

Éclairage sur

Notre regard sur le mouvement récent de baisse des taux.

Au cours des dernières semaines, les taux 10 ans américains et européens ont connu un mouvement significatif de baisse, après avoir touché leurs plus hauts niveaux depuis 2007. En deux mois, le taux 10 ans américain a perdu plus de 100 points de base (pbs), passant de 5% le 19 octobre à 3,91% le 19 décembre. En Europe, les taux allemand, français et italien ont connu un mouvement très similaire sur la période, des baisses respectivement de 90 pbs, 102 pbs et 133 pbs pour atteindre 2,02%, 2,53% et 3,65%. Comment expliquer ce mouvement ? Remet-il en cause le scénario de nos Perspectives économiques et financières présentées en novembre dernier ?

Les récentes publications des données d'inflation ont confirmé une détente des pressions inflationnistes, provenant en grande partie de la baisse des prix de produits énergétiques, mais également du ralentissement de la dynamique des prix de certains biens. Cette détente cyclique des prix a donné davantage d'espace aux banquiers centraux pour adoucir leur discours quant à la trajectoire de leur politique monétaire. Cette évolution a conduit les intervenants de marché à estimer que la fin du cycle de hausse des taux était probablement atteinte et qu'il fallait, en conséquence, profiter rapidement de taux encore jugés élevés sur la partie longue de la courbe. De ce fait, un phénomène de course à l'achat s'est enclenché. Le caractère indifférencié de ce mouvement illustre selon nous la nature technique d'une partie ce mouvement.

Qu'en est-il des fondamentaux structurels ? Tout au long de l'année 2023, nos Perspectives Économiques et Financières (PEF) ont illustré notre vision d'un monde **structurellement et durablement** plus inflationniste, avec lequel les banques centrales devront composer. Cette vision se fonde sur l'analyse de 4 piliers, 4 sources de pressions inflationnistes structurelles : la transition énergétique, les tensions géopolitiques, le mouvement de relocalisation / régionalisation et enfin le déséquilibre du marché du travail poussant à une augmentation des salaires. Les publications et événements des dernières semaines sont venues appuyer notre analyse sur 3 de ces piliers.

Les tensions politiques et géopolitiques restent fortes et contribuent à maintenir un risque haussier sur les prix. Plusieurs événements récents sont venus nous rappeler les effets structurellement haussiers d'un monde moins coopératif, en témoigne

la dénonciation de la concession de First Quantum pour l'exploitation d'une mine de cuivre au Panama (réduisant l'offre de cuivre sur le marché mondial). Par ailleurs, les attaques des Houthis yéménites dans le détroit stratégique de Bab Al-Mandeb, et la décision de grands affréteurs maritimes de ne plus passer par le canal de Suez rappelle que de nouveaux événements peuvent rapidement entraîner de nouvelles pressions sur les prix.

Le mouvement de relocalisation / régionalisation se poursuit à travers le monde occidental, et le déplacement des zones de production devait continuer de diffuser ses effets inflationnistes dans la durée.

Enfin, au regard de **la dynamique des marchés du travail** aux États-Unis et en zone euro, les récentes publications confirment **des pressions persistantes malgré le ralentissement de l'activité.**

Aussi les récentes évolutions ne remettent pas en cause notre scénario d'un environnement mondial plus inflationniste sur le long terme relativement au régime désinflationniste des 40 dernières années.

Au regard de la transition énergétique, si les travaux de la COP28 ont confirmé la volonté des parties prenantes de modifier à moyen terme la composition de leur mix énergétique en faveur d'énergies non fossiles, 2023 nous a aussi enseigné que même face à l'urgence climatique, le pragmatisme des États avait pris le pas pour éviter une pression trop forte sur le budget des ménages et les équilibres financiers des entreprises (mises en place de boucliers tarifaires, tarifs plafonnés). Les effets inflationnistes de cette transition sur les prix ont donc été moins prononcés, mais certains mécanismes de compensation cesseront de jouer dans les prochains trimestres, les États étant sous pression budgétaire.

A long terme, la nécessaire transition énergétique devrait donc maintenir une pression haussière sur les prix en raison du coût relatif plus important des énergies renouvelables (infrastructures, raréfaction des ressources nécessaires) relativement aux énergies fossiles. Cette pression sera néanmoins diffuse sur les prochaines années.

Au final, et à court terme, nous constatons que la trajectoire de modération de l'inflation est comparable dans son ampleur dans les deux zones, mais diverge dans ses composantes et dans sa nature. En Europe, les éléments structurels sont plus vivaces, l'accès aux ressources reste compliqué avec comme exemple l'inflation alimentaire qui, à 7,3%, reste bien supérieure aux niveaux pré crise ukrainienne.

Ces situations divergentes expliquent des communications marginalement différentes entre la FED et la BCE. Cette dernière semble plus préoccupée par cette inflation structurelle et les effets décalés de celle-ci (avec ses possibles conséquences sociales), tandis que la FED semble privilégier aujourd'hui son deuxième objectif, le soutien à la croissance dans le cadre d'une réindustrialisation à financer. La mauvaise adjudication au mois d'octobre de l'émission de 30 ans du trésor, ainsi que les futurs besoins de financement qui s'élèvent encore pour 2024 à 2 500 Md de dollars (nets des non-réinvestissement

des tombées d'obligations détenues par la FED) ont pu aussi participer à ce changement de discours, dans un contexte où les acheteurs internationaux se font plus rares.

Alors qu'il y a quelques mois, la FED insistait encore sur la vigueur de l'inflation, la vitesse avec laquelle elle a changé de discours ne traduit-elle pas aussi une acceptation d'un niveau d'inflation structurellement plus élevé ?

Au regard de ce que nous venons de décrire et du constat que nous faisons sur l'inversion des courbes de taux, les marchés de taux ont surréagi de notre point de vue sur la baisse des taux longs. En Europe, le risque est de voir l'inflation rester durablement élevée alors qu'aux États-Unis un rebond de la croissance, stimulée par des conditions financières plus accommodantes porte en lui les germes d'une réaccélération de l'inflation (inflation salariale, prix de l'immobilier, ...). La correction de ces excès de marché sera mise à profit pour investir sur des niveaux de taux plus attractifs.

**Analyse rédigée par les collaborateurs des équipes
de Recherche et de Gestion**
Achévé de rédiger le 21 décembre 2023

Retrouvez l'ensemble de nos analyses sur notre site internet www.covea-finance.fr

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris. Il contient des opinions et analyses conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier. Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.