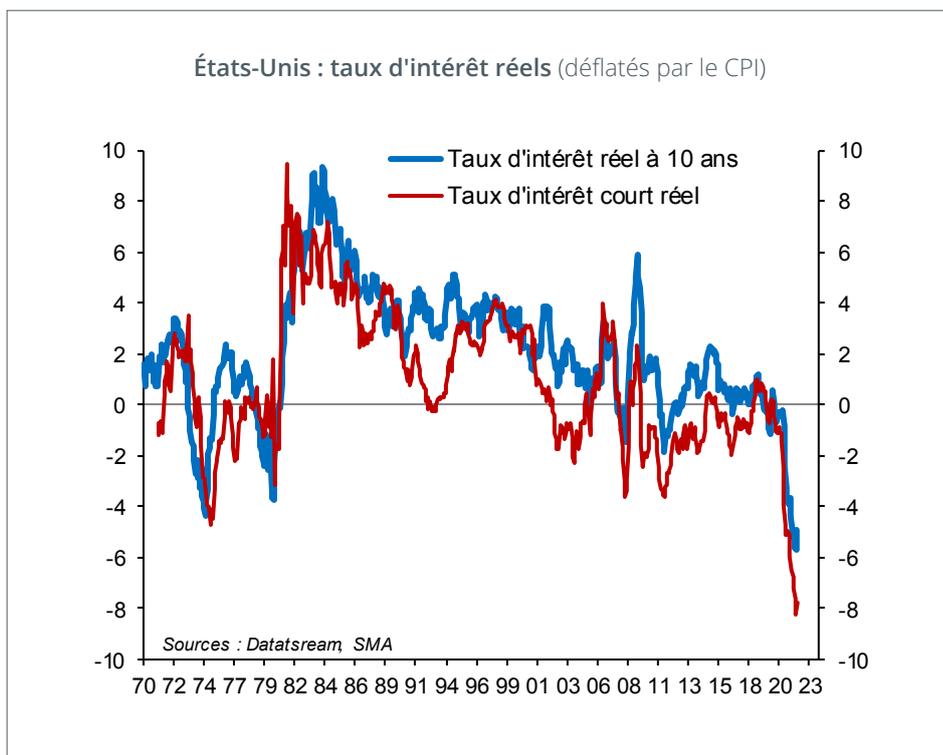
Évoluant dans un environnement désinflationniste depuis plusieurs décennies et conformément à leur nouvelle stratégie monétaire, les banques centrales n'ont pas réagi à un choc de prix qu'elles considéraient comme transitoire alors qu'elles auraient dû commencer à normaliser leur politique monétaire ultra expansionniste dès 2021, surtout

aux États-Unis où l'inflation s'était déjà diffusée dans l'économie en raison d'un choc de demande plus important.

Comme dans les années 1970, la Fed a considéré la hausse de l'inflation comme transitoire, liée à une succession de chocs d'offre auxquels elle n'est pas censée sur-réagir, minimisant le rôle de la stimulation budgétaire dans le développement de l'inflation. De plus, le changement de stratégie de politique monétaire (adopté en août 2020) lui permettait d'accepter une inflation plus élevée si cette dernière avait été plus faible précédemment, légitimant le *statu quo*. Comme dans les années 1970, la Fed est donc aujourd'hui « *behind the curve* ». Tardant à adapter sa politique monétaire alors que les taux longs incorporent déjà une prime inflation, les taux courts réels (déflatés par le CPI) ont diminué plus fortement que les taux longs réels.

Face à la persistance de l'inflation à un niveau très élevé et à sa diffusion progressive dans les anticipations des agents, les banques centrales ont finalement commencé à retirer leur soutien monétaire et accélèrent désormais leur resserrement. Se pose alors la question de la capacité des banques centrales de normaliser voire de rendre restrictives leurs politiques monétaires à court terme mais aussi à plus moyen terme.

À court terme, la Fed et la BCE souhaitent *a minima* « normaliser » leur politique monétaire pour la rendre neutre, c'est-à-dire porter leur taux directeur à un niveau équivalent au taux d'intérêt qu'elles considèrent comme « neutre ». Mais cette volonté pourrait rencontrer un certain nombre d'écueils. En premier lieu, il n'est pas trivial d'avoir une idée précise du taux neutre, concept théorique a priori défini comme le taux qui stabilise la croissance et/ou l'inflation mais qui n'est pas observable. Le pilotage précis de la politique monétaire n'est donc pas simple. De plus, la normalisation ne sera peut-être pas suffisante pour ramener l'inflation vers la cible, notamment aux États-Unis où



la diffusion des hausses de prix est plus importante que dans la zone euro. En théorie, si elles veulent lutter contre l'inflation, les banques centrales devraient rendre leur politique restrictive mais au risque de provoquer une récession et/ou une crise financière. En pratique, prendront-elles ce risque ou accepteront-elles une inflation plus élevée mettant en jeu leur crédibilité ?

À plus moyen terme, un changement du régime d'inflation devrait en théorie sonner la fin des politiques monétaires très accommodantes menées au cours de la dernière décennie, qui avaient été légitimées par une inflation inférieure aux cibles des banques centrales. Face à la faiblesse de la croissance et de l'inflation, le seul moyen de rendre les dettes soutenables était de maintenir les taux d'intérêt nominaux à un faible niveau de façon à ce que les taux d'intérêt réels restent inférieurs à la croissance économique. Ces politiques ont eu de nombreux effets collatéraux négatifs : bulles sur les prix des actifs, inégalités, investissements non rentables, répression financière...

Les banques centrales auront-elles la capacité de sortir durablement de ces politiques sans provoquer de désordres économiques et financiers étant donné les niveaux de dette élevés supportés par les agents économiques à travers le monde ? Pourront-elles ainsi sortir de la dominante budgétaire à laquelle elles sont soumises ? Peuvent-elles limiter la hausse des taux d'intérêt réels jugée nécessaire pour permettre de stabiliser les dettes. Dans la zone euro, la BCE pourra-t-elle intégrer la contrainte supplémentaire de ne pas accroître la fragmentation des marchés déjà observée depuis 2011. Et, l'alternative, solution proposée par certains économistes, accepter un taux d'inflation plus élevé et/ou modifier la cible, est-elle envisageable au regard du risque de perte de crédibilité ?

L'adaptation des politiques monétaires au nouvel environnement inflationniste qui se profile sera donc complexe et risquée. ●

DOSSIER INFLATION

DU PREMIER CHOC PÉTROLIER À LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE



PHILIPPE WAECHTER
DIRECTEUR DE
LA RECHERCHE
ÉCONOMIQUE CHEZ
OSTRUM ASSET
MANAGEMENT

Chacun imaginait l'inflation comme un combat d'un autre temps. Depuis le milieu des années 1980, l'hydre n'était plus une menace dans les pays développés. En France, par exemple, le taux d'inflation moyen, de janvier 1985 à décembre 2019, est de 1,8 %. Ce chiffre est très proche de celui de 2 % défini par les banques centrales comme reflétant la stabilité des prix. Les éventuelles fluctuations des prix à la consommation ne traduisaient que des mouvements de grande ampleur du prix du pétrole. Le fonctionnement des économies était tel qu'un choc sur le prix de l'énergie ne se propageait pas au reste de l'économie et notamment pas aux salaires. En conséquence, le taux d'inflation sous-jacent, celui qui exclut le prix de l'énergie et des biens alimentaires a été réduit et sans fluctuations importantes.

La leçon du premier choc pétrolier de 1973-1974

À cette époque, et afin de limiter les pertes de pouvoir d'achat, plusieurs gouvernements, en France mais aussi aux US et en Grande Bretagne, ont mis en place des modes d'indexation des salaires sur les prix. Ce mécanisme avait alors engendré une persistance de l'inflation. En France, de 1973 à 1982, le taux d'inflation moyen est de 11 %. La hausse des prix provoque une progression des salaires. Dans une économie en transformation, cela se traduisait par le pincement des marges des entreprises et la nécessité d'augmenter les prix pour s'adapter au nouvel environnement énergétique. La boucle produisait de l'inflation élevée.

Pourquoi lutter contre l'inflation ?

Cette volonté de limiter l'évolution des prix à la consommation traduit deux types d'analyse. Un taux d'inflation élevé brouille l'horizon économique. Il est plus difficile de se projeter vers l'avant s'il y a une incertitude sur le prix faits par les fournisseurs ou sur les prix de vente. Un taux d'inflation élevé augmente la volatilité des prix les uns par rapport aux autres et c'est donc une source d'incertitude. L'autre point d'analyse porte sur les conséquences

en termes d'inégalités. Dans une période d'inflation forte, les modes d'indexation des contrats n'étant pas les mêmes, l'inflation a un effet redistributif important au risque de créer de fortes inégalités.

Volcker, Delors et le retour à un taux d'inflation normalisé

Le charme de l'inflation élevée a été vite épuisé et au début des années 1980, la politique économique change radicalement face à la dérive des prix.

En mars 1983, Jacques Delors, alors ministre de l'Économie, prend toute une série de mesures de rigueur. En raison d'un taux d'inflation beaucoup plus élevé qu'en Allemagne, le franc a dévalué 3 fois depuis l'arrivée de François Mitterrand à l'Élysée. L'inflation est trop élevée et la relance de 1981 n'a pas eu les effets positifs attendus. L'économie française est fragilisée. La viabilité du tout nouveau Système Monétaire Européen est discutée. Le président français prendra la décision de rester dans le SME contraignant l'économie française, à adopter une stratégie plus proche de celle de l'Allemagne. Le couple franco-allemand sans lequel le SME ne pouvait fonctionner est devenu alors bancal, la France apparaissant comme suiveur des orientations allemandes.

Aux États-Unis, la *Federal Reserve*, sous l'impulsion de Paul Volcker, doit fortement remonter son taux d'intérêt de référence pour stopper l'inflation. L'économie plonge alors dans une récession qui sera considérée alors comme la plus dévastatrice de l'après-guerre.

Le choix des banques centrales face à l'inflation actuelle

Face à la résurgence de l'inflation, et fort des expériences passées, les banquiers centraux doivent donc arbitrer.

- Ils peuvent lutter immédiatement contre la hausse des prix pour éviter qu'elle ne s'inscrive dans la durée même si c'est au prix d'un ralentissement de l'activité courante.
- Ils peuvent laisser l'inflation s'inscrire dans la durée avec les effets négatifs déjà évoqués et certainement la nécessité de mesures brutales pour stopper la dérive nominale.

Ils ont choisi la première branche de l'alternative. La Fed a déjà commencé à durcir le ton et la BCE a signalé qu'elle le ferait dès cet été. C'est la Banque d'Angleterre qui a été la plus franche. Lors de sa réunion du 5 mai 2022, elle a clairement indiqué que sa politique monétaire restrictive pourrait se traduire par un repli de l'activité.

L'inflation n'a pas toujours été perçue comme persistante

Si aujourd'hui l'arbitrage apparaît clair, cela n'a pas toujours été le cas.

Lorsque l'inflation accélère au printemps 2021, elle résulte d'une progression brutale de la demande de biens (les services sont encore soumis à des restrictions) qui provient de la levée des contraintes sanitaires dans la plupart des pays développés. Mais elle est surtout la conséquence de la relance américaine qui offre 400 mds de dollars aux ménages modestes. Face à cette demande, l'offre n'est pas prête. Ce déséquilibre qui se traduit par des délais de livraison à rallonge et des pénuries



© AdobeStock.com

se traduit *in fine* par des hausses de prix considérables. La hausse de la demande a provoqué, parallèlement, une progression rapide des prix du pétrole et des matières premières.

Un déséquilibre avec une offre qui tarde à s'adapter à la demande peut provoquer une inflation temporaire

L'inflation doit alors retomber rapidement. Un épisode similaire dit d'inflation de rationnement avait été constaté aux USA entre 1946 et 1948. Les banques centrales ont d'abord souscrit à cette analyse. L'inflation temporaire permettait de ne pas ajuster trop vite les conditions monétaires.

