# L'hétérogénéité de l'inflation complique la tâche des banques centrales

20 février 2023

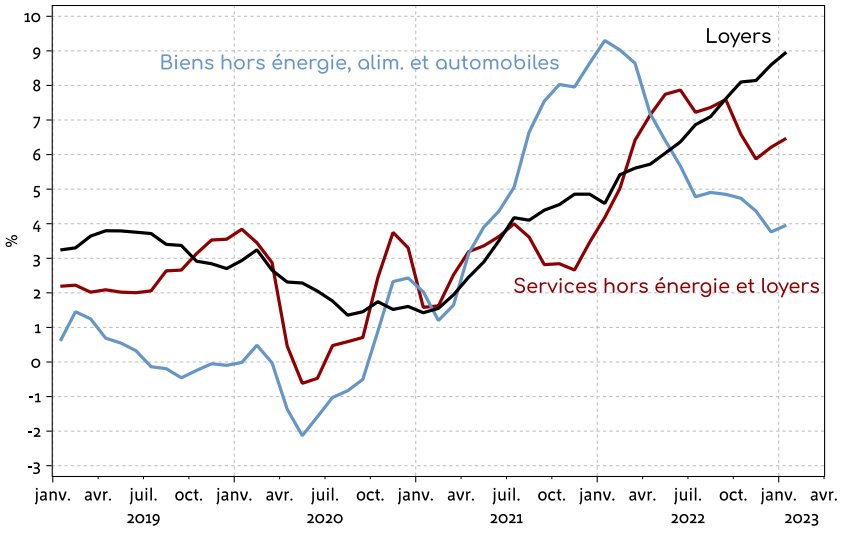
Chers clients, chers partenaires,

La résilience économique actuelle s'accompagne d'une inflation qui reste élevée mais avec des tendances très hétérogènes d'un secteur et d'un pays à l'autre. Cela laisse place à de larges divergences d'opinions sur l'interprétation des données, y compris au sein des banques centrales.

Le tableau dressé par les indicateurs économiques récents cadre bien avec le constat proposé par le président de la Fed (Jerome Powell) il y a deux semaines : une économie résiliente et une désinflation naissante mais encore largement insuffisante. C'est sur ce dernier point que les observateurs s'interrogent désormais le plus. En données lissées sur six mois (graphique 1), on voit que la désinflation a été rapide dans le secteur des biens, même si le niveau d'inflation reste supérieur à celui d'avant Covid. Du côté des services (hors loyers), mesure souvent mentionnée par Jerome Powell, la désinflation reste encore très modeste. Enfin, sur les loyers (43% du core CPI), on sait déjà que les chiffres du CPI vont rebaisser progressivement en cours d'année et en 2024.

Les 3 inflations américaines

"Core CPI" décomposé en trois sous-indices - variations sur 6 mois annualisées



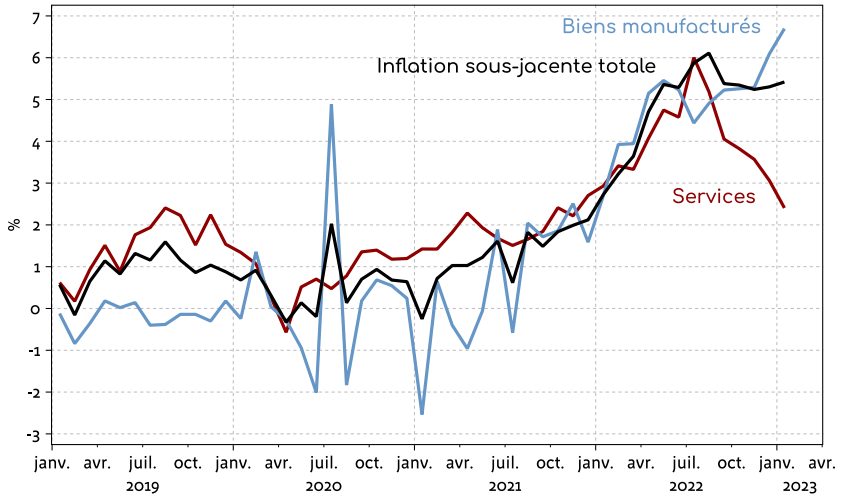

Dorval Asset Management – 17/02/2023 – Source : Macrobond

En Europe, l'inflation sous-jacente reste aussi assez forte mais sa décomposition est bien différente de celle des Etats-Unis, et probablement aussi assez différente d'un pays européen à l'autre. L'INSEE publiant des données désaisonnalisées, nous pouvons calculer pour la France les tendances récentes sur 6 mois de certains composants (graphique 2). Elles montrent qu'au contraire des Etats-Unis l'inflation résiliente est dans le secteur des biens, alors que l'inflation des services a été divisée par deux depuis l'été. Outre la forte hausse des prix de l'alimentaire, il semble donc qu'en Europe le

problème principal se situe pour l'instant dans la transmission du choc énergétique de 2022 aux prix des biens manufacturés.

L'inflation en France : un animal bien différent des Etats-Unis

Inflation sous-jacente : total, services et biens. Var. sur 6 mois annualisées




Dorval Asset Management – 17/02/2023 – Source : Macrobond

Le débat sur l'interprétation des chiffres d'inflation reste donc très ouvert. La nette atténuation des pressions sur les prix de l'énergie en Europe pourrait par exemple finir par faire rebaisser l'inflation des biens manufacturés en 2023, si on est optimiste. Si on est pessimiste, on pourra craindre au contraire une contamination au secteurs des services, ce que suggère certaines enquêtes qualitatives auprès des entreprises. Devant ces incertitudes, on ne doit pas s'étonner des fortes divergences qui s'expriment à l'intérieur des banques centrales. Au total, les nouvelles anticipations du marché – encore +50 à +75 points de base par la Fed, et environ +125 points de base par la BCE cette année – nous semblent bien correspondre au compromis actuel entre colombes et faucons des banques centrales. A court terme, la hausse des rendements obligataires devrait donc rester limitée.

Dans nos fonds flexibles globaux nous maintenons une exposition assez élevée au marché des actions, mais avec quelques couvertures optionnelles. Nous privilégions les thèmes de la transition énergétique (panier de 40 valeurs équipondérées), de la baisse du risque européen (petites valeurs) et des marchés émergents. Notre duration obligataire reste nulle. Nous continuons à engranger un rendement monétaire croissant en gérant très activement la partie cash de nos portefeuilles.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 65%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 65%.
- Dorval Global Convictions : l'exposition nette aux actions est de 51%, dont Sélection Responsable Internationale 40%, Relances vertes 5%, Baisse des primes de risque Zone Euro/Marchés émergents 8% (Tracker MSCI EM SRI 5%, Tracker MSCI EMU Small cap 3%). Protection optionnelle sur le S&P 500 : -2%. Le solde est en cash & Equivalents.
- Dorval Global Convictions Patrimoine : l'exposition nette aux actions est de 23%, dont Sélection Responsable Internationale 20%, Relances vertes 2%, Baisse des primes de risque Zone Euro/Marchés émergents 4% (Tracker MSCI EM SRI 2.5%, Tracker MSCI EMU Small cap 1,5%). Protection optionnelle sur l'Eurostoxx 50 : -

2% et le S&P 500 : -1%. Crédit : 2.5% (Tracker Euro IG 0.5% et fonds Crédit Financier Européen : 2%). Le solde est en cash & Equivalents.

Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303.025 euros

RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08

1 rue de Gramont, 75002 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37

www.dorval-am.com

## Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI) de ce dernier. Le DICI et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DICI, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.