

# Inflation et retraites : à quoi faut-il s'attendre ?



**OCTOBRE 2022**

Communication publicitaire



# Résumé.

**« L'inflation, c'est comme le dentifrice. Une fois qu'elle est sortie du tube, vous ne pouvez pas l'y remettre. Il faut donc faire attention à ne pas appuyer trop fort. »**

**Karl-Otto Pöhl**, directeur de la Bundesbank de 1980 à 1991, souligne ici qu'il est difficile de maîtriser l'inflation, en particulier lorsqu'elle est utilisée pour réduire des niveaux élevés de dette publique.

La hausse continue de l'inflation constitue déjà un choc important pour les économies du monde entier, ainsi que pour les particuliers, les entreprises et les institutions.

Les retraités sont parmi les plus vulnérables aux effets de l'inflation, car les prix des biens et des services deviennent de plus en plus inaccessibles par rapport

au niveau de leurs pensions, qui ont du mal à suivre le rythme de l'inflation. En effet, les augmentations des pensions ne suivent pas toujours la hausse des prix des biens et des services, tandis que l'indexation des prix des prestations sur l'inflation peut mettre les fonds de pension sous pression.

## Solutions potentielles

Il existe toutefois plusieurs types d'investissements susceptibles d'atténuer spécifiquement l'impact global de l'inflation sur le portefeuille d'un particulier ou d'un institutionnel. Les obligations indexées sur l'inflation visent à fournir une protection contre les hausses inattendues d'inflation. Les actifs générateurs de revenus, tels que l'immobilier et les infrastructures, peuvent, au moins dans une certaine mesure, atténuer les effets de l'inflation à court terme et, à long terme,

faire plus que la compenser. En ce qui concerne les actions, l'inflation n'a pas toujours nui à leur performance à long terme, tant qu'elle n'était pas trop élevée.

En fin de compte, dans un tel environnement de marché, le financement des retraites requiert une approche prudente et de long terme.

## **Hausse mondiale de l'inflation** **4**

---

Le plus haut niveau d'inflation depuis 40 ans **4**

---

Zone euro : des conditions d'inflation inégales d'un pays à l'autre **7**

---

Impact sur les marchés financiers **8**

---

## **Impact sur les régimes de retraite et les retraites** **9**

---

Taux de remplacement des retraites et protection contre l'inflation par pays **11**

---

Diminution de la valeur réelle/ du pouvoir d'achat : quelles populations sont en danger ? **12**

---

Impact sur les promoteurs des régimes de retraite **14**

---

## **Des solutions d'investissement dans une ère de hausse de l'inflation** **16**

---

Obligations et swaps indexés sur l'inflation : pour atténuer le risque d'inflation **16**

---

Actifs réels : revenu indexé sur l'inflation **19**

---

Investissements en actions : comment atténuer l'inflation et générer un rendement supplémentaire ? **20**

---

## **Il n'existe pas de solution standard. Mais nous avons les outils.** **22**

---



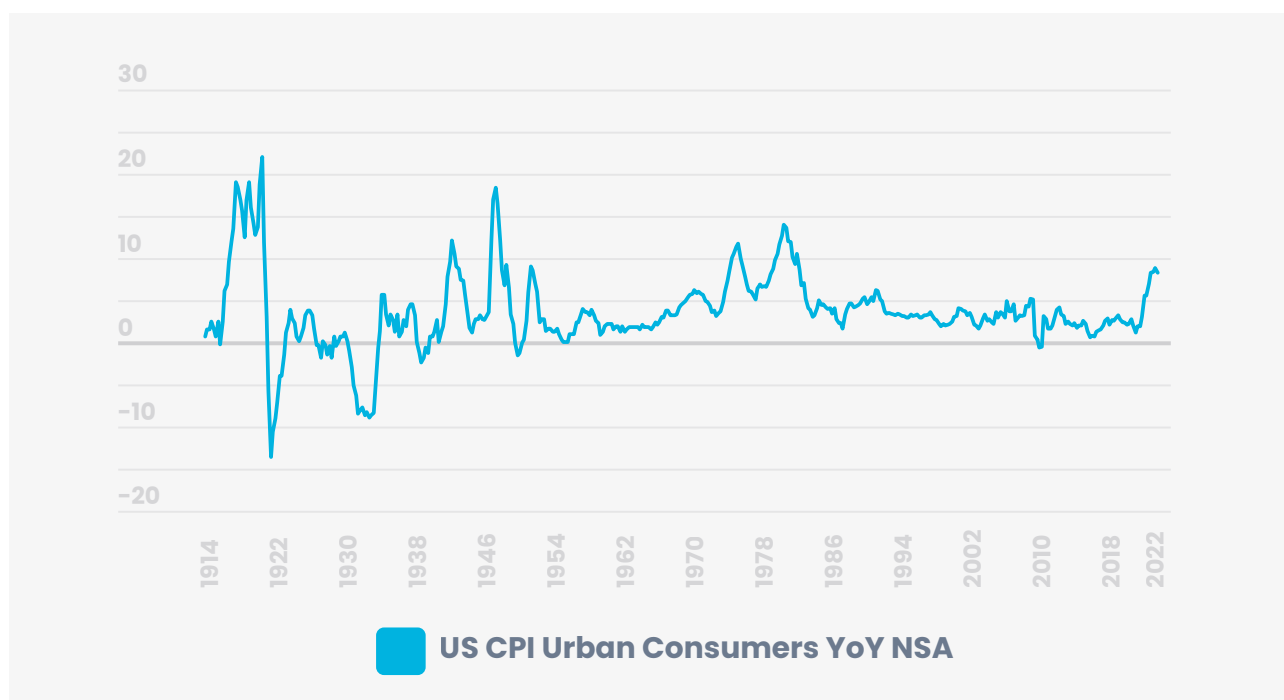
# Hausse mondiale de l'inflation.