Mais les banques centrales ont changé d'avis

Aux USA, la demande a créé des tensions sur l'appareil productif local. Les entreprises ont été incapables de produire suffisamment. Les pressions sur les prix internes se sont intensifiées devenant plus importantes dans l'allure de l'inflation que l'énergie. Le marché du

travail retrouvant alors une dynamique plus robuste, la concurrence sur l'emploi s'est accrue et les salaires ont progressé plus rapidement.

Cette double tension sur les prix a forcé Jay Powell à modifier son jugement sur le profil de l'inflation. La hausse des prix, interne plus salaires, réunissait toutes les conditions pour pouvoir s'inscrire dans la durée. Ce n'était pas tolérable. La Fed a alors fait d'importantes annonces sur sa stratégie monétaire. Elle interviendra fort et vite même si cela se traduit par un ralentissement de l'activité. Le risque est limité sur l'activité car le taux de chômage est à 3,6 % soit bien au-delà du plein emploi.

En zone euro, il n'y a pas eu de relance similaire à celle des États-Unis

Les tensions nominales sur l'appareil productif et les salaires ont été inexistantes en 2021. L'accélération de l'inflation émanait alors principalement du prix de l'énergie, le pétrole mais aussi à l'automne le gaz et l'électricité. Le dilemme de la BCE se trouvait alors dans

cette configuration. Elle n'avait pas d'incitation à changer de stratégie monétaire car les facteurs internes à la zone euro ne validaient pas une pression sur les prix internes. Dès lors, adopter une stratégie plus restrictive c'était prendre le risque d'une récession sans inflexion de l'inflation.

Pourtant l'analyse a changé en Europe

Les hausses de prix sur les matières premières et les composants industriels se sont progressivement instillées dans les prix de production puis dans les prix des biens. La propagation est encore limitée mais elle est perceptible. Le deuxième point est le changement d'équilibre géopolitique avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie. En changeant la situation sur les marchés internationaux, la crise en Ukraine inscrivant dans la durée les hausses des prix de l'énergie et des produits agricoles. Cette façon de voir est récente puisqu'elle est associée au discours de Christine Lagarde du 11 mai 2022. Dans la foulée, la présidente de la BCE annonçait une hausse des taux d'intérêt dès le mois de juillet.

Comme c'est souvent le cas, les Américains décident en fonction de facteurs et de déséquilibres internes. L'Europe réagit davantage à l'environnement international. Mais la BCE réagit aussi parce qu'elle ne veut pas que ces facteurs internationaux puissent alimenter les anticipations des acteurs économiques européens. Sur ce point, **les mesures prises par les gouvernements pour limiter l'impact des prix de l'énergie sur le budget des ménages sont ma-**lines. Comme le gouvernement prend en charge une partie de la hausse, celle-ci peut être exclue des négociations salariales. De fait, l'indexation à la manière des années 1970 ne pourra pas fonctionner.

Les banques centrales vont durcir le ton pour éviter que l'inflation ne reste trop élevé et que les chocs initiaux ne créent pas de déséquilibres durables. Pour satisfaire leur mandat les banques centrales ont raison.

Un taux d'inflation structurel plus élevé ?

Pourtant, on ne peut s'empêcher de penser que l'inflation sera plus élevée dans les prochaines années que dans les trente dernières années. Trois raisons à cela.

La première est que la désinflation en provenance des pays émergents et en particulier de la Chine est terminée. De 2002 à 2019, la contribution des biens, hors énergie, au taux d'inflation est de 0,17 % par an en zone euro et de 0 % aux États-Unis. Cette période s'est achevée avec les tensions avec la Chine.

D'une part, les salaires ont augmenté dans les pays émergents et en Chine en particulier et d'autre part, l'économie globale est sortie de ce paradigme reflétant une grande coordination et une coopération entre les pays du monde. Ce cadre avait permis un décollage des émergents et une forte réduction de la pauvreté.

On constate qu'avec l'arrivée de Trump à la Maison Blanche, les relations prennent un ton politique plus visible. Les deux pays prennent leurs distances. Ils sortent du cadre précédent. La Chine, en outre, dispose de capacités à produire qu'il sera difficile de substituer à court terme. Elle n'a plus besoin de jouer sur les prix pour remporter des marchés. La globalisation où chaque pays trouvait des opportunités et intervenait de façon coordonnée est terminée. Les tensions économiques et politiques ont jeté des grains de sables dans les mécanismes de la macroéconomie globale.

Le deuxième facteur résulte de la transition énergétique et du formidable bouleversement sur l'appareil productif que provoquera la réduction de l'utilisation des énergies fossiles. La transition sera très brutale et un taux d'inflation au-delà de 2% faciliterait les ajustements macroéconomiques et simplifierait la dynamique du marché du travail en créant une illusion nominale.

Le troisième facteur vient de la fabrication même d'énergie renouvelable.

Il faudra des matières premières, autres que les énergies fossiles, sur une échelle bien plus importante. De nombreux pays possèdent des réserves très importantes sur un type de matières premières. Le Congo dispose ainsi de la moitié des réserves mondiales de cobalt, pareil pour le Chili à propos du lithium. Ces pays vont disposer d'un pouvoir de marché considérable et une importante capacité à fixer les prix.

Le monde change radicalement. Il se morcelle et les pays producteurs de matières premières vont désormais disposer d'un pouvoir supplémentaire. L'équilibre du monde sera à la croisée de l'équilibre d'un monde qui se morcelle pour des raisons économiques et politiques et d'un monde de matières premières dont les intérêts ne sont pas forcément les mêmes que ceux du premier. Dans ce cadre, qu'est ce qui justifierait une désinflation globale comme celle observée depuis 30 ans ? Le mode de régulation via les banques centrales sera alors directement interrogé. ●

DOSSIER INFLATION

L'INFLATION SIGNE SON GRAND RETOUR



**MARC-ANTOINE
COLLARD**
CHIEF ECONOMIST
RESPONSABLE DE
LA RECHERCHE
ÉCONOMIQUE CHEZ
ROTHSCHILD & CO

L'inflation globale a sensiblement augmenté dans la plupart des pays à un stade inhabituellement précoce du cycle. Quelles en sont les causes principales ? Comment anticiper les conséquences à moyen/long terme et minimiser les risques dans ce contexte de resserrement monétaire ?

Déséquilibre entre l'offre et la demande

La demande s'est raffermie en 2021 en grande partie grâce au soutien sans précédent des politiques monétaires et budgétaires. Parallèlement, une multitude de goulots d'étranglement ont freiné l'approvisionnement : fermetures d'usines provoquées par la pandémie, restrictions dans les ports et pénuries de conteneurs, manque de main-d'œuvre. Ainsi, ce décalage entre l'offre et la demande s'est traduit par une hausse des prix.

Déséquilibre entre la demande des biens et de services

Les secteurs nécessitant une interaction en personne — les services d'hébergement et de restauration par exemple — ont été fortement contraints lors de la pandémie et ces perturbations ont modifié le schéma de consommation des ménages en réorientant les dépenses vers les biens. Coïncidant avec des goulots d'étranglement et des stocks limités, cette rotation a exercé une pression haussière sur le prix des biens.

Hausse du prix des matières premières

L'envolée du prix des matières premières s'explique par une combinaison de facteurs de demande (reprise particulièrement forte de l'industrie), de facteurs d'offre (réduction des stocks, mauvaises récoltes) et d'éléments financiers (appétit accru pour le risque dans un contexte de liquidité abondante). Plus récemment, les prix de l'énergie et des produits de base (dont le blé et d'autres céréales) ont bondi en raison de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Offre de main-d'œuvre perturbée

Les tensions sur le marché du travail sont particulièrement présentes dans certains pays, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Plusieurs facteurs semblent avoir contribué à ce phénomène, notamment :

1. l'inadéquation du marché du travail — écart entre les types de postes vacants et les compétences des chercheurs d'emploi ;
2. les préoccupations liées à la santé, qui peuvent être un moteur important du retrait des travailleurs plus âgés ;
3. la problématique de l'éducation et de la garde d'enfants conduisant les mères de jeunes enfants à quitter le marché du travail — la "Shecession" ;
4. la baisse de l'immigration ayant contribué aux pénuries de main-d'œuvre dans les professions peu qualifiées⁽¹⁾ ;
5. les changements de préférences professionnelles des travailleurs, ce qui peut expliquer en partie la remontée historique du taux de départs volontaires — un phénomène parfois appelé la "Grande démission"⁽²⁾.

Les prévisions d'inflation sont soumises à une forte incertitude. Quels sont les risques à moyen/long terme d'observer un taux d'inflation plus élevé ?

(1) OCDE (2021), Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2021 Numéro 2, N° 110, Éditions OCDE, Paris.

(2) FMI (2022), World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery, Washington, DC, Avril 2022



© Peter-Bond-Unsplash.com

Persistance des ruptures d'approvisionnement et "dé-mondialisation"

Les ruptures d'approvisionnement actuelles pourraient continuer de s'aggraver, et ainsi soutenir les problèmes de pénuries. En Chine, les fournisseurs sont confrontés aux retards les plus longs depuis 2005 — hormis février 2020. En fait, le plus grand fabricant mondial pourrait bien connaître des états de paralysie répétés et récurrents, au gré des aléas de la pandémie, ce qui entretiendrait les pénuries et les goulots d'étranglement, et par extension pourrait fragiliser encore davantage l'ancrage des anticipations d'inflation.

Parallèlement, une reconfiguration des chaînes d'approvisionnement mondiales via la relocalisation de certaines activités sur des sites plus proches, mais aussi plus coûteux, aurait pour effet d'annihiler certains des effets positifs de la mondialisation. Si le rôle désinflationniste joué par la mondialisation dans les économies avancées est souvent mis de l'avant, la littérature est en revanche très nuancée.

Plusieurs chercheurs ont montré que

la mondialisation ne semble pas être un facteur déterminant à l'origine des tendances désinflationnistes observées au cours des dernières décennies⁽³⁾. Par ailleurs, si le risque de "dé-mondialisation" des biens en raison de la pandémie est réel, la croissance de la numérisation et des échanges de services lui donnerait un nouvel élan.

Désancrages des anticipations d'inflation et boucle prix-salaire

Dans les économies avancées, les anticipations d'inflation à court terme ont sensiblement augmenté, mais les pressions à plus long terme ont généralement été plus contenues. Or, dans un contexte d'inflation élevée, le prolongement des perturbations des chaînes d'approvisionnement augmenterait les coûts des intrants et, combinées à des hausses soutenues des prix des matières premières, pourraient entraîner une hausse des anticipations d'inflation à moyen terme. Étant donné un marché du travail tendu, les travailleurs pourraient obtenir une rémunération plus élevée pour te-

nir compte de l'augmentation du coût de la vie, intensifiant encore davantage les pressions inflationnistes.

Cela étant, des hausses continues des salaires et des prix pendant plusieurs années, semblables à ce qu'on a observé lors du pétrolier de 1973-74, sont peu probables. En effet, l'érosion du taux de couverture des accords de négociation collective et la suppression de bon nombre de mécanismes d'indexation automatique des salaires sont autant de changements dans les institutions du marché du travail depuis les années 1970. De plus, l'accélération du développement de la technologie et de l'intelligence artificielle pourraient exercer une pression à la baisse sur les salaires, les travailleurs concurrençant à la

(3) Bulletin économique de la BCE, n° 4 / 2021 – Article La mondialisation et ses implications pour l'inflation dans les économies avancées.

(4) La *gig economy* implique l'échange de travail contre rémunération entre des individus ou des entreprises via des plateformes numériques qui facilitent la mise en relation entre les fournisseurs et les clients, à court terme et sur une base de paiement à la tâche.

fois les machines et le nouvel afflux de demandeurs d'emploi dont les emplois ont déjà été remplacés. En effet, ce processus déplace de nombreux emplois à temps plein vers la *"gig economy"*⁽⁴⁾ où les individus travaillent en tant qu'entrepreneurs indépendants, sans avantages sociaux.

