

# Retour de l'inflation : quels impacts sur les secteurs ?

Septembre 2021



Cela faisait longtemps que les investisseurs n'avaient pas eu à s'inquiéter de l'inflation. Mais un fort rebond économique post-pandémie pourrait déclencher son retour, obligeant à réfléchir à des ajustements de portefeuille et à reconsidérer certains actifs à risque dans un contexte de hausse des prix.

## Croissance et Inflation, deux concepts corrélés

La croissance mondiale semble désormais sur le point de rebondir plus fortement encore en 2021 que ce qui était prévu. En effet, avec la pandémie, les gouvernements ont considérablement accru leurs mesures de relance, notamment aux États-Unis et en Europe, et l'épargne des ménages est au plus haut. De plus, l'accélération de la vaccination devrait permettre aux entreprises de services plombées par la pandémie de reprendre leurs activités au cours des deux prochains trimestres.

En conséquence, après une contraction de 3,5% du PIB mondial en 2020, le FMI table désormais sur une croissance mondiale de 6% en 2021 (nos prévisions sont même de 7% pour cette année).

Plus généralement, l'économie mondiale devrait rester sur la voie d'une reprise économique rapide et généralisée après la pandémie de Covid. Malgré les inquiétudes concernant les nouveaux variants du virus, les restrictions sont généralement assouplies là où le déploiement du vaccin progresse bien, ce qui permet aux économies de rouvrir plus largement. En outre, le renforcement des restrictions dans de nombreux pays au premier trimestre 2021 s'est avéré moins handicapant que redouté sur l'activité économique. En même temps, l'extension des programmes de soutien budgétaire a permis de soutenir les revenus des ménages et la demande des consommateurs. À plus long terme, nos prévisions de croissance demeurent solides. Bien qu'il y ait des aléas associés à ces perspectives, nous estimons que l'équilibre des risques est favorable, avec une demande toujours importante et une épargne excédentaire des ménages qui

pourrait être déployée au-delà de nos estimations relativement prudentes. Le pic de croissance devrait avoir été atteint au deuxième trimestre 2021, marqué par le fort impact de la réouverture, avec un retour régulier à des taux de croissance trimestriels plus normaux d'ici la fin de 2022.

L'inflation évolue dans un contexte économique et de marchés inédit. Nous nous retrouvons dans une situation avec des effets de base sur l'énergie et une combinaison de tensions sur les prix causées par une offre limitée face à l'accélération de la demande qui n'a pas de comparaison historique. Cela reflète en partie la nature atypique de cette crise Covid. D'une part, les ménages, notamment grâce à l'aide des états, ont permis une reprise immédiate de la demande de biens (une reprise beaucoup plus rapide que dans le cadre d'une récession normale) et la demande de services a augmenté de manière significative dès les réouvertures. D'autre part, l'interruption de la production industrielle pendant le premier confinement a généré des niveaux d'inventaires particulièrement bas incapables de faire face à la demande qui a suivi les confinements. Les goulots d'étranglements dans les chaînes d'approvisionnement et les problèmes de livraison s'ajoutent, notamment aux Etats-Unis, aux difficultés de nombreuses entreprises à retrouver de la main d'œuvre. D'après les enquêtes de la Réserve fédérale américaine et d'autres banques centrales, il faudra au moins jusqu'à la fin de l'année pour que la production se normalise et puisse répondre à la demande. Ce déséquilibre entraîne une augmentation rapide des prix des biens et des services, mais qui devrait être de nature transitoire.

Au-delà de cette année, l'inflation devrait se modérer mais rester sur des niveaux légèrement plus élevés par rapport à la période pré-Covid. Nous pensons que les pressions inflationnistes sous-jacentes seront un peu plus fortes en 2022 et 2023 qu'elles ne l'étaient avant le Covid. Les risques sont plus élevés aux États-Unis, où les surcapacités sont limitées.