## Le plus haut niveau d'inflation depuis 40 ans

Mi-2022, l'inflation des prix a atteint un niveau inédit depuis plus de 40 ans. Même si l'on prend pour référence une période englobant la Première et la Seconde Guerre

mondiale, l'ampleur de la hausse récente de l'inflation est significative (voir figure 1).

### Graphique 1 : IPC de la consommation urbaine aux États-Unis, en glissement annuel, non corrigé des variations saisonnières.



Source : Bloomberg, Bureau of Labour Statistics au 09/09/2022

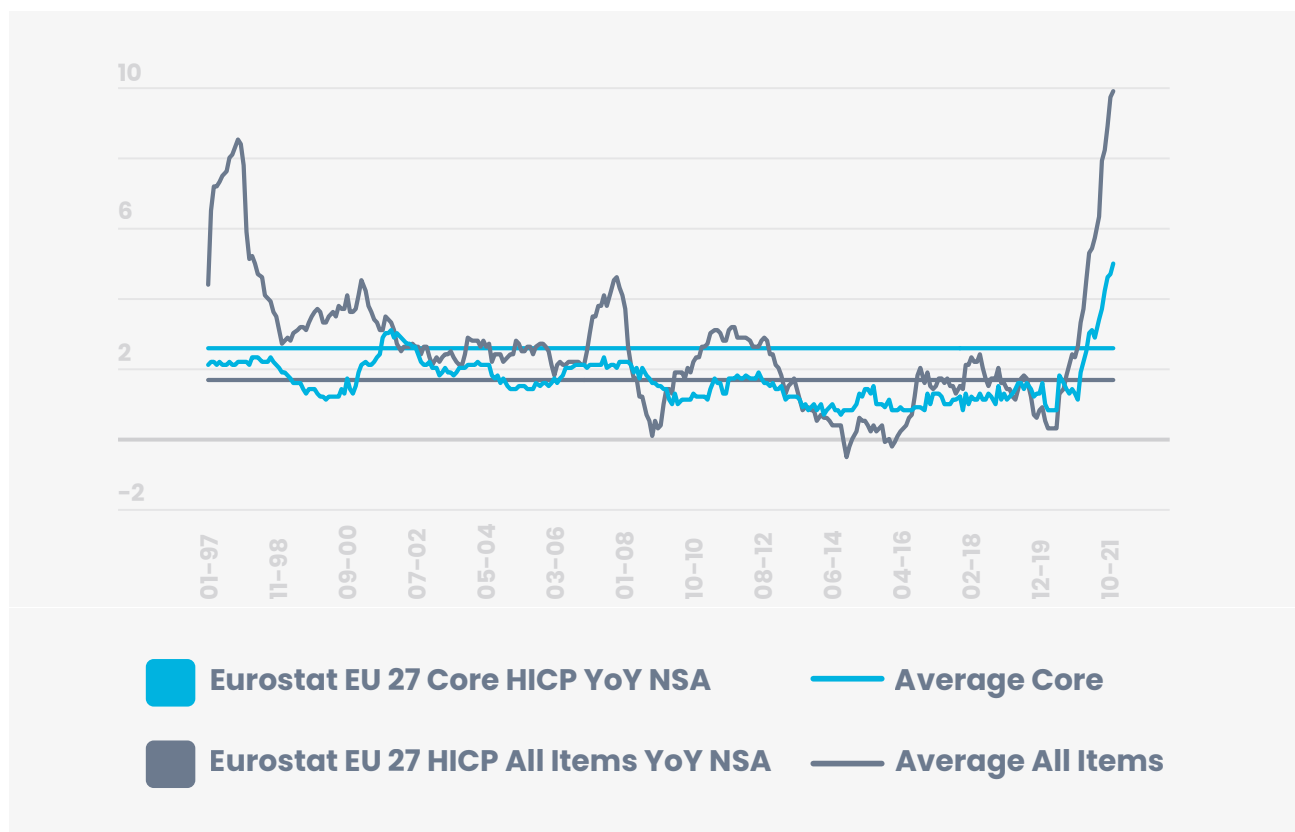
Cette hausse mondiale s'explique principalement par la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, qui a été causée en grande partie par :

- des mesures de relance budgétaire et monétaire qui ont injecté d'énormes quantités de liquidités dans les économies,
- des tensions dans la chaîne d'approvisionnement liées aux tendances de démondialisation, accélérées par la crise de la COVID, l'invasion russe de l'Ukraine et la politique zéro COVID en Chine.

Mi-2022, les pressions inflationnistes s'étaient propagées à des secteurs qui, en début d'année, n'étaient pas ou très peu concernés. Aujourd'hui, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente (inflation hors énergie, alimentation, alcool et tabac) ont dépassé leurs moyennes historiques,

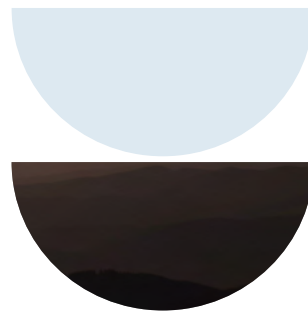
tandis que la hausse des salaires s'accélère également dans certains pays. Dans l'ensemble, les tensions inflationnistes pourraient perdurer pendant un certain temps.