Vieillessement de la population

S'il fait peu de doute que les sociétés vieillissantes sont associées à des taux de croissance dégradés, l'effet sur l'inflation est ambiguë.

Certaines recherches ont tenté de montrer que le vieillissement de la population était inflationniste. Selon la théorie du cycle de vie, les tensions inflationnistes seront fortes quand la proportion de dépendants (jeunes et personnes âgées) est importante par rapport à la population active (qui produit plus qu'elle ne consomme), et inversement⁽⁵⁾. En outre, l'augmentation du taux de dépendance des personnes âgées réduirait la part de la population en âge de travailler et entraînerait des pénuries de main-d'œuvre ainsi qu'une augmentation du pouvoir de négociation du travail par rapport au capital⁽⁶⁾.

Or, d'autres chercheurs ont plutôt démontré que l'augmentation du taux de dépendance s'accompagne de pressions désinflationnistes. En effet, le vieillissement de la population pèse sur la consommation et l'investissement du fait de la faible demande émanant des personnes âgées, mais déprime également l'offre en raison de perspectives de croissance future plus faible. Cette détérioration simultanée de l'offre et de la demande s'annulerait, résultant sur des niveaux des prix globalement inchangés, et donc sur un taux d'inflation faible⁽⁷⁾.

ESG

La transition écologique comporte trois chocs distincts mais interdépendants qui devraient entraîner une période

prolongée de pression à la hausse sur l'inflation.

"Climateflation". À mesure que le nombre de catastrophes naturelles augmente, les impacts sur l'activité économique et les prix augmentent également. Par exemple, des sécheresses exceptionnelles ont contribué à la récente flambée des prix des denrées alimentaires.

"Fossilflation". La lutte contre le changement climatique est un facteur qui contribue à renchérir le prix énergies fossiles, et donc à internaliser pour les consommateurs et les entreprises les effets négatifs sur l'environnement de l'utilisation de ces sources d'énergie.

"Greenflation". De nombreuses entreprises adaptent leurs processus de production afin de réduire les émissions de CO₂, mais la plupart des technologies vertes nécessitent des quantités importantes de métaux et de minéraux. Or, cette hausse de la demande est contrainte par une offre limitée à court et à moyen terme puisqu'il faut généralement cinq à dix ans pour développer de nouvelles mines. Ces développements illustrent un paradoxe important dans la lutte contre le changement climatique : plus le passage à une économie plus verte devient rapide et urgent, plus il peut devenir coûteux à court terme.

La crédibilité des banques centrales mises à l'épreuve

En somme, si certains facteurs structurels tels que le vieillissement de la population et une possible démondialisation auront des effets incertains sur l'inflation, le désancrage des anticipations d'inflation dans un contexte de marché du travail tendu et de perturbations prolongées des chaînes d'approvisionnement, de même que la décarbonisation de l'économie, sont des facteurs susceptibles de rendre la hausse des prix à la consommation plus durable.

La politique monétaire possède néanmoins un outil puissant — le taux directeur — pour faire face au risque inflationniste. L'ancien président de la Fed Paul Volcker fait d'ailleurs référence

en la matière alors qu'il a utilisé l'arme des taux d'intérêt au début des années 1980 pour casser, avec succès, l'inflation américaine. En revanche, le taux directeur ne pourra pas régler facilement les problèmes actuels d'offre. En outre, la forte remontée de l'endettement — notamment public — depuis la crise financière de 2008 pourrait limiter la marge de manœuvre des banques centrales. Dès lors, on peut se demander comment ces dernières réagiraient à une situation d'inflation encore élevée, mais doublée d'une croissance faible, amplifiant ainsi les risques sur la soutenabilité des dettes souveraines. ●

(5) Juselius, M et E Takáts (2015), Can demography affect inflation and monetary policy? BRI, Working Paper 485, février 2015.

(6) Goodhart, C A E et M Pradhan (2020), The Great Demographic Reversal, Springer Nature Switzerland AG.

(7) Shirakawa, M (2012), Demographic Changes and Macroeconomic Performance: Japanese Experiences, Discours d'ouverture de la Conférence Banque du Japon-Institute for Monetary and Economic Studies, Banque du Japon, mai 2012.

DOSSIER INFLATION

INFLATION ET GRAND ÉCART DES BANQUES CENTRALES



ISABELLE JOB BAZILLE
DIRECTRICE DES
ÉTUDES ÉCONOMIQUES
DU GROUPE CRÉDIT
AGRICOLE

L'inflation atteint un peu partout des niveaux inédits depuis plusieurs décennies. Si on pouvait espérer remédier post-Covid à la grande désorganisation des chaînes d'approvisionnement et de logistique mondiales responsable d'une première salve de hausses des prix, la nouvelle flambée des prix des matières premières après le déclenchement de la guerre en Ukraine a douché les espoirs d'une normalisation rapide. Quelle que soit l'évolution du conflit militaire, rien ne laisse présager à ce stade une levée rapide des sanctions économiques, de quoi mettre sous pression durable les prix des matières premières.

Face à des bosses d'inflation plus élevées et plus persistantes, les banques centrales ont durci le ton et se sont engagées sur la voie de la normalisation monétaire mais à des cadences diverses. Alors que les niveaux d'inflation sont assez proches des deux côtés de l'Atlantique (8,5 % aux États-Unis en mars et 7,5 % en zone euro en avril), la *Federal Reserve* (Fed), qui a déjà relevé à deux reprises son taux directeur, lequel se situe désormais dans une fourchette comprise entre 0,75 % et 1 %, accélère nettement le rythme de resserrement de sa politique, les marchés misant encore sur quatre à cinq hausses de taux supplémentaires d'ici fin 2022, là où la Banque centrale européenne (BCE) fait montre de prudence avec un ou deux serrages de vis anticipés cette année. **Ces différences de tempo peuvent s'expliquer selon la nature des tensions inflationnistes, symptomatiques ou non d'excès cyclique.**

L'économie américaine donne des signaux clairs de surchauffe. Durant la phase de redémarrage post-Covid, la demande sur-vitaminée par un plan de relance surdimensionné est venue buter sur une offre rigide ou perturbée, de quoi mécaniquement faire grimper les prix. Le marché du travail évolue également depuis quelques mois sous haute tension avec de fortes pénuries de main-d'œuvre, un taux de démissions record et une envolée des salaires à l'embauche, de quoi entrevoir l'enclenchement d'une boucle prix-salaire. L'infla-

tion sous-jacente, expurgée de ses composantes énergie et alimentaire, atteint les 6,5 %, preuve du caractère généralisé des tensions inflationnistes. Éviter que la bosse ne se transforme en une vague incontrôlable appelle une réaction musclée de la Fed, qui, après avoir été dans le déni, se montre déterminée à reprendre le contrôle de l'inflation : les taux d'intérêt devraient donc monter plus vite et le bilan de la Fed se réduire plus précocement qu'anticipé. Cependant, casser une dynamique inflationniste en plein emballement risque d'être très coûteux en termes de croissance avec la difficulté à trouver le bon dosage pour calmer la surchauffe sans provoquer de rupture. **Une partie de l'équation va venir de la réaction des marchés lesquels, dopés aux taux bas et à la liquidité abondante, vont devoir s'adapter à un environnement financier moins porteur.** Cet ajustement pourrait s'avérer douloureux en cas de retrait trop brutal de la perfusion monétaire dans un contexte de haut de cycle financier caractérisé par des niveaux élevés de valorisations sur les marchés, un endettement mondial record et des prises de risque excessives. Jusqu'à présent, la Fed s'adonne à cet exercice d'équilibriste avec un certain succès en limitant les dégâts sur les marchés, mais le manque de carburant pourrait finir par fragiliser l'édifice financier avec une menace de correction sévère qui ne serait pas exempte de dommages collatéraux sur la croissance.

En Europe, contrairement aux États-Unis, le choc inflationniste intervient dans un contexte de reprise post-Covid sans excès avec des politiques de « quoi qu'il en coûte » qui ont permis aux économies de récupérer peu ou prou les niveaux d'activité d'avant-crise sans néanmoins combler le retard accumulé de croissance. L'inflation est encore localisée puisque la nouvelle flambée des cours des matières premières, et notamment du pétrole et du gaz, explique à elle seule plus de la moitié des tensions inflationnistes observées. Si les prix de l'énergie, qui ont progressé de +38 % sur un an en avril, se stabilisent à leur niveau actuel, l'inflation énergétique devrait progressivement disparaître à la faveur d'effets de base. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) qui reflète pour sa part une tendance plus durable, oscille actuellement en zone euro autour des 3,5 %. Ce niveau est supérieur à la cible des 2 % correspondant à la stabilité des prix, avec une transmission de la hausse des coûts au prix de revient puis au prix de vente qui a sans doute été sous-estimée. Cela dit, l'envolée des coûts de production pèse sur les marges bénéficiaires des entreprises qui ont un faible pouvoir de fixation des prix, et l'inflation, avec des salaires qui ne suivent pas, grignote le pouvoir d'achat des ménages, de quoi freiner la reprise. Le ralentissement de la croissance au premier trimestre, avec une progression du PIB en zone euro de seulement 0,2 %, est d'ailleurs largement imputable au recul de la consommation, plombée par le retour de l'inflation. **La BCE fait donc face à un arbitrage difficile entre une inflation élevée et persistante et une croissance qui s'essouffle.**

Néanmoins, face au choc d'offre actuel, la BCE est relativement impuissante étant donné son incapacité à faire lever sur les cours mondiaux des matières premières. Il peut donc paraître inutile voire contre-productif d'essayer de maîtriser l'inflation à court terme sauf à provoquer un recul sévère de la demande. **Ceci justifie une certaine pru-**

dence de la BCE mais en aucun cas l'inaction. L'inflation influe sur la psychologie des agents économiques avec des revendications salariales qui peuvent venir alimenter une spirale inflationniste, d'où l'importance de maîtriser les anticipations pour limiter les effets dits de second tour et le risque de persistance de l'inflation. En temps normal, avec la croissance de la productivité, les salaires progressent plus vite que les prix, de quoi faire progresser le niveau de vie des travailleurs. Lorsque les prix accélèrent brutalement, comme c'est le cas aujourd'hui, les salaires réels baissent de manière à ajuster la demande aux capacités de l'économie, le retour de la croissance devant à terme effacer les pertes temporaires de pouvoir d'achat. La désindexation, au moins partielle des salaires, permet ainsi de garder le contrôle de l'inflation, l'État pouvant intervenir pour amortir le choc de pouvoir d'achat. Les instruments budgétaires paraissent en effet adaptés avec des mesures de dédommagement qui peuvent cibler les personnes les plus durement touchées par la flambée des prix, notamment les ménages modestes et/ou éloignés des centres urbains qui consacrent une part importante de leur budget aux dépenses d'énergie et surtout de carburant. Aujourd'hui, en zone euro, les mécanismes d'indexation sont assez peu répandus puisque seulement 3 % des salaires du privé suivent automatiquement l'inflation totale (18 % prenant en compte l'évolution de l'inflation sous-jacente). **Si les boucles auto-renforçantes prix-salaires sont aujourd'hui moins puissantes, la BCE doit cependant démontrer son sérieux face à cette menace de dérive afin d'ancrer les anticipations autour de sa cible d'inflation de 2 % à moyen terme.**

Par ailleurs, tant que les prix des biens et services restaient sages, les banques centrales avaient la faculté de maintenir dans la durée des politiques monétaires exceptionnellement accommodantes sans jamais mettre en péril leur mandat d'ancrage nominal. Repousser dans le temps la normalisation monétaire ne

se justifie plus dans un environnement plus inflationniste, avec des taux réels qui s'enfoncent en territoire négatif. L'inaction de la BCE pourrait finir par entamer sa crédibilité. Selon la BCE, le taux réel neutre, qui ne stimule ni ne freine l'activité, se situerait dans une fourchette comprise entre -1% et 0%. Autrement dit, avec un simple retour de l'inflation vers la cible des 2%, les taux d'intérêt nominaux pourraient se hisser à des niveaux entre 1 % et 2%, sans pour autant être une hausse synonyme de durcissement monétaire, un argument en faveur d'une action rapide. Cela dit, la remontée des taux longs pourrait conduire les marchés à réévaluer le risque de soutenabilité des trajectoires d'endettement public, de quoi creuser les écarts de taux entre les États membres avec un phénomène de fragmentation qui risque de contrarier la transmission homogène de la politique monétaire en zone euro. **La BCE défend l'idée de continuum entre ses outils de politique monétaire avec une séquence logique de normalisation qui commence par l'arrêt progressif des politiques non conventionnelles de rachats d'actifs avant d'actionner le levier traditionnel des taux d'intérêt. Pour accélérer le processus de normalisation monétaire face à la menace inflationniste, elle devrait plutôt appliquer la règle simple de Tinbergen⁽¹⁾, selon laquelle le nombre d'instruments doit être égal au nombre d'objectifs visés, en remontant sans délai ses taux pour assurer la stabilité des prix et en utilisant, au besoin, la politique de rachats d'actifs pour lutter contre la fragmentation financière. ●**

(1) Jan Tinbergen, "On the Theory of Economic Policy" (1952).