#### L'inflation : quel impact sur les performances sectorielles ?

4 régimes d'inflation peuvent donc être intéressants à envisager :

- Une inflation faible, un IPC <1%
- Une inflation modérée, un IPC ∈ [1%,3%] et décroissante
- Une inflation modérée, un IPC ∈ [1%,3%] et croissante
- Une inflation élevée, un IPC >3%

*\*Inflation / IPC - Indice des prix à la consommation : L'indice des prix à la consommation (IPC) est l'instrument de mesure de l'inflation. Il permet d'estimer, entre deux périodes données, la variation moyenne des prix des produits consommés par les ménages.*

Ainsi, dans un contexte d'inflation modérée, notre scénario central, les secteurs qui ont tendance à mieux performer sont les secteurs de l'industrie et des produits de consommation de base. En cas de forte inflation, c'est le secteur de l'énergie qui aura tendance à avoir de bonnes performances. En effet, les états ont de plus en plus tendance à vouloir entretenir et à modeler la reprise économique, notamment via des plans de relance orientés vers la transition énergétique. Et indéniablement, la décarbonation de l'économie va coûter cher et soutenir durablement les cours de certaines terres rares ou de métaux comme l'argent, présent dans les véhicules électriques, ou le cuivre, qui va être nécessaire en grande quantité pour relier les projets éoliens offshore aux réseaux terrestres. L'électronique est un autre domaine où la demande ne semble pas près de faiblir et où une inflation plus durable sera alimentée par plusieurs facteurs : une offre relativement peu élastique, dans la mesure où la création d'une nouvelle usine est longue, et un secteur devenu très oligopolistique.

Au contraire, les financières ont tendance à ne pas performer correctement en cas d'inflation croissante ou forte, car les banques centrales auront tendance à vouloir adopter une politique « hawkish » en augmentant les taux, ce qui entraînera un aplatissement de la courbe des taux, situation moins favorable aux banques. Les facteurs principaux de la performance d'une entreprise en période d'inflation restent donc l'élasticité de la demande et le « pricing power ».

## Analyse sectorielle

### 1. Les financières

#### Banques

Une reprise de l'inflation modérée induirait une pentification de la courbe des taux, ce qui augmenterait les marges et la rentabilité des banques. La pente de la courbe des taux peut avoir un impact significatif sur le revenu net d'intérêts des banques, un élément clé de leur rentabilité. En effet, les banques se financent généralement à des taux d'intérêt à court terme plus bas et prêtent ou investissent à des taux à long terme plus élevés, profitant ainsi de la différence. Dans l'ensemble, des taux d'intérêt plus élevés seront également positifs pour certaines banques, car une longue période de taux ultra-bas a poussé leurs coûts de dépôt vers la limite inférieure de zéro tout en réduisant fortement les rendements des actifs, comprimant ainsi les marges. Les marges ont encore diminué en 2020 parce que le stimulus monétaire sans précédent déclenché dans le contexte du ralentissement économique provoqué par la pandémie a encore réduit les taux et aplati les courbes de rendement à l'échelle mondiale.

Cependant, une inflation forte et prolongée dont l'ampleur serait bien au-dessus de l'objectif à long terme des banques centrales pourrait entraîner une vente généralisée de la dette à long terme et à taux fixe, ce qui pourrait avoir des répercussions négatives sur les marchés des actions et de l'immobilier. Les banques étant très exposées sur une catégorie d'actifs, comme l'immobilier commercial locatif, seraient les plus susceptibles de subir les effets négatifs de l'inflation.

L'effet final de l'inflation sur les banques dépendra en grande partie de la manière dont les banques centrales mettront fin à leur programme d'achat de titres et de l'ampleur des hausses de taux. Une hausse des taux brutale ou inattendue pourrait perturber les marchés et avoir un impact négatif sur les prix des actifs et, en fin de compte, sur la croissance économique.

#### Assurance

L'inflation induit une remontée des taux longs, favorable à l'assurance vie dans la mesure où elle induit un meilleur rendement des placements, autorisant une remontée de la marge financière. En effet, pour les contrats d'assurance vie en euros, l'écart entre le rendement des placements et le rendement servi aux assurés vie peut s'accroître, relevant ainsi la marge des assureurs vie.

L'inflation est moins favorable à l'assurance dommage. En effet, elle renchérit le coût des sinistres, particulièrement en ce qui concerne risques à long terme (risques d'entreprise, catastrophes naturelles), moins sur les risques à court terme (automobile et habitation). Cependant, cet effet négatif est compensé par la remontée du rendement des placements (l'inflation a pour effet d'augmenter les taux d'intérêts) des assureurs dommages. Ces derniers ont aussi la possibilité de remonter leurs tarifs pour compenser le coût des sinistres. Au total, nous estimons que l'effet de l'inflation est neutre, voire modérément positif, pour l'assurance dommage.