**Graphique 2 : L'énergie et l'alimentation alimentent la hausse des prix. L'inflation sous-jacente est également en hausse.**

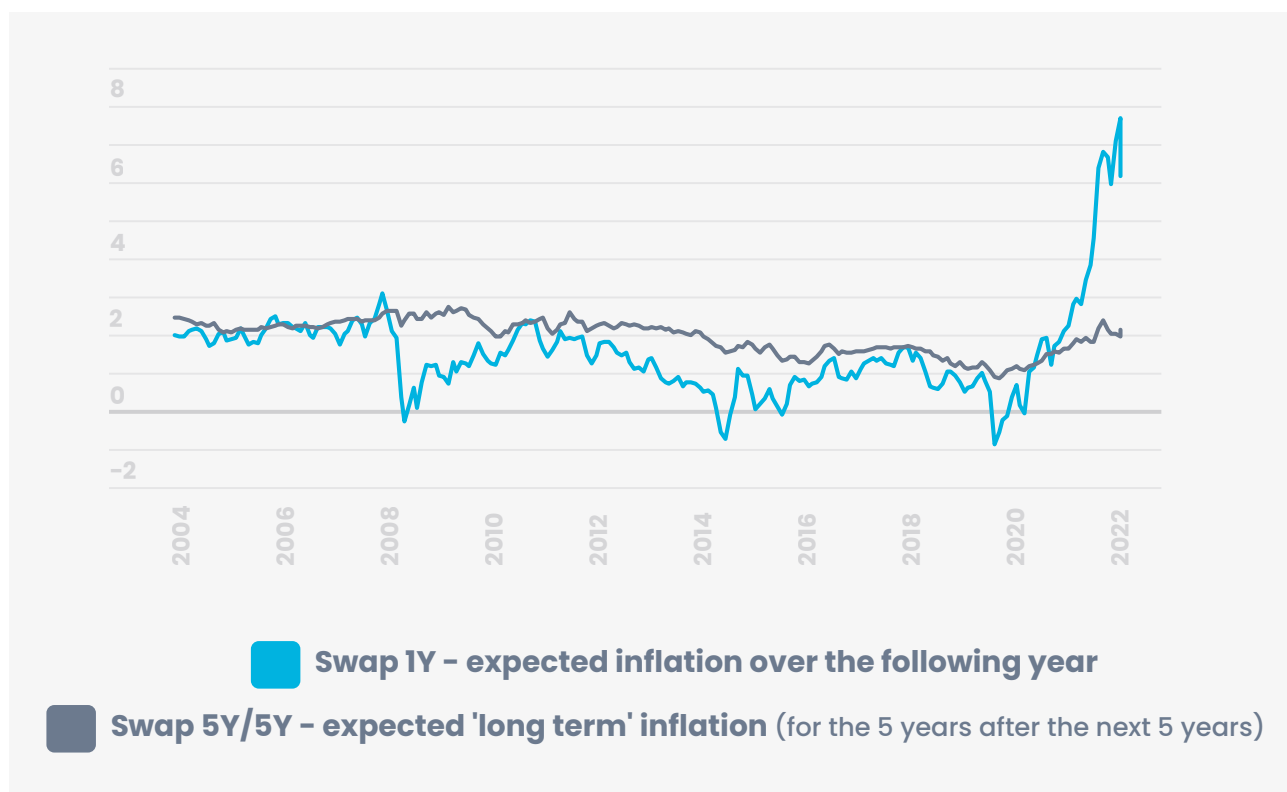


Source : Candriam, Bloomberg et Eurostat au 09/09/2022

Quel est donc le scénario d'inflation le plus probable ? Les prévisions actuelles ne font pas état d'une explosion incontrôlable de l'inflation, mais plutôt d'un niveau s'installant au-dessus des récents records pendant quelque temps. En partant d'un niveau pré-COVID compris entre 1% et 1,5% dans la zone euro, le marché anticipe une stabilisation de l'inflation légèrement au-dessus de 2% à moyen et long terme.



### Graphique 3 : Jusqu'où progressera l'inflation ?



Sources : Bloomberg, Candriam - anticipations basées sur les swaps d'inflation zéro coupon de la zone euro au 09/09/2022.

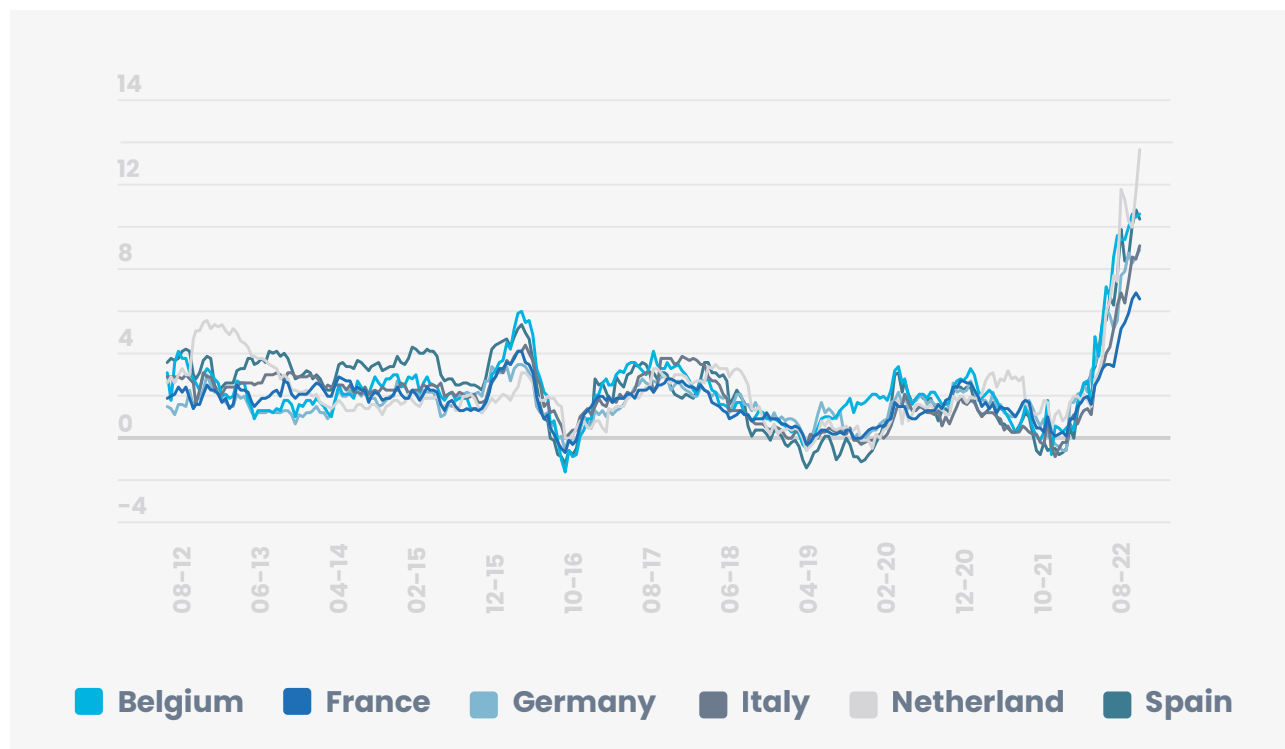
## Zone euro : des conditions d'inflation inégales d'un pays à l'autre