DOSSIER INFLATION

UN CHANGEMENT DE RÉGIME EN MATIÈRE D'INFLATION



FRANCIS YARED
RESPONSABLE
MONDIAL DE
LA RECHERCHE
SUR LES TAUX
DEUTSCHE BANK

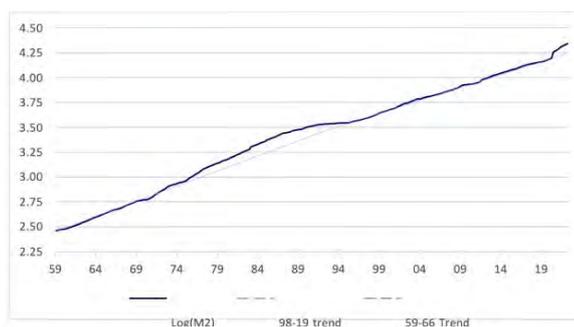
Les facteurs clés d'un changement de régime en matière d'inflation sont en place

Historiquement, les changements de régime en matière d'inflation ont été provoqués par des chocs de politique budgétaire (milieu des années 1960), des chocs de politique monétaire (fin des années 1970), des chocs d'offre sur les prix du pétrole (années 1970, milieu des années 1980, milieu des années 2010), des chocs d'offre sur le marché du travail et des chocs technologiques (fin des années 1990). À l'exception notable du choc technologique, tous les autres facteurs vont dans le sens d'une hausse de l'inflation.

Tout d'abord, il y a eu un changement notable dans la politique budgétaire. Le consensus intellectuel avait déjà évolué vers une politique budgétaire plus favorable avant Covid (on pourra se référer aux recommandations du FMI). Le Covid a suscité un soutien politique en faveur d'une réponse budgétaire très agressive. La guerre en Ukraine est susceptible de consolider davantage le changement vers une politique budgétaire plus souple favorable à l'activité, en particulier en Europe. Ensuite, la Fed a officiellement adopté le ciblage de l'inflation moyenne. Les politiques monétaires et budgétaires coordonnées qui en résultent, aussi appelées "helicopter money", constituent le moyen classique de générer une inflation plus élevée et ont entraîné une hausse de la masse monétaire bien supérieure à la tendance historique. À son tour, le PIB nominal croît également beaucoup plus rapidement que les tendances antérieures à la crise COVID.

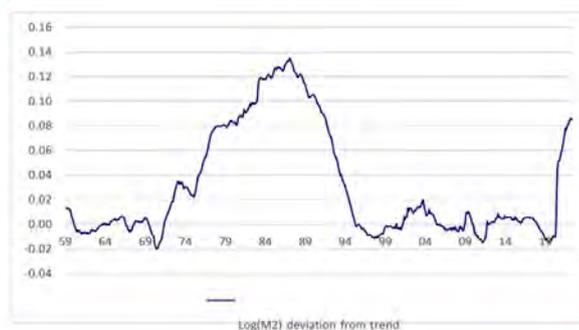
Troisièmement, la lutte contre le changement climatique constitue de fait un choc d'offre négatif qui intègre dans les coûts de production les externalités générées par les émissions de carbone. Comme la transition vers l'énergie verte aura un impact considérable en proportion de leurs moyens sur les ménages à faibles revenus, elle nécessitera un

Figure 1 : M2 connaît une croissance supérieure aux tendances précédentes...



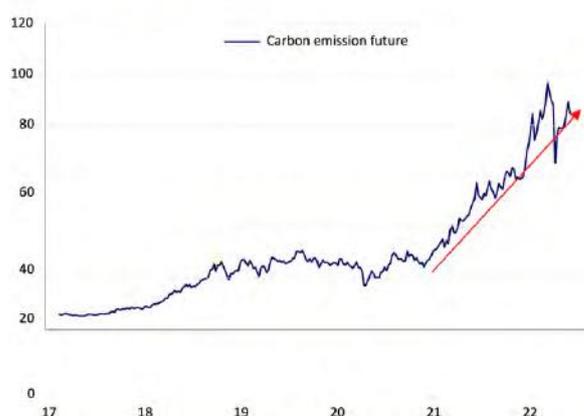
Source : Deutsche Bank, Haver Analytic, Federal Reserve, BEA

Figure 2 : ...à un niveau inédit depuis les années 70



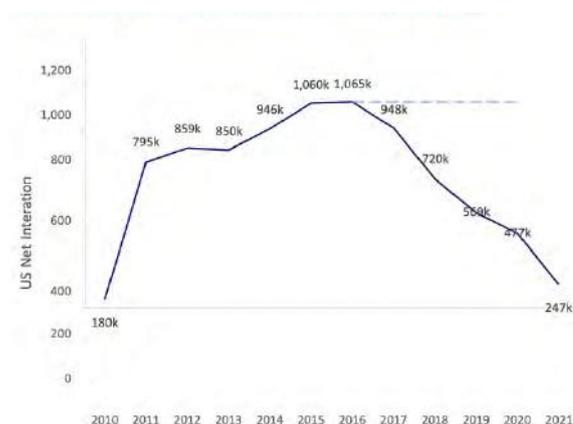
Source : Deutsche Bank, Haver Analytic, Federal Reserve, BEA

Figure 3 : Au fil du temps, la hausse des prix du carbone devrait se refléter dans les coûts de production



Source : Deutsche Bank, Bloomberg, Finance LP

Figure 4 : Depuis 2016, le solde migratoire international vers les US a diminué cumulativement de 2,1 millions



Source : Deutsche Bank, US Census Bureau

soutien important, via des mesures budgétaires ou de redistribution de revenus pour être politiquement viable. En définitive, compte tenu de l'ampleur et la portée de toutes les mesures visant à lutter contre le changement climatique celles-ci seront des décisions politiques. Ainsi, comme le souligne le *Peterson Institute for International Economics*, une mise en œuvre complète et immédiate des mesures nécessaires pour atteindre les objectifs d'émission de carbone pourrait avoir un impact similaire au choc pétrolier des années 1970. En attendant, les prix du carbone sont déjà en hausse, ce qui devrait se répercuter sur les coûts de production au fil du temps. La guerre en Ukraine a généré un choc supplémentaire d'approvisionnement énergétique qui obligera l'Europe à accélérer sa marche vers l'indépendance énergétique.

Enfin, avant le Covid, on a assisté à un renforcement du protectionnisme sur les marchés du travail et des biens (par exemple, restrictions accrues à l'immigration, guerres tarifaires). Le covid a accéléré certaines de ces tendances avec, en particulier, une réduction significative de la libre circulation des travailleurs. Les contraintes imposées à l'immigration ont limité le réservoir de travailleurs disponibles, tandis que certains éléments indiquent une évolution des préférences des travailleurs vers plus de loisirs ou une retraite anticipée. Là encore, la guerre en Ukraine a accru le risque d'un retournement de la mondialisation, tant pour les biens que pour les capitaux.

L'analyse *bottom-up* confirme la tendance à la hausse de l'inflation

Si on s'éloigne des problèmes et des goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement, les éléments clés qui confirmeraient un changement structurel à la hausse de l'inflation sont les suivants :

1. une évolution à la hausse des anticipations d'inflation,
2. une augmentation des salaires,
3. des pressions à la hausse sur les composantes persistantes de l'inflation,
4. un élargissement de l'inflation.

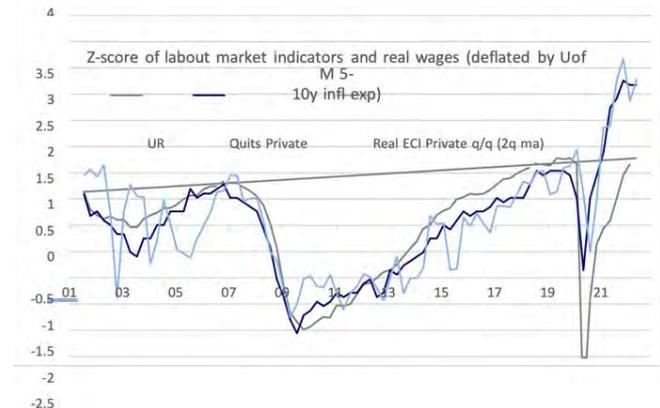
Toutes ces conditions sont actuellement réunies aux États-Unis. Les anticipations d'inflation des consommateurs sont sorties du régime de faible inflation de l'après-2014. Le marché du travail se comporte comme s'il était en plein emploi, avec un taux de démission à un niveau historique

Figure 5 : Les anticipations sont sorties du régime de faible inflation de l'après 2014



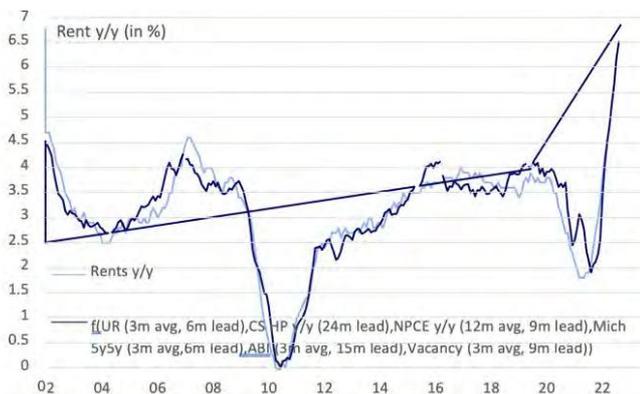
Source : Deutsche Bank, Haver Analytic, University of Michigan

Figure 6 : Les taux de départ et les salaires sont conformes au plein emploi



Source : Deutsche Bank, Haver Analytic, BLS, University of Michigan

Figure 7 : Les composantes persistantes de l'inflation, telles que les loyers et l'OER, sont susceptibles d'augmenter sensiblement dans les mois à venir



Source : Deutsche Bank, Haver Analytic, BLS, University of Michigan, AIA, BEA, Census Bureau

Figure 8 : L'IPC médian confirme que l'inflation n'est pas déterminée par quelques valeurs aberrantes



Source : Deutsche Bank, Federal Reserve, Haver Analytic

(données disponibles depuis 2001) et des salaires du secteur privé ECI à un niveau record depuis plusieurs décennies. Les sources d'inflation nationales persistantes, telles que les loyers et les loyers libres, ont considérablement augmenté et devraient continuer à le faire. L'inflation progresse, avec des mesures telles que la moyenne ajustée ou la médiane en hausse. Enfin, les indicateurs avancés de l'inflation sous-jacente (jauge d'inflation sous-jacente de la Fed de New York) confirment la tendance à la hausse de l'inflation sous-jacente.