## 2. Secteur industriel

Les secteurs de l'énergie et des matériaux sont parmi les principaux bénéficiaires du mouvement inflationniste actuel dans la mesure où ils en sont à l'origine. La reprise soudaine de la demande dans de nombreux secteurs se répercute directement sur le prix des matières premières et les entreprises en amont dans la chaîne de production peuvent passer des hausses de prix significatives dans un marché en forte tension. Le déséquilibre entre l'offre et la demande est d'autant plus fort que la plupart des secteurs industriels avaient massivement déstocké au début de la pandémie et que les capacités de production n'ont pas cru massivement au cours des dernières années dans un contexte de marché atone en Europe notamment. Tout est donc réuni pour que les industries de base (mines, chimie) enregistrent des chiffres d'affaires en très forte croissance sur l'année, tirés par l'augmentation des volumes et la hausse très sensible des prix.

Pour le segment de la métallurgie, on constate là aussi une très forte hausse des prix, en partie expliquée par les restrictions d'importations en plus de la reprise de la demande.

Pour ces industries, nous prévoyons des résultats records même si la majorité des excédents de liquidités sera redistribuée aux actionnaires ou réallouées vers de nouveaux projets d'investissements. Pour les entreprises plus spécialisées ou situées en aval du cycle de production (peinture, arômes, ciment, matériaux de construction), on pourrait constater une baisse temporaire des marges (sur 6 à 12 mois maximum) mais elles ont généralement la capacité de répercuter les hausses de coûts sur les prix de vente finaux (via des clauses d'indexations ou des renégociations).

Pour les segments des biens d'équipements, la pression inflationniste peut être un risque puisque les entreprises sont pleinement exposées à la hausse des matières premières (métaux, caoutchouc, plastique). En contrepartie, les principaux clients des biens d'équipements sont les secteurs de base (pétrole, mines, gaz) qui vont probablement relancer leurs investissements sur la base du niveau de prix actuel. De manière générale, il faut compter entre 3 et 6 mois pour que les entreprises des biens d'équipements arrivent à répercuter les hausses de coûts, ce qui traduit un bon pouvoir de fixation des prix.

De même, le secteur des transports, infrastructures aéroportuaires et publiques est relativement bien protégé face aux hausses de prix grâce à des clauses d'indexation dans la plupart des contrats. Dans le cadre de contrats à prix fixe ou de projets de constructions long terme, l'inflation peut avoir un vrai impact négatif cependant. Sur le segment du transport maritime, on constate une très forte hausse des taux de fret qui bénéficie pleinement de la reprise de l'économie mondiale.

Enfin, les entreprises de services publics (électricité, gaz, eau) sont globalement bien immunisées contre les pressions inflationnistes en effet l'inflation se traduit actuellement par une hausse du prix de l'électricité en raison de la reprise de la demande et la raréfaction des quotas de CO2 sur le marché Européen. Même les entreprises ne bénéficient qu'en partie de cette hausse de prix à court terme (la majorité de la production est vendue à prix fixe via des contrats à terme), plusieurs entreprises ont revu à la hausse leurs perspectives de résultats pour 2021. Sur le segment de la distribution d'énergie, les entreprises sont plus vulnérables et ont une capacité limitée à augmenter les prix (clauses d'indexation dans les contrats de fourniture d'énergie mais à date fixe). Sur le segment des énergies renouvelables, la hausse des matériaux, notamment l'acier, peut être un risque car les projets sont extrêmement concurrentiels avec des niveaux de rendement en baisse et tout impact sur les coûts peut venir menacer la rentabilité du projet.

Le dernier point d'attention pour les entreprises de services publics est le risque de propagation de l'inflation sur les taux d'intérêt puisqu'elles sont généralement très endettées (notamment pour les opératrices de réseaux). Là encore l'impact d'une hausse des taux serait modéré parce que la dette est bien ventilée avec des besoins de refinancement raisonnables. De plus, ces entreprises ont généralement des engagements pour des fonds de retraites ou le futur démantèlement de centrales (charbon ou nucléaire). Une hausse de taux viendrait baisser les besoins de provisions sur ces fonds dédiés, ce qui réduirait la dette et aurait donc un impact positif sur le crédit (comme on a pu l'observer sur certaines entreprises en début d'année).