La hausse de l'inflation fait déjà sentir ses effets sur la population dans le monde entier, mais certains seront plus touchés que d'autres. Cela dépendra du niveau d'inflation dans le pays de résidence et de l'existence d'un filet de sécurité sociale efficace.

Le niveau d'inflation des prix varie de manière assez importante au sein de la zone euro, il est de plus de 12 % aux Pays-Bas, tandis qu'en France, il reste aux alentours de 6 %. La principale raison de cette divergence est la forte dépendance de certains pays européens à l'égard de l'énergie étrangère (russe) et des importations alimentaires.



**Graphique 4 : L'inflation élevée touchant la zone euro... est plus sévère dans les pays fortement dépendants des importations d'énergie et d'alimentation.**



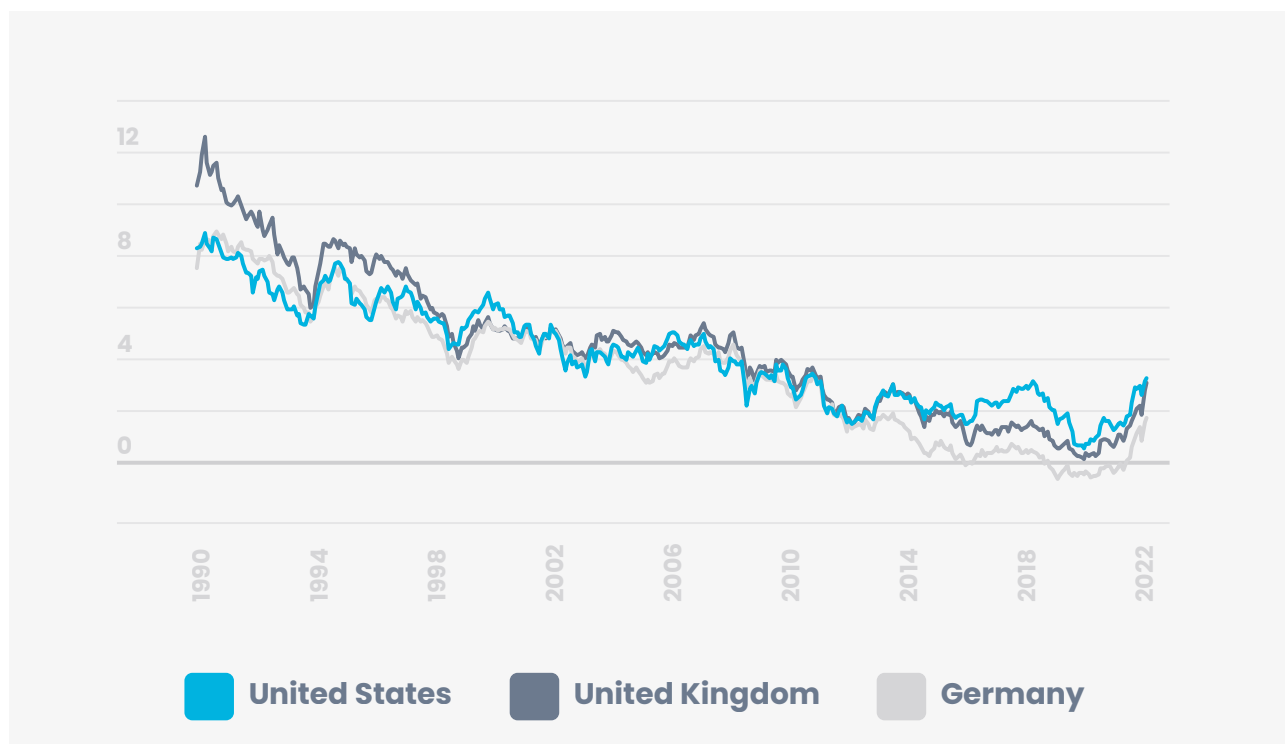
Sources : Candriam, Bloomberg, Eurostat, au 09/09/2022

## Impact sur les marchés financiers

La flambée de l'inflation a conduit la plupart des banques centrales à durcir leurs politiques monétaires, notamment par une série de hausses de taux d'intérêt. Les taux d'intérêt ont fortement augmenté à travers le monde, atteignant

leur niveau le plus élevé depuis au moins 10 ans. À tant d'incertitudes, les marchés financiers ont réagi très négativement, toutes les classes d'actifs ayant enregistré des baisses au premier semestre 2022.