En conclusion

Avant le Covid, le décor était planté pour un changement de régime en matière d'inflation. Le consensus intellectuel

s'était déplacé en faveur d'une politique budgétaire plus souple. Les banques centrales se préparaient à introduire le ciblage de l'inflation moyenne. Le protectionnisme était en hausse. La transition climatique se transformait en un choc d'offre négatif au ralenti. Le bilan du secteur privé s'était remis de la grande crise financière.

La crise COVID a donné l'impulsion nécessaire à la mise en œuvre d'une politique de facto de "helicopter money" et les contraintes de la chaîne d'approvisionnement se sont avérées être l'allumette qui a allumé le feu de l'inflation. La guerre en Ukraine a encore renforcé ces tendances et a consolidé le changement de régime en matière d'inflation. Cette évaluation est confirmée par une analyse minutieuse de la dynamique interne de l'inflation américaine, qui confirme qu'un

profond changement de régime de l'inflation est en train de se produire.

Quels sont les risques qui pèsent sur ce point de vue ? La politique budgétaire est sans doute le facteur le plus important. En tant que telles, les perspectives de la politique budgétaire sont susceptibles d'être déterminantes pour l'évolution future de l'inflation. Dans ce contexte, les élections américaines de mi-mandat pourraient créer des risques de baisse de la politique budgétaire. De plus, les retombées de la guerre en Ukraine devraient se traduire par un environnement budgétaire structurellement plus facile dans la zone euro. Enfin, pour en venir à l'Europe, si l'inflation américaine a montré la voie de la hausse, l'inflation de la zone euro devrait être soutenue par une politique budgétaire nécessairement proactive dans les années à venir. ●

DOSSIER INFLATION

LES CONFLITS DE RÉPARTITION AU CŒUR DE L'INFLATION



DENIS FERRAND
DIRECTEUR GÉNÉRAL
DE REXECODE

Elle avait été portée disparue pendant toute la décennie 2010 malgré les efforts de banques centrales, tout particulièrement en zone euro, pour la ranimer. L'inflation a ressurgi soudainement à la sortie des interstices créés par les déséquilibres fondamentaux apparus lors des déconfinements sur les marchés des biens et du travail. Ces interstices sont devenus un gouffre notamment aux États-Unis où la suppression temporaire d'un emploi marchand sur six a bouleversé un marché du travail déjà tendu avant la pandémie, dans un contexte où la politique budgétaire de soutien du revenu des ménages a en outre préservé la demande. Les achats de services impliquant de l'interaction sociale étaient contraints, la demande de biens durables a soudainement bondi. Cette demande additionnelle non anticipée a mis sous tension des appareils de production et de distribution devenus sous-dimensionnés. C'est ce déséquilibre qui, ensuite, par effet de capillarité, s'est propagé dans le tissu productif au point de dégénérer en formation de pénuries locales, ferment de hausses des prix. La boucle inflationniste était lancée. Sa vitesse s'est accélérée avec les répercussions du conflit en Ukraine (voir chronique dans Les Échos) !

Au vu de son histoire des dix dernières années, cette résurgence d'inflation pourrait conduire de manière lapidaire à remplacer l'aphorisme friedmanien, qui veut que l'inflation soit partout et toujours un phénomène monétaire, par un autre aphorisme au gré duquel l'inflation reste avant tout nichée dans les conditions de la production. Loin de vouloir trancher ce débat théorique vivace, il nous semble important d'insister sur ce que rappelle cette résurgence de hausse des prix, à savoir que l'inflation est toujours un conflit de répartition.

Ce conflit s'envisage à trois niveaux.

Le premier est l'international. En Europe en général et en France en particulier, le choc de prix est en premier lieu un prélèvement de pouvoir d'achat associé à la détérioration des termes de l'échange. Ce mouvement lié aux prix

relatifs des matières premières notamment est amplifié par la dépréciation du taux de change de la monnaie européenne. Les prix des importations françaises (+14,8 % sur un an) progressent ainsi bien plus vite que ne le font ceux des exportations (+10,2 %). Cet écart d'évolution de prix depuis un an représente une amputation du PIB en valeur de plus de 15 milliards d'euros, soit 0,7 point de PIB. C'est ainsi une nouvelle répartition de la valeur qui s'opère entre économies en fonction de l'évolution de leurs systèmes de prix relatifs.

Le deuxième conflit est celui qui s'opère entre entreprises. Selon leur pouvoir de marché, elles vont se retrouver en position de preneuses ou de faiseuses de prix. Jusque récemment, les opinions des chefs d'entreprise sur la situation de leurs trésoreries sont restées plutôt favorables. Leur situation de liquidité apparaît également positive

avec des dépôts qui représentent au total jusqu'à 25,5 % de leur dette au passif alors que cette proportion était de 21 % avant le confinement. Cette vision générale de la situation des sociétés non financières masque toutefois une dispersion qui s'accroît autour de cette situation moyenne entre, d'une part, des entreprises dont l'abondance récente de trésorerie risque de s'amenuiser rapidement face à un choc de coût incomplètement répercuté dans les prix et, d'autre part, des entreprises plutôt « price-maker » et destinataires de ces flux de liquidités.

Le troisième conflit se fait entre catégories d'agents économiques. Il s'agit de la répartition de la valeur ajoutée entre rémunérations des salariés et résultats d'exploitation dont il est utile de rappeler qu'à l'inverse de la situation relevée aux États-Unis par exemple, elle fait preuve d'une grande stabilité depuis

rente ans en France. Les salaires réagissent avec retard aux évolutions de prix ne serait-ce qu'en raison des pratiques des négociations salariales qui se font sur la base de l'inflation constatée plutôt que sur l'inflation anticipée. Des travaux économétriques conduits par la Banque de France ont ainsi montré que l'élasticité à court terme des minima salariaux de branche à l'inflation était de 0,6. Cette élasticité est plus de deux fois plus élevée que celle qui associe les minima de branche à l'évolution du SMIC horaire (elle est de 0,25). Une accélération des salaires est ainsi très probable désormais. Elle est déjà amorcée et va poser en fait un double conflit de répartition : celui entre salariés et employeurs certes mais aussi entre salariés selon leur niveau d'insertion dans l'emploi. Les importantes difficultés de recrutement vont dans le sens d'une fidélisation accrue de la main d'œuvre. Mais l'accélération de l'inflation peut se révéler un facteur propice à l'accentuation des écarts entre insiders et outsiders du marché du travail si les augmentations de salaires se font au détriment de créations d'emploi ou d'augmentation du volume horaire de salariés à temps partiel. Plus largement, la nature même de la résurgence actuelle de l'inflation et des mécanismes d'indexation qui lui sont liés est tout particulièrement dommageable aux ménages aux plus faibles niveaux de revenus et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, le choc actuel d'inflation se porte sur les biens de première nécessité (énergie et alimentation) dont le poids dans le budget des ménages est décroissant avec le niveau de revenu. Expliqué à plus de 50 % par l'envolée des prix de l'énergie, le choc d'inflation est donc d'autant plus durement ressenti pour les ménages du premier décile pour lesquels l'énergie représente quasiment 10 % de leur budget contre 6,8 % pour les ménages du dernier décile (9 % pour l'ensemble des ménages).

Ensuite, la nature asymétrique de ce choc va s'amplifier avec deux phénomènes : la hausse des prix des produits

alimentaires est déjà forte (3,9 % sur un an en avril) et de nombreux indices laissent penser qu'ils vont accélérer encore d'ici à la fin de l'été. Surtout, l'évolution des loyers relève de la pure mécanique inflationniste de par son dispositif d'indexation. L'indice de référence des loyers fixe les plafonds des augmentations annuelles des loyers que peuvent exiger les propriétaires. Il est calculé à partir de la moyenne, sur les 12 derniers mois, de l'évolution des prix à la consommation hors tabac et hors loyers. L'inflation des loyers entretient ainsi la boucle inflationniste, dans un sens anti-redistributif de surcroît. En effet, entre deux locataires du secteur libre, le taux d'effort pour le logement varie du simple au double selon qu'il se retrouve dans le premier ou dans le quatrième quartile de niveau de revenu. Un ménage locataire sur cinq consacre ainsi plus de 40 % de ses revenus à son logement. Il s'agit le plus souvent d'un ménage de retraité (souvent isolé) ou de personnes au chômage. Notons encore que si le taux d'effort moyen des locataires du secteur libre (qui représentent plus de 20 % de l'ensemble des ménages) s'est accru de 4,8 points du revenu depuis le début des années 2000, il en a gagné 8 dans l'intervalle en ce qui concerne les locataires du secteur libre figurant dans le premier quartile de revenus.

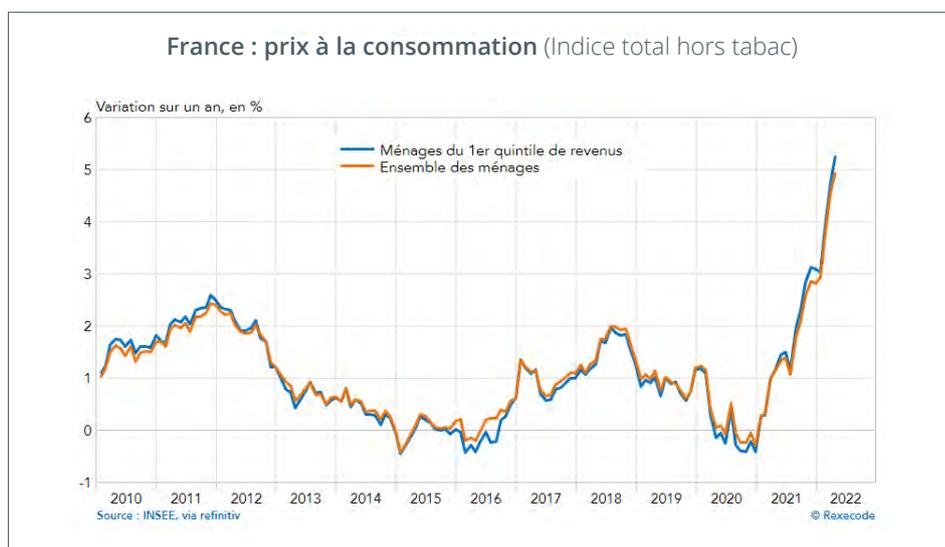
En conséquence, la hausse des prix est déjà supérieure de 0,4 point pour les

ménages du premier quintile de revenu par rapport à l'ensemble des ménages (voir graphique ci-dessous). Il est probable que cet écart va s'accroître encore avec la hausse qui se dessine sur les prix de postes qui pèsent lourdement en termes relatifs dans les budgets des personnes aux plus faibles revenus.

Notons enfin que le gain patrimonial que peut procurer l'inflation à un ménage via l'érosion de la valeur de la dette ancienne n'est évidemment valable que pour les ménages endettés. Le désendettement réel ne pourra alors concerner que les 23% des ménages du premier quartile qui sont endettés alors que c'est le cas de 68% des ménages du dernier quartile.

C'est ainsi une triple mécanique anti-redistributive que risque d'exercer l'inflation par un éventuel arbitrage salaires/emploi, par sa cristallisation sur des biens et services pesant lourdement dans le budget des plus pauvres, ou par un désendettement réel qui bénéficie plus largement aux ménages aisés.

Face à de tels risques, l'analyse économique introduit le lecteur dans le champ du politique, on peut penser, en effet, que seules des interventions particulièrement bien ciblées font sens. Mais les « pesées » de ces actions seront essentiellement des choix politiques. ●



DOSSIER INFLATION

QUELLE ATTITUDE FACE AU RISQUE DE STAGFLATION ?



ROMAIN BOSCHER
ADMINISTRATEUR
ET CONSEILLER
DE FIDELITY
INTERNATIONAL

La guerre en Ukraine a accentué un ralentissement économique et une inflation déjà à l'œuvre, accélérant l'amorce d'une phase de stagflation. Malgré ce changement de régime et les chocs multiples survenus récemment, les marchés montrent une vraie capacité à digérer ces épreuves. La période met, par ailleurs, en exergue plusieurs facteurs : les investisseurs acceptent la prise de risque, les actions restent la meilleure protection contre l'inflation et une approche qualitative est plus que jamais pertinente.