### **3. Grande consommation & Distribution alimentaire**

Ce secteur est soumis à une grande exposition aux variations de prix des produits agricoles, au packaging, au transport, et à l'augmentation des salaires. Les entreprises prévoient donc d'augmenter leurs prix, de réaliser des programmes de réductions de coûts, et de se couvrir afin de protéger leurs marges. Cependant, les pressions inflationnistes pourraient être plus fortes pour les sociétés les moins dominantes et les moins diversifiées. En outre, il sera plus aisé pour des entreprises avec des produits premiums et les acteurs dans le secteur des spiritueux d'augmenter leurs prix car cela ne va pas modifier les comportements des consommateurs qui ne sont pas sensibles aux prix. De plus, avec l'assouplissement des mesures sanitaires, les bars et restaurants peuvent réaccueillir des clients, ce qui est forcément bénéfique pour le secteur des boissons et pourrait contrebalancer ces effets négatifs dus à l'inflation.

Du côté des distributeurs, l'alimentation est en théorie une catégorie dont la demande est plutôt inélastique. Par conséquent, si les prix augmentent, on peut s'attendre à ce que le chiffre d'affaires d'un distributeur augmente. Compte tenu des coûts fixes, l'augmentation du chiffre d'affaires devrait entraîner une hausse de la rentabilité. Cependant, la hausse des prix des denrées alimentaires a tendance à influencer le comportement des consommateurs. Si leur pouvoir d'achat diminue, ceux-ci peuvent réagir en se tournant vers les discounters, ce qui pourrait finalement limiter l'impact positif de l'inflation alimentaire sur les performances des distributeurs traditionnels.

### **4. Automobiles, Pharmacie & Télécoms**

Le secteur automobile a gardé une forte discipline de prix et des stocks très bas tout au long de la crise sanitaire, ce qui permet aux entreprises de répercuter l'augmentation des coûts. Cependant, ce secteur est frappé de plein fouet par la pénurie des semi-conducteurs. En effet, il y a un effet d'étranglement au niveau des transports, une production qui s'est interrompue et une forte demande à la reprise. Les deux principaux secteurs acheteurs de semi-conducteurs sont les secteurs de l'automobile et des télécoms. Alors que la demande en téléphones est restée constante tout au long de la crise sanitaire, la demande en automobiles a chuté de près de 80% dans les mois du confinement. Les constructeurs automobiles ont donc stoppé leurs commandes de semi-conducteurs. Les producteurs de semi-conducteurs ont ainsi privilégié les fabricants de téléphones. Couplée à une augmentation du prix du cuivre, la pénurie dans la chaîne d'approvisionnement de semi-conducteurs devrait durer jusqu'à la fin de l'année et nous nous attendons à une forte inflation des prix en 2021 puis à une normalisation l'année prochaine.

Le secteur pharmaceutique, quant à lui, a tendance à être bien protégé contre les régimes d'inflation. De plus, il y a actuellement une forte croissance de ce secteur aux Etats-Unis, et une diversification des entreprises européennes qui s'y implantent pour profiter des bons niveaux de marges car il n'y a pas de système de négociations centrales. C'est donc bien plus profitable à ces entreprises qui peuvent réviser fréquemment leurs prix. Ce secteur est également porteur via la surconsommation de médicaments aux Etats-Unis et le vieillissement de la population en général.

Enfin, le pouvoir de fixation des prix des sociétés de services de télécommunications dépend de l'environnement concurrentiel, qui varie fortement d'un pays à l'autre. Dans les pays où la structure du marché est attrayante ou dans lesquels les acteurs ont décidé de minimiser la guerre des prix, les opérateurs ont montré leur capacité à bénéficier d'augmentations annuelles des prix liées à l'inflation. En général, les marges sont donc relativement élevées. Ce secteur s'étant rendu encore davantage indispensable durant cette crise, le pouvoir de fixation des prix des opérateurs sur les marchés devrait être préservé en cas de hausse de l'inflation, ce qui leur permettrait de protéger la croissance de leurs revenus.

Contacts presse

**Marion Duchêne**

[marion.duchene@shan.fr](mailto:marion.duchene@shan.fr)

Tél : + 33 (0)6 46 47 09 79

**Anne-Marie Cravero**

Tél : +33 (0)6 11 19 20 68

#### **INFORMATION IMPORTANTE :**

Les informations et opinions reflétées dans le présent document sont exclusivement destinées à être utilisées par la presse et les médias financiers.

Ce document est établi par Aviva Investors France, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 608 050 euros, dont le siège social est sis 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229.

Il ne saurait être assimilé à une activité de démarchage, à une quelconque offre de valeur mobilière ou instrument financier que ce soit ou de recommandation d'en acheter ou d'en vendre.

Il contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Aviva Investors France considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information externes, leur exactitude ne saurait être garantie.

Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Aviva Investors France, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.