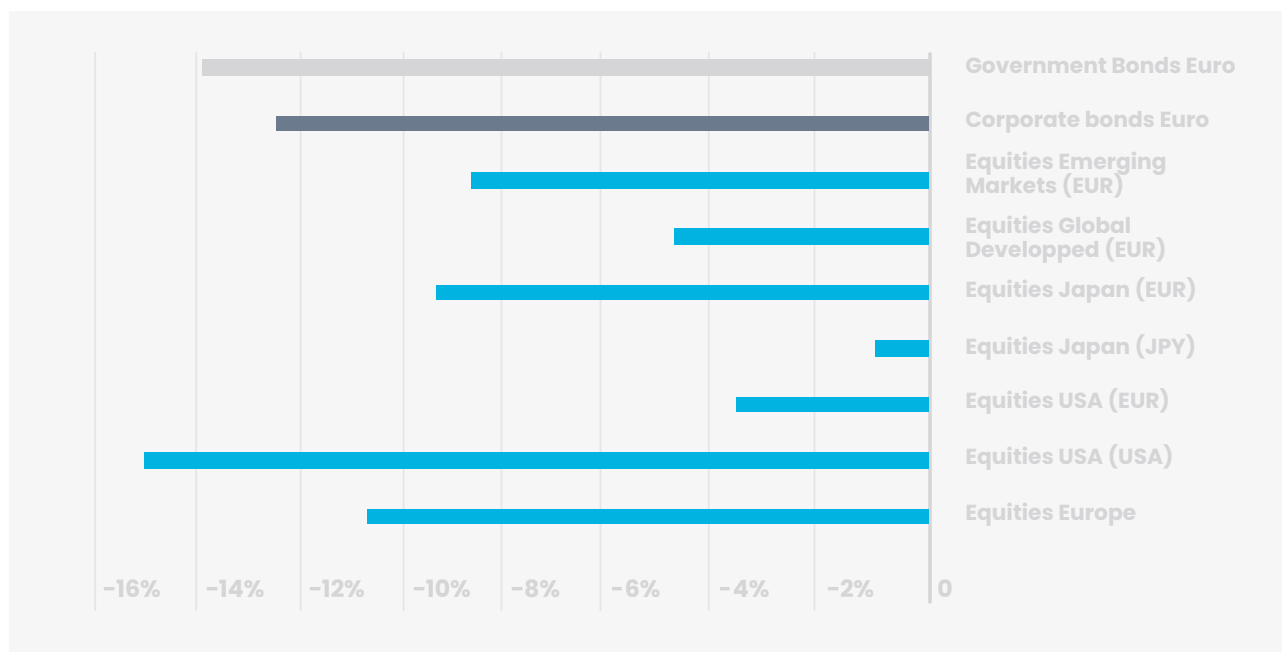
### Graphique 5 : Les rendements sont en hausse : Bunds à 10 ans, gilts et bons du Trésor américain.



Source : Candriam et Bloomberg, au 09/09/2022 Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



## Graphique 6 : Performance des classes d'actifs en 2022.



Source : Candriam, Bloomberg, indices actions MSCI, indice JP Morgan Government Bond EMU, indice Iboxx Euro Corporate Bond, indice Net Total Return du 31.12.2021 au 09.09.2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

**Tous ces éléments, ayant des impacts généralisés sur les retraites à différents niveaux, constituent un défi pour les marchés financiers et la société.**

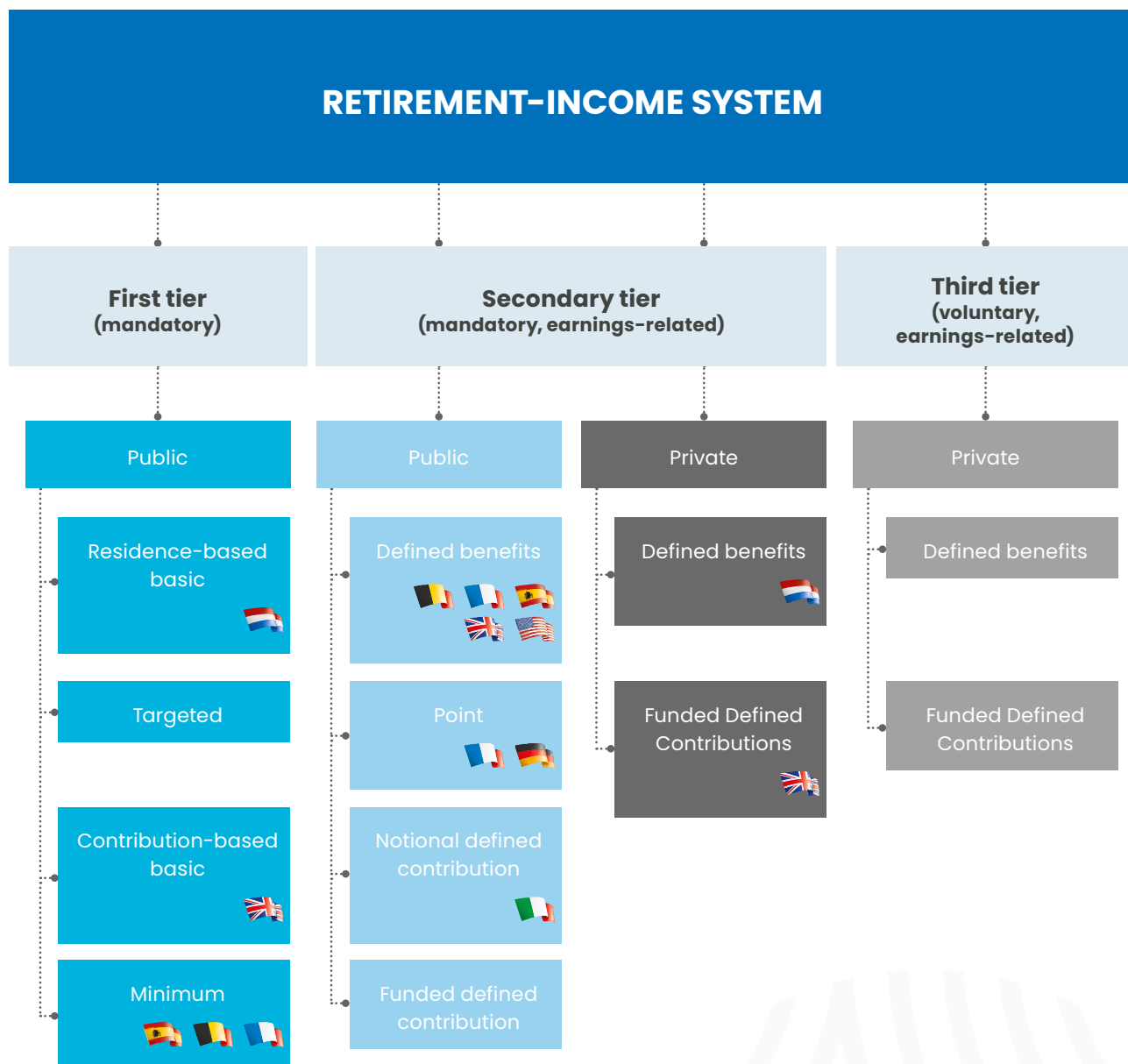
# Impact sur les régimes de retraite et les retraites.