Guerre en Ukraine : un accélérateur de tendance

Le ralentissement et l'inflation — liés au cycle du Covid — étaient déjà significatifs avant la guerre en Ukraine. Le conflit n'a été qu'un accélérateur de tendance. Il a exacerbé des phénomènes déjà existants, précipitant notre entrée dans un régime de stagflation avec des niveaux de croissance sensiblement plus faibles et des anticipations de hausse des prix beaucoup plus fortes.

Cette situation complique l'action des banques centrales qui ont déjà acté qu'il serait vain de combattre l'inflation avec la même virulence que dans un cycle économique normal. La bonne nouvelle tient au fait que le resserrement des conditions financières va être mesuré et que les taux réels vont rester bas, voire négatifs pendant un certain temps.

Contrairement à 2008, la Chine n'est pas en mesure de montrer la voie pour sortir de la crise. Devant encore purger certains excès en stabilisant notamment son marché immobilier, elle s'attache, par ajustements, à sortir de cette spirale potentiellement dangereuse. Le point positif, c'est que cette nécessité de stabilisation va se traduire par des assouplissements monétaire et budgétaire.

Changement de régime et chocs multiples

Par contraste avec l'environnement accommodant qui prévalait jusqu'alors, nous revisitons désormais les grands repères à moyen et long terme tout en absorbant des chocs multiples (exclusion de la Russie, inflation, resserrement monétaire...). Ce n'est pas anodin de quitter un régime de baisse tendancielle des taux d'intérêt et d'ancrage de l'inflation à des niveaux maîtrisés, voire inférieurs, à 2 %. Ce changement de régime génère de la volatilité. Mais plus qu'un effondrement général, cela se traduit par des réallocations, des rotations entre pays (émergents vs occidentaux), entre secteurs (renouvelables et infrastructures vs énergie, assurance), entre styles (qualité contre *momentum*) ...

Les marchés semblent digérer ces chocs avec une vraie maturité et une vraie capacité à comprendre et à analyser. Malgré la phase de turbulences, nous sommes déjà en train de revenir en territoire de collecte. Globalement, les investisseurs ne sont pas en mode panique. Bien au contraire, ils accompagnent cette rotation en faveur des actions.

Les investisseurs acceptent la prise de risque

Le contexte actuel force les investisseurs à accepter la prise de risque pour garder une rentabilité décente de leurs actifs surtout s'ils raisonnent en termes de rendements. L'inflation ne réside plus dans l'épaisseur du trait d'un graphe comme c'était le cas depuis plusieurs décennies. Et c'est peut-être la réelle nouveauté. Pour la première fois depuis vingt ou trente ans, il faut à nouveau raisonner avec deux colonnes ; celle du rendement réel et celle du rendement nominal.

Sur un horizon de trois à cinq ans, nous restons sur une lecture où les profits font beaucoup mieux que la croissance et protègent contre l'inflation. De sorte qu'après des décennies en faveur des obligations, la phase actuelle est marquée par un vrai et fort appétit pour les actions. La communauté des épargnants est très clairement en train de prendre un tournant en comprenant qu'elle va devoir durablement investir plus en actifs risqués pour mieux se protéger contre une inflation beaucoup plus visible.

Actions : une indexation implicite sur l'inflation

Le *momentum* le plus soutenu depuis trente ans et la phase de facilité à se laisser porter par la tendance sont révolus. Dans ces moments inflationnistes, le défi est d'avoir des actifs tournés vers l'économie réelle. À cet égard, le rendement des actions est très honorable (de 3 % voire 5 % dans certaines zones) et peut même parfois être revu à la hausse grâce au dividende — qui peut résister lorsque les marchés vont corriger. Par ailleurs, les actions intègrent implicitement une indexation sur l'inflation, ce que n'offre pas en face le rendement obligataire à l'exception du marché étroit des obligations indexées sur l'inflation.

Après une hausse de plus de 50 % des bénéfices nets mondiaux en 2021, nous anticipons une croissance des bénéfices nets de l'ordre de 6 % cette année — en-dessous du consensus. C'est un scénario en racine carrée plus qu'honorable. L'an dernier, nous sommes allés bien au-delà du niveau pré-crise Covid, avant de se stabiliser. Mais si ces 6 % nominaux constituent une quasi-stagnation en termes réels compte tenu du haut niveau d'inflation, c'est une stabilisation à un haut niveau. Ce qui est plus qu'acceptable.

Adopter un biais qualité et privilégier le *pricing power*

Loin de la logique un peu binaire opposant valeur ou croissance, la période met en exergue la pertinence d'un biais qualité. C'est le moment de favoriser les entreprises au bilan sain (peu endettées) pour ne pas être exposées à des problèmes de refinancement dans un contexte de hausse des taux et des primes de risque et dont la stratégie de long terme n'est pas remise en question par le choc actuel, enfin en capacité de défendre leur prix, à la hausse si nécessaire (*pricing power*). Sans connaître des années aussi glorieuses qu'en 2019 ou 2021 ce scénario est très honorable, c'est cette logique qui va permettre de défendre l'épargne de l'investisseur.

La volatilité va être orientée à la hausse et va probablement être assortie de marges légèrement sous pression. De sorte que ce biais qualité revient plus que jamais au centre de nos préoccupations et plus encore dans nos porte-feuilles de rendement. Cela va introduire une complexité, une lecture qui va devoir systématiquement apporter une réponse en termes de rendements réels. ●

PRIX TURGOT



Le Prix Turgot du meilleur livre d'économie financière a été créé en 1987 par l'Association des élèves et anciens élèves de l'Institut des Hautes Finances.

Le Grand Jury sélectionne le lauréat du prix de l'année et peut décerner d'autres prix, plus spécialisés.

Il est composé de quinze personnalités du monde économique et d'anciens lauréats du Prix Turgot.

Le Prix Turgot 2022 a été décerné dans le grand amphithéâtre de Bercy au ministère des Finances devant une assemblée de personnalités.

La lauréate 2022 est Aurélie Jean pour son dernier livre "Les algorithmes font-ils la loi ?"

Entrepreneur et scientifique, elle a développé sa vision des algorithmes et la nécessité d'adopter de nouveaux cadres réglementaires.

Le Grand Jury a également décerné un Prix du Jury et deux mentions d'Honneur. Voir ci-après les recensions.



LAURÉATE

Les algorithmes font-ils la loi ?

AURÉLIE JEAN

L'OBSERVATOIRE - 221 PAGES

Les algorithmes ont pris place dans le haut du palmarès des peurs montantes, générées par notre « nouvelle société numérique » dans laquelle nous sommes sans doute définitivement installés. La crainte d'une perte de contrôle généralisée de nos vies liée à l'intelligence artificielle s'appuie notamment sur une méconnaissance des algorithmes qui rythment nos actes et les séquences de vie dans leur quasi-totalité (mobilité, santé, travail, etc.). En outre, la difficulté de compréhension, et plus encore la maîtrise de leurs subtilités, ajoutent à la confusion qui touche à leur utilisation et au danger qu'ils sont supposés représenter. « Les algorithmes sont au cœur du processus de décision dits automatisés, qui concluent parfois à notre place ou arbitrent sur notre futur ». Aussi la question de leur régulation est-elle posée.

Aurélie Jean s'interroge dans ce nouvel essai sur la nécessaire adaptation de la loi à ce nouveau contexte et au comment est-elle pensée, appliquée, voire utilisée au sein même du système judiciaire. Avec le talent et le sens de la pédagogie qu'elle a su démontrer dans la publication de ses précédents ouvrages et dans ses développements très documentés, l'auteure montre que « si les algorithmes ne peuvent pas faire la loi, et s'ils ne disposent d'aucune personnalité juridique, ils l'influencent et en orientent désormais la pratique... ». Il reste que les algorithmes sont comme la langue des hommes : « mal employés, ils deviennent une menace pour les principes de transparence et d'équité, mais, bien maîtrisés, ils peuvent au contraire, guider ceux qui font la loi et l'exercent dans une approche d'égalité de traitement... ».

Aurélie Jean plaide donc pour « des lois souples et anticipatrices qui ne sacrifient en rien le progrès et en les pensant dans la plus grande objectivité scientifique, sociale et économique ». Cet objectif ne saurait être atteint sans des accords entre pays similaires permettant d'espérer une régulation mondiale et surtout en souhaitant « que la transparence inhérente à l'exercice de la justice puisse rejoindre le champ des algorithmes afin de « permettre à chacun, citoyen ou législateur, de garantir l'harmonie, la justice et l'essor intellectuel au sein de nos sociétés ».

Les réflexions d'Aurélie Jean ouvrent le chemin d'un possible qui allie rigueur de l'analyse scientifique avec une vision stratégique lumineuse. Un essai incontournable pour tout public, étudiants, chercheurs et praticiens... que nous sommes tous plus ou moins et souvent à contre-cœur.

Jean-Louis CHAMBON ●



PRIX DU JURY

Combien vaut une vie ?

Jérôme Mathis

Tremplin

Si « *une vie ne vaut rien, rien ne vaut une vie...* » aimait à rappeler André Malraux. C'est sur cette conviction largement partagée que s'est construit ce lieu commun qui voudrait que « *la vie n'ait pas de prix* ». Mais cette considération hautement philosophique s'accompagne d'une opacité sémantique qui superpose dans les esprits, « la valeur » morale, éthique, avec le « prix » pécuniaire, monétaire, économique et social qui reflète en miroir l'autre face de Janus de ce sujet.

De cette réalité peu discutable est né un tabou, celui du lien entre l'argent et la vie, entre matérialisme et spiritualité. Il reste toutefois de plus en plus difficile à nos concitoyens même pour les plus réfractaires à l'économie de marché « attribuant un prix à tout », de concevoir que pour autant la vie n'a pas un coût direct, caché, inconscient. La terrible pandémie mondiale que nous venons de vivre est venue rappeler à nos concitoyens que le prix « monétaire » de la vie pouvait devenir exorbitant, confère l'état de notre endettement et de nos finances publiques.

Dans ce nouvel essai à portée fortement pédagogique, l'auteur plaide pour une plus grande clarté sur l'appréciation de la valeur de la vie et notamment en apportant de lumineux éclairages sur les raisons qui font que cette valeur diffère, d'une administration française à une autre, d'un pays dit développé à un pays appelé « pauvre », comme entre classes sociales, d'âges ou de différence de sexe... De nombreux exemples viennent montrer que tout décideur va devoir de plus en plus sortir de sa zone de confort moral et intellectuel, être placé devant « l'abîme de ses choix » : il en va ainsi, par exemple, du développement des voitures autonomes. Elles devront intégrer des logiciels et autres algorithmes qui détermineront « à priori » des directives éthiques qui induiront des choix soit en mode « égoïste » (visant à protéger le conducteur-passager), soit « altruiste » (sauver le piéton), soit « utilitariste », tendant à réduire le nombre final de victimes avant toutes autres considérations.

Ainsi de plus les sources de conflits entre l'intérêt individuel et le bien commun surgiront sur le chemin du prix et du coût de la vie et de son évaluation matérielle. Au fil de chapitres particulièrement documentés, l'auteur montre en quoi les tribunaux et le droit français sont inadaptés à ces nouveaux enjeux, quelle incidence peut avoir le prix du soin sur les pratiques hospitalières et le terrible risque du « tri » conscient ou inconscient des patients. Le temps est venu pour engager la France dans une gestion plus cohérente de l'ensemble des risques connus (alimentaire, écologique, industriel, nucléaire, routier, sanitaire, technologique, terroriste), et autres « inconnus ».

Nul doute que les économistes ont un rôle majeur à assumer dans ce défi pour conférer à chacune de nos vies une valeur et un prix en toute transparence et responsabilité. Jérôme MATHIS avance en éclairer de grand talent sur ce chemin... C'est aussi l'un de ses grands mérites.

Jérôme Mathis Professeur d'économie et finances à l'université de Paris-Dauphine. Prix du meilleur jeune chercheur en Économie, auteur de plusieurs ouvrages et anime le blog « la finance au cœur de nos vies ».

Jean-Louis CHAMBON



MENTION D'HONNEUR

La finance verte

Julie Ansidei,
Noam Leandri

La Découverte

La finance verte connaît un essor considérable depuis la COP 21 et l'Accord de Paris. Elle est présente dans les débats européens actuels, elle fera partie des principaux thèmes de la prochaine élection présidentielle. À entendre certains débatteurs, nous en serions aux balbutiements, pour d'autres, la réflexion n'a pas commencé, pour les derniers enfin, l'ennemi reste la finance ! La réalité, à rebours de ces propos est foisonnante et parfois bien technique. Aussi est-il fort utile de lire un ouvrage qui regroupe par thèmes détaillés les informations, initiatives, réglementations existantes et en cours d'examen avec leurs avantages et li-

mites. L'ouvrage n'est pas nécessairement accessible à un béotien de la finance, mais il ne faut pas non plus être un grand prêtre pour comprendre.

On indiquera les titres de parties :

- Pourquoi et comment verdir la finance
- Des millions aux trilliards pour la transition écologique
- Une mobilisation croissante du secteur financier
- L'Europe maintient son rang de pionnier
- La boîte à outil de la finance verte
- Banque verte ou monnaie verte ?
- Crise sanitaire et crise climatique : quelles implications pour la finance verte et durable

Les auteurs sont des régulateurs et économistes convaincus sans être idéologues, impliqués quotidiennement dans la mise en œuvre de ces programmes ce qui crédibilise leur discours. L'ambition de ce livre est de devenir un ouvrage de référence — et il l'est-pour ceux qui doivent intégrer professionnellement, les autres ne sont pas exclus ! — les enjeux du développement durable en mettant en évidence, les questions méthodologiques, théoriques et les enjeux de données qui mobilisent aujourd'hui les chercheurs, les pouvoirs publics, les régulateurs, les superviseurs et les acteurs privés sous l'œil des ONG et de la société civile dans son ensemble.

Dominique CHESNEAU

de l'activité productive sont toujours la création de valeur financière pour les actionnaires. Les leviers de la santé, de l'éducation, de la culture et du bien-être ne sont pas valorisés, sinon seulement comme des charges ou des facteurs indirects de productivité.

L'auteur plaide en faveur de l'émergence de nouveaux « cadres structurés » — d'une nouvelle « grammaire productive » — fondée sur des valeurs à la fois financières et extra-financières. Il prône une recherche de cohérence entre les économies micro (l'entreprise) et macro (la société). Il déplore que les seuls indicateurs officiels mesurant les impacts de la pandémie, soient la chute du PIB (qui cumule des valeurs ajoutées comptables), les faillites d'entreprises et les pertes d'emplois. Il appelle donc à une refondation du paradigme socio-économique qui régit la société humaine.

Pierre Veltz (X-Mines) est ingénieur et sociologue.

Il préside l'établissement public Paris Saclay.

Il est l'auteur de plusieurs ouvrages, dont La société hyper-industrielle, Le nouveau capitalisme productif, Éditions du Seuil, 2017.

J.-J. PLUCHART



**MENTION
D'HONNEUR**

L'économie désirable

Sortir du monde
thermo-fossile

Pierre Veltz

Le Seuil, 128 pages

Pierre Veltz s'interroge sur la mutation actuelle de la « société hyper-industrielle », engendrée à la fois par la responsabilisation sociale et environnementale des entreprises et par la crise pandémique. Il se demande si cette évolution ne conduit pas à une impasse, dans la mesure où certains fondamentaux de « l'économie verte » ne sont pas clairement définis. Il constate que les moteurs et les indicateurs

Se libérer de la domination des chiffres

VALÉRIE CHAROLLES

EDITIONS FAYARD • FÉVRIER 2022



Voici un livre intéressant pour tous les décideurs institutionnels qui produisent et utilisent les chiffres.

Valérie Charolles est philosophe. Elle s'est engagée dans une carrière universitaire après un parcours de haut fonctionnaire, au Trésor, dans différents ministères et à la Cour des Comptes. Avec *Se libérer de la domination des chiffres*, elle signe son sixième livre. Le thème de ce livre ce sont les chiffres, et non les nombres précise-t-elle dès les premières pages de son livre. Elle l'avait déjà abordé en 2008 dans un ouvrage au titre tout aussi parlant : *Et si les chiffres ne disaient pas toute la vérité ?* (Fayard), ainsi que dans quelques tribunes.

Le propos du livre est donc de rendre compte des limites des outils communs de représentation du réel. Ces outils s'appuient sur des chiffres qui sont les résultats à la fois de mesures, de normes et de conventions. Ce sont ces chiffres qui sont devenus envahissants dans les discours aussi bien des dirigeants d'entreprises et des politiques. Leur usage massif rend ennuyeux les débats, notamment lorsque les débatteurs en contestent l'usage.

Mais cet ennui est-il seulement le reflet d'un savoir dont sont exclus les auditeurs, ou serait-ce l'intuition que les chiffres ne disent pas le réel de façon adéquate ?

Après avoir pris l'exemple des chiffres les plus utilisés et commentés : l'inflation, le PIB et le chômage, Valérie Charolles aborde le problème de ces chiffres produits et de la réalité. Les professionnels, sans en avoir toujours conscience, sont ainsi pris dans le choix de systèmes de normes et de conventions permettant de produire des chiffres principalement cohérents ou correspondant à l'observation (p.102). Il n'existe donc pas, selon elle, « *d'énoncés chiffrés qui seraient porteurs d'une vérité en correspondance avec la réalité et livreraient une vérité sur laquelle aucune discussion ne serait possible* » (p. 104). C'est, me semble-t-il, le point central du livre. Il rappelle donc que les chiffres font appel à des conventions qu'il faut régulièrement revoir, pour s'assurer de leurs pertinences, et que les chiffres malgré le sérieux avec lequel ils ont été calculés peuvent induire en erreur des analystes et des décideurs.

Toutefois, dans sa description des évolutions qui ont permis aux chiffres de prendre la première place des argumentaires, il y aurait eu avantage à présenter la cybernétique, science de l'organisation, qui, selon nous, explique l'introduction systématique de la gestion par objectifs et la multiplication des indicateurs chiffrés. Et surtout contribue à créer un système de type « machinique » qui peut apparaître comme conceptuellement dépassé car l'auteur présente avec justesse que la prédominance des conventions actuelle de type déterministe où « le caractère nécessaire, réversible et durable des relations entre les faits... ne constitue plus un cas général quel que soit le domaine étudié (p.210). » Et donc nous ne pouvons qu'être d'accord avec son énoncé : « *admettre que les faits peuvent être non durables, contingents et irréversibles forme un volume dans lequel savoir et décision, raison et liberté peuvent se combiner (id.)* ».

HR. ●

VIE DE L'ASSOCIATION

38^e CONFÉRENCE DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE DE FINANCE



PHILIPPE DUPUY
 PROFESSEUR
 COMPTABILITÉ,
 DROIT ET FINANCE
 À GRENOBLE ÉCOLE
 DE MANAGEMENT.
 CONSEILLER
 SCIENTIFIQUE
 DE L'AF2I

La 38^e conférence de l'association française de finance (AFFI) s'est tenue du 23 au 25 mai à St-Malo. C'est l'occasion d'assister, chaque année, à la présentation de nombreux projets de recherche en finance menés aussi bien par des chercheurs français qu'internationaux. Cette conférence donne une image fidèle de l'état de la recherche aujourd'hui. Les sujets ont été nombreux et d'intérêt pour les investisseurs institutionnels qu'il s'agisse de finance comportementale, d'intelligence artificielle, de risque ESG ou de construction de portefeuille. Parmi les plus de 120 projets présentés, trois ont retenu notre attention. Nous en présentons ci-dessous un court résumé qui ne saurait bien sûr remplacer leur lecture complète.

1

Mortality beliefs and saving decisions: the role of personal experiences

Projet mené par Frederik Horn de l'université de Mannheim

Dans cet article qui intéressera sans aucun doute les membres de l'association en activité dans une caisse de retraite ou un organisme de prévention, l'auteur met en évidence le lien entre espérance de vie anticipée par les individus et comportement d'épargne. Il montre notamment que certaines situations de pauvreté des assurés en fin de vie pourraient trouver leur origine dans la perte d'un proche en milieu de vie. L'intérêt de ce papier réside dans l'échantillon de travail. Pour la première fois, ce sont des données réelles qui ont été utilisées et non des données simulées en laboratoire comme ce fut le cas jusqu'à présent. L'auteur utilise les données d'une enquête à laquelle 17000 australiens de tout âge et de toute situation sociale ont répondu depuis une vingtaine d'année. Le questionnaire porte sur le comportement d'épargne et contient notamment des questions sur l'évolution de la structure familiale et les liens amicaux du répondant. L'une d'elle permet de savoir si le répondant a du faire face au décès d'un ami dans l'année qui vient de s'écouler. A partir de cette donnée, l'auteur montre qu'un

choc émotionnel de cette ampleur peut affecter durablement l'espérance de vie perçue des individus en particulier ceux qui se désignent comme étant « émotifs ». En réaction, le taux d'épargne peut chuter significativement d'environ 1,5%. Paradoxalement, cette baisse du taux d'épargne finance avant tout une augmentation du poste loisir de la consommation sans affecter les dépenses médicales comme on pourrait s'y attendre. La réduction est particulièrement importante pour les individus les plus jeunes. Si l'effet n'est pas permanent, l'auteur conclut que les individus qui font l'expérience du décès d'un ami dans leurs jeunes années pourraient surestimer la probabilité d'être eux même affectés par un tel choc ce qui les pousse à augmenter leur consommation. Cette réaction peut avoir à long terme un impact significatif sur l'épargne disponible en fin de vie et créer des situations de pauvreté.

2

Investors reliance on ESG ratings and stock price performance

Projet conduit par Alexandra Rzeznik, Kathleen Weiss Hanley and Lorian Pelizzon

Dans cet article, les autrices mènent une expérience très instructive. Elles observent l'impact d'un changement de définition des notations ESG de l'agence Sustainalytics en septembre 2018 sur le comportement des investisseurs. Ces ratings sont disponibles sur Yahoo finance et affectent particulièrement les investisseurs individuels. Bien évidemment, pour tirer leurs conclusions, elles prennent soin de contrôler qu'à définition inchangée le titre n'aurait pas connu d'évolution de sa note. Les résultats obtenus sont frappants. Les investisseurs notamment individuels ont une réaction mécanique à l'évolution des notations qui ne semble pas intégrer la véritable nature du changement de définition. En particulier, le changement de définition impliquait une révision du référentiel d'évaluation des entreprises. Ainsi, auparavant, le référentiel était avant tout sectoriel et une entreprise du secteur pétrolier par exemple pouvait recevoir une note positive en comparaison de ses pairs. Après la réforme, l'agence a décidé d'élargir le référentiel à l'ensemble des secteurs faisant perdre de facto de nombreuses places à ce type d'entreprise. De même, l'agence a décidé d'inver-

ser son échelle de notation. Alors qu'auparavant l'échelle couvrait une échelle de 0 à 100, 100 étant le niveau le plus faible de risque ESG, la réforme a conduit à attribuer la note 0 à l'entreprise la plus respectueuse des critères ESG. La conséquence sur l'échantillon est forte : 2170 entreprises ont vu leur note baisser d'un niveau moyen de 50 à un niveau moyen de 30 ! Mais, alors que ce changement de définition devrait rester sans effet sur les rendements financiers, les autrices trouvent des rendements anormaux d'autant plus grands que le changement de note est important. Elles montrent également que cet impact ne peut pas être attribué à l'apport de nouvelles informations liées à la révision des notes. En revanche, les rendements anormaux semblent bien être liés à l'inversion de l'échelle de notation et notamment à une mauvaise interprétation de la part des investisseurs individuels pendant au moins 5 mois. Si les investisseurs institutionnels n'ont pas altéré leurs positions à la suite de cette réforme, ils ont néanmoins du faire face à des rendements anormaux, positifs ou négatifs qui ont pu affecter la performance de leurs portefeuilles !