La manière dont les systèmes de retraite ont été conçus varie considérablement selon les pays/juridictions. Tous portent leur propre empreinte d'histoire, de culture et de traditions nationales ou régionales, et ont été constamment modifiés par les gouvernements successifs cherchant à atteindre leurs objectifs politiques, économiques et démographiques. Certains types de fonds de pension, principalement les pensions d'État, sont payés par les cotisations de la population active. D'autre part, les prestations de retraite privées (d'entreprise) dépendent généralement de cotisations versées dans des fonds

au cours de la vie active, et de la qualité de la gestion de ces fonds.

Dans presque tous les cas, cependant, la retraite entraîne pour les individus une chute des revenus, et donc du niveau de vie. Cet impact peut être déterminant pour les retraités à faible revenu, étant donné que ce groupe est le moins susceptible de disposer d'économies supplémentaires sur lesquelles il peut compter pour faire face au coût de la vie.

Graphique 7 : Taxonomie de l'OCDE sur les prestations de retraite.



Source : OECD<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance\\_19991363](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance_19991363)

# Taux de remplacement des retraites et protection contre l'inflation par pays

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les pensions d'État couvrent un niveau de revenu minimum afin de s'assurer que les retraités ne vivent pas dans la pauvreté. Ces revenus sont généralement complétés par des retraites privées ou une épargne individuelle. Au Royaume-Uni, la valeur totale de la pension d'État était de 185 GBP par semaine à la mi-2022. Aux États-Unis, le niveau des pensions d'État dépend du niveau de revenu avant la retraite. Par exemple, un individu gagnant 1 250 USD par mois avant la retraite recevrait une pension d'État de 731 USD, un individu gagnant 3 000 USD recevrait 1 179 USD et un autre gagnant 6 000 USD obtiendrait 1 805 USD. Au Royaume-Uni, les salariés bénéficient de l'adhésion automatique à un régime de retraite professionnelle, tandis qu'aux États-Unis, les employeurs privés n'ont

aucune obligation de verser des pensions supplémentaires.

En France, en Allemagne, en Italie et en Espagne, la majeure partie des revenus des retraités est assurée par les pensions d'État. Dans certains pays, les employeurs peuvent mettre en place des pensions supplémentaires pour leurs salariés. Cela a été le cas historiquement avec de grandes entreprises en Allemagne.

Aux Pays-Bas, le niveau de la pension d'État AOW<sup>2</sup> était de 1271 € par mois avant impôt en juillet 2020, ce qui, comme au Royaume-Uni, est le niveau forfaitaire, quel que soit le niveau de revenu avant la retraite, mais la majeure partie de la population est couverte par un régime de retraite privé, d'entreprise ou sectoriel.

**Graphique 8 : Taux de remplacement des retraites par rapport aux revenus (en %) par pays.**

% de revenus individuels par rapport à la moyenne	Remplacement brut (retraites obligatoires)			Remplacement net (retraites obligatoires)			Remplacement net (obligatoire + volontaire)		
	50%	100%	200%	50%	100%	200%	50%	100%	200%
Belgique	67,5	43,4	29,2	70,9	52,2	51,9	86,8	74,2	81,3
France	60,2	60,2	51,9	71,3	74,4	64,5			
Allemagne	46,5	41,5	33,0	57,9	52,9	41,9	75,0	70,2	58,3
Italie	74,6	74,6	74,6	78,4	81,7	84,6			
Pays-Bas	73,1	69,7	68,0	84,7	85,3	81,0			
Espagne	73,9	73,9	67,0	80,1	80,3	74,7			
Royaume-Uni	70,6	49,0	38,2	79,2	58,1	47,7			
États-Unis	49,6	39,2	27,9	61,0	50,5	39,0	111,7	95,8	83,2

Source : Panorama des pensions 2021, OCDE

**Comment lire ce tableau (chiffres en bleu) :** Aux États-Unis, le taux de remplacement des retraites (net d'impôt) lié aux pensions obligatoires des travailleurs à revenus moyens (100 % du niveau de revenu moyen du pays) est de 50,5 % du salaire, alors qu'il est de 74,4 % en France. Le taux de

remplacement brut d'impôt lié aux pensions obligatoires pour une personne gagnant 50 % du revenu moyen aux Pays-Bas (personnes à revenus les plus faibles) est de 73,1 % du salaire.

<sup>2</sup> La pension AOW est une pension étatique de base fournie par le gouvernement néerlandais aux personnes ayant atteint l'âge de la retraite AOW. AOW est l'abréviation d'Algemene Ouderdomswet, la Loi nationale sur les pensions de retraite. Vous la recevrez si vous avez été assuré dans le cadre du régime de retraite néerlandais AOW. <https://www.netherlandsworldwide.nl/aow-pension-abroad/what-is-aow>

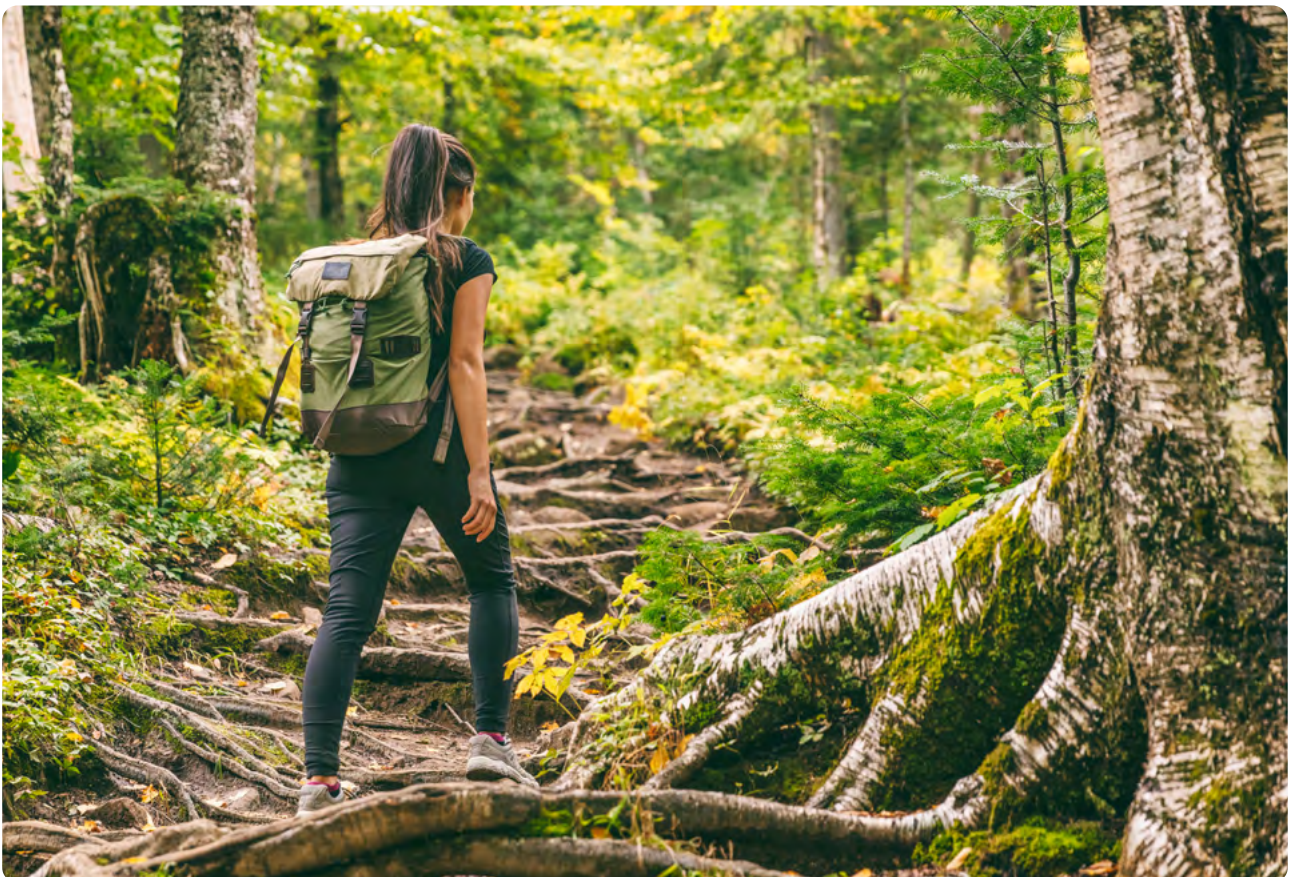
# Diminution de la valeur réelle/du pouvoir d'achat : quelles populations sont en danger ?

## Pensions d'État

L'essentiel de la protection contre les effets de l'inflation (indexation sur l'inflation) provient des pensions d'État. Par conséquent, les personnes vulnérables à l'inflation se trouvent dans des pays où les pensions d'État sont faibles, comme la Belgique, l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis. Ces personnes ont donc intérêt à les compléter par des revenus de retraite privés.

Dans les pays où les pensions d'État obligatoires représentent en moyenne la majeure partie des revenus des retraités, le lien avec l'inflation est également soumis à d'autres considérations liées au déficit actuel ou futur du système. Par exemple, en France, depuis 2013, les paiements des pensions d'État (brutes) n'ont pas réussi à suivre l'inflation, tant pour le régime général de retraite (CNAV) que pour les régimes professionnels complémentaires (AGIRC, ARRCO).