RÉFÉRENCES

Mortality beliefs and saving decisions: the role of personal experiences. Projet mené par Frederik Horn de l'université de Mannheim.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4073902

Investors reliance on ESG ratings and stock price performance. Projet conduit par Alexandra Rzeznik, Kathleen Weiss Hanley and Lorian Pelizzon.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3801703

The Role of Institutional Investors in Financial Distress Resolution
Projet de Timothy Fisher, Jocelyn Martel et Lorenzo Naranjo.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4020009

Agenda AFFI 2022
https://affi2022.eventsadmin.com/Content/UPLOADS/749/Final_Programme_Detailed_38th_International_Conference_of_the_French_Finance_Association_AFFI.pdf

Enfin, dans ce projet les auteurs établissent un lien entre la structure de financement d'une entreprise, en particulier le type de détenteur d'actions et le type de résolution choisie - mise sous protection de l'entreprise (chapter 11 aux Etats-Unis) ou restructuration coordonnée - pour sortir d'une situation de faillite. Le travail porte sur une base de données de grande taille dont la mise en cohérence a représenté un travail conséquent selon les auteurs. Les résultats montrent que les détenteurs de dette défendent plutôt une mise sous protection de l'entreprise (chapter 11) alors que les actionnaires favorisent une résolution coordonnée pour sortir de la crise. Les auteurs montrent en particulier, que lorsque les actionnaires sont des fonds mutuels, des assureurs,

3

The Role of Institutional Investors in Financial Distress Resolution

Projet de Timothy Fisher, Jocelyn Martel et Lorenzo Naranjo

l'État, l'impact est visible très tôt dans la séquence de résolution de la situation (près de 4 trimestres avant) en faveur de la recherche d'une solution coordonnée. En revanche, lorsque l'actionariat est composé de manière plus importante de fonds spéculatifs ou d'actionnaires individuels, l'impact se fait sentir beaucoup plus tard dans la séquence (environ un trimestre avant). En conséquence, les auteurs confirment que les investisseurs de long terme ont un rôle clé à jouer dans la résolution des faillites des entreprises.

Les trois articles présentés ci-dessus sont disponible sur internet tout comme le programme de la conférence. Prochaine édition en juin 2023 à Bordeaux !

« C'est dit, c'est écrit »

L'AF2I DANS LA PRESSE



« C'est sans doute le moment de regarder s'il n'y a pas un animal qui traverse l'écran »

Hubert Rodarie

Décideurs – Gestion d'actifs et Patrimoine,
janvier 2022

LA CROIX

« Un investisseur doit toujours aller voir sur le terrain »

Hubert Rodarie

La Croix, février 2022



« Les institutions dotées d'une stratégie de long terme ont une influence réelle et positive sur la responsabilité sociale des entreprises dont elles sont actionnaires »

Jean-François Boulrier

Option Finance, avril 2022



« La standardisation du jugement a touché ses limites au cours des crises »

Hubert Rodarie

Instit Invest, avril 2022



« Les institutionnels français intègrent les dégradations économiques et géopolitiques »

Instit Invest, avril 2022

Vie de l'association

Un nouveau Membre Actif : **AGIRC ARRCO**

● RETRAITE COMPLEMENTAIRE
agirc - arrco

Ses missions

► Garantir une retraite pour chaque génération sans s'endetter

Ce régime complémentaire obligatoire par répartition verse plus de 80 Mds€ de retraites chaque année à 13 millions de retraités grâce au pilotage robuste assuré depuis 75 ans par les représentants des employeurs et des salariés ; en écartant tout recours à la dette et en s'appuyant sur des prévisions et une soutenabilité à 15 ans.

Généralisé à tout le secteur privé, le régime s'appuie sur les cotisations obligatoires des entreprises et des salariés ainsi que sur plus de 60 Mds€ de réserves, permettant au régime de faire face notamment aux chocs conjoncturels sans peser sur les générations futures.

Placées dans une démarche socialement responsable, en zone euro, et dans une approche de long terme, les fonds gérés par l'Agirc-Arrco contribuent à la souveraineté économique française, assurant ainsi la pérennité des ressources futures du régime.

Le régime Agirc-Arrco s'applique à tous les secteurs professionnels et couvre les salariés dès le premier euro de cotisation, jusqu'à huit plafonds de sécurité sociale, tout au long de leur vie. Il est ainsi un des piliers de cohésion sociale et générationnelle de notre pays.

► Assurer le meilleur service au juste coût et innover

L'Agirc-Arrco maîtrise l'ensemble des étapes pour la juste détermination des droits à la retraite de chaque salarié, sous forme de points Agirc-Arrco. Et ceci, dès le premier euro de cotisation, et tout au long des 70 à 80 ans de gestion d'un compte individuel.

Partout en France métropolitaine et outre-mer, des conseillers Agirc-Arrco exercent leur expertise en retraite pour conseiller, informer et orienter sur les déclarations sociales, sur la future retraite de chacun, ainsi qu'en action sociale, en offrant des innovations en matière de prévention pour bien vieillir et pour soutenir les proches aidants.

► Être acteur des grands chantiers nationaux pour simplifier les services

L'Agirc-Arrco est opérateur reconnu de nombreux services liant les différents organismes de protection sociale pour rendre des services au juste coût.

En charge de plus de 50 millions de comptes individuels, et sous la responsabilité des partenaires sociaux l'Agirc-Arrco veille à comprendre et satisfaire les intérêts des entreprises, des salariés et des retraités, en cohérence avec les autres régimes de retraite, afin d'améliorer et de compléter les services qui leur sont destinés, tout en consolidant les objectifs de réduction des coûts de gestion demandés par les Partenaires sociaux.

► La gouvernance

Le Conseil d'administration est en charge de la situation financière du régime, dans le respect des orientations stratégiques définies par les Accords nationaux interprofessionnels.

Il ajuste chaque année la valeur du point de retraite et le prix d'achat du point qui déterminent les retraites actuelles et futures. Il alerte les partenaires sociaux s'il constate que la trajectoire fixée pour assurer un équilibre de long terme n'est pas respectée sur un horizon de 15 ans. Il établit avec les institutions de retraite Agirc-Arrco, qui mettent en œuvre le régime sous le contrôle de la fédération, un contrat d'objectifs et de moyens pour 4 ans. Il s'assure du partage régulier des objectifs du régime. Les indicateurs et la trajectoire de maîtrise des coûts de gestion permettent d'atteindre l'efficacité et l'homogénéité des services auprès des entreprises, des salariés et des retraités.

Il nomme un Médiateur pour identifier les difficultés potentielles rencontrées dans l'application des règles du régime Agirc-Arrco.

En janvier 2021, Didier Weckner (MEDEF) a été élu, au titre du collège des employeurs, Président du Conseil d'administration de l'Agirc-Arrco et Brigitte Pisa (CFDT), au titre du collège des salariés, a été élue Vice-présidente.

L'Agirc - Arrco en quelques chiffres

84 Mds €
de prestations versées
en 2021

Gère les comptes de points
de **44 millions**
de personnes qui n'ont pas
encore liquidé leurs droits
à la retraite, dont 25 millions
de cotisants par an

Verse des retraites à
13 millions
de personnes → 57 millions
de comptes d'assurés

Collecte les cotisations
salariales et patronales
de **1,7 million**
d'entreprises et de
2,6 millions
de particuliers employeurs

Gère
68 Mds €
de réserves en valeurs
mobilières au 31/12/2021

Pour en savoir plus
www.agirc-arrco.fr

Vie de l'association



Événements à venir

🕒 30 juin 2022

Forum ESG & Impact
Investing L'AGEFI

🕒 22 septembre 2022

Les directs *Time to Change* (live)
Option Finance

🕒 Du 29 septembre au 7 octobre 2022

Semaine de la finance responsable
FIR

🕒 4 octobre 2022

AM Tech Day
L'AGEFI

🕒 5 octobre 2022

Invest Week Paris
European Finance Forum
L'AGEFI

🕒 13 octobre 2022

Rencontre d'actualité
Défis des assureurs
L'AGEFI

🕒 Du 17 au 21 octobre 2022

Les défis de l'Assurance (live)
Option Finance

SAVE THE DATE

🕒 Octobre 2022

Les Défis des Actifs réels et privés
Option Finance

🕒 Du 13 au 14 octobre 2022

Voyage d'étude en Suisse



SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN :

 [af2i-association-francaise-des-investisseurs-institutionnels](#)

- ▶ le Graphique éco de la semaine
- ▶ le Baromètre trimestriel
- ▶ les publications et événements de l'Af2i



in



TIME TO CHANGE

Le Forum Climat, Energies & Finance Durable
23 ET 24 MARS 2022 À DEAUVILLE



Pour cette première édition,
plus de **500** professionnels et **100** intervenants
de grande qualité ont participé au Forum Time to change.

MERCI à eux et à nos partenaires
sans qui nous n'aurions pu connaître ce succès.

Un événement  organisé par  et 

PLATINIUM



GOLD



SILVER



BRONZE



ILS NOUS SOUTIENNENT AUSSI



PARTENAIRES ASSOCIATIFS



Rendez-vous en 2023

Membres Actifs

ABEILLE ASSURANCES	GENERALI FRANCE
AÉMA FINANCE	GROUPAMA ASSURANCES MUTUELLES
AG2R LA MONDIALE	GROUPE APICIL
AGEAS FRANCE	GROUPE B2V
FÉDÉRATION AGIRC ARRCO	GROUPE IRCEM
AGRICA	GROUPE MACSF
ALLIANZ FRANCE	GROUPE MNCAP
ALLIANZ TRADE - EURLER HERMES FRANCE	GROUPE PASTEUR MUTUALITÉ
ASSOCIATION DIOCÉSAINE DE PARIS	GROUPE VYV
AXA FRANCE	HSBC FRANCE
BANQUE DE FRANCE	GROUPE IRCANTEC
BNP PARIBAS CARDIF	LA BANQUE POSTALE
CAISSE CENTRALE DE RÉASSURANCE	LA CIPAV
CAISSE DE PRÉVOYANCE ET DE RETRAITE DES NOTAIRES	LA MUTUELLE GÉNÉRALE
CAISSE DES RETRAITES DU SÉNAT	L'AUXILIAIRE
CAMACTE	LE CONSERVATEUR
CARAC	MAIF
CARMF	MALAKOFF HUMANIS
CAVAMAC	MATMUT
CAVP	MÉDICIS
CDC - DIRECTION DES GESTIONS D'ACTIFS	MGEN
CDC - DIRECTION DES POLITIQUES SOCIALES	MIF
CERN PENSION FUND	MUTUELLE DES ARCHITECTES FRANÇAIS (MAF)
CNAVPL	NATIXIS ASSURANCES - BPCE VIE
CNETP	NEUFLIZE VIE
CNP ASSURANCES	OPTIMUM VIE
COFACE	ORANO
COVÉA	PREFON
CRÉDIT AGRICOLE ASSURANCES	PREPAR VIE
CROIX-ROUGE FRANÇAISE	PRO BTP
CRPNPAC	SACRA
EDF	SCOR SE
ENGIE	SHAM - REYLENS
ERAFP	SMA BTP
FÉDÉRATION HABITAT ET HUMANISME	SMACL
FONDS DE DOTATION DU LOUVRE	SOFIPROTÉOL - GROUPE AVRIL
FONDS DE GARANTIE DES DÉPÔTS	SURAVENIR
FONDS DE GARANTIE (FGAO)	SWISS LIFE FRANCE
FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES	THÉLEM ASSURANCES
FONS DE RESERVA DE JUBILACIÓ	UMR
FRANCE HORIZON	