**L'inflation constitue donc une menace majeure pour les revenus des retraités lorsque les prestations ne sont pas indexées sur l'inflation. Toutefois, comme nous l'avons mentionné, les retraites obligatoires offrent généralement une forme de protection contre l'inflation, comme le montre le tableau ci-après.**



## Graphique 9 : Pensions publiques et obligatoires à prestations définies.

### Indexation des pensions d'État (et des pension complémentaires professionnelles aux Pays-Bas)

<b>Belgique</b>	Prix
<b>France</b>	<p>Prix des pensions générales (CNAV), prix et salaires ajustés en fonction de la pérennité du système de retraite à partir de 2023 pour les pensions complémentaires (AGIRC ARRCO)</p> <p>De 1948 à 1987, les pensions étaient indexées sur le salaire moyen. Depuis, à plusieurs reprises, l'exécutif a choisi de réduire l'indexation des retraites afin de faire des économies.</p>
<b>Allemagne</b>	Salaires ajustés en fonction de la pérennité du système de retraite
<b>Italie</b>	Prix
<b>Pays-Bas</b>	<p>AOW (pension d'État) : indexé sur le salaire minimum</p> <p>Indexation de l'objectif de prix des retraites professionnelles, mais l'indexation totale dépend du ratio actif passif.</p>
<b>Espagne</b>	[0,25 % ; prix +0,5 %], en fonction de la santé financière du régime
<b>Royaume-Uni</b>	Mécanisme Triple Lock (« verrouillage triple ») <sup>3</sup> : Max (prix, salaires, 2,5 %) pour la retraite de base
<b>États-Unis</b>	Prix

Source : Panorama des pensions 2021, OCDE ; Panorama des systèmes de retraites en France et à l'étranger, 2020, Conseil d'Orientation des Retraites

## Retraites privées

Les régimes de retraite professionnelle mis en place au cours des dernières décennies offrent un niveau de prestations nettement inférieur à ce qui était le cas auparavant. Par ailleurs, le passage des régimes à prestations définies aux régimes à cotisations définies est désormais bien avancé, et les revenus futurs des retraités sont davantage liés à la performance du marché qu'à l'évolution du coût de la vie.

Même en dehors des régimes à cotisations définies, la protection contre l'inflation n'est pas parfaite à 100 %. La

plupart des régimes de retraite néerlandais ont été autorisés à geler l'indexation des prestations sur les prix pour les aider à rester solvables et, contribuer à l'équité intergénérationnelle dans un contexte de taux bas et d'évolution démographique. Les régimes britanniques à prestations définies indexent généralement les retraites à l'indice des prix de détail (IPD) plafonné à 5 % par an ou moins. Cela signifie que les actifs des fonds de pension se déprécieraient de 6 % sur un an lorsque l'IPD augmente de 11 %.

<sup>3</sup> Le triple verrouillage a été introduit dans le régime de retraite de l'État britannique en 2010. C'était une garantie que la pension d'État ne perdrait pas de valeur en termes réels, et qu'elle augmenterait au moins conformément à l'inflation. Elle comprenait trois indicateurs distincts de l'inflation (« triple lock »).

# Impact sur les promoteurs des régimes de retraite.

## Pensions d'État

Comme nous l'avons mentionné, les régimes de retraite publics sont généralement financés par les cotisations de la population active. Les cotisations étant proportionnelles aux salaires, les augmentations des cotisations pourraient compenser l'augmentation des prestations si la hausse des salaires suit l'inflation, toutes choses étant égales par ailleurs. Toutefois, plusieurs mécanismes peuvent nuire à cette couverture « naturelle » :



- Les ajustements salariaux de l'inflation peuvent prendre du temps à se matérialiser
- Les cotisations de retraite ne sont pas toujours calculées sur l'intégralité du salaire
- Les chocs d'inflation peuvent avoir un impact négatif sur le marché du travail, et affecter le montant global des cotisations de retraite levées
- Les contributions des entreprises peuvent être gelées par une décision politique en cas de ralentissement économique, pour atténuer la pression sur les entreprises
- Les réserves des retraites publiques sont investies dans des classes d'actifs qui ne génèrent pas un rendement suffisant pour compenser l'inflation

## Régimes de retraite privés

La protection contre l'inflation offerte par les fonds de pension à prestations définies doit être financée soit par une stratégie d'investissement performante, soit par le(s) promoteur(s) du régime, ce qui peut prendre deux formes :

- Cotisations supplémentaires à la caisse de retraite pour compenser l'effet d'augmentation du passif
- Augmentation du passif net du promoteur vis-à-vis du fonds de pension, éventuellement garanti par les actifs de l'entreprise

L'augmentation des contributions en espèces n'est pas l'option privilégiée, car les entreprises souhaitent généralement utiliser la trésorerie pour leurs activités.

Nous ne pensons pas que cela changera dans le contexte de 2022, alors que leur base de coûts sera également fortement affectée par une inflation élevée. Les cotisations sont également étalées dans le temps et ne se traduisent pas immédiatement par une compensation de l'augmentation du passif du fonds de pension envers ses membres.

Le passif net du promoteur du fonds de pension correspond à la différence entre l'actif disponible pour le fonds de pension et son passif envers les titulaires de régimes (paiements). En utilisant les principes de la norme IAS 19<sup>4</sup>, la valeur de ce passif net du promoteur aurait pu diminuer en raison de l'importance considérable des taux d'actualisation, qui ont bondi d'environ 2 % entre fin décembre 2021 et fin juin 2022.

4 La norme établit le principe selon lequel le coût de la fourniture d'avantages sociaux doit être comptabilisé au cours de la période pendant laquelle l'avantage est perçu par le salarié, plutôt que lorsqu'il est payé ou payable, et précise comment est évaluée chaque catégorie d'avantages sociaux, en fournissant des indications détaillées sur les avantages postérieurs à l'emploi. [https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19\\_1998](https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19_1998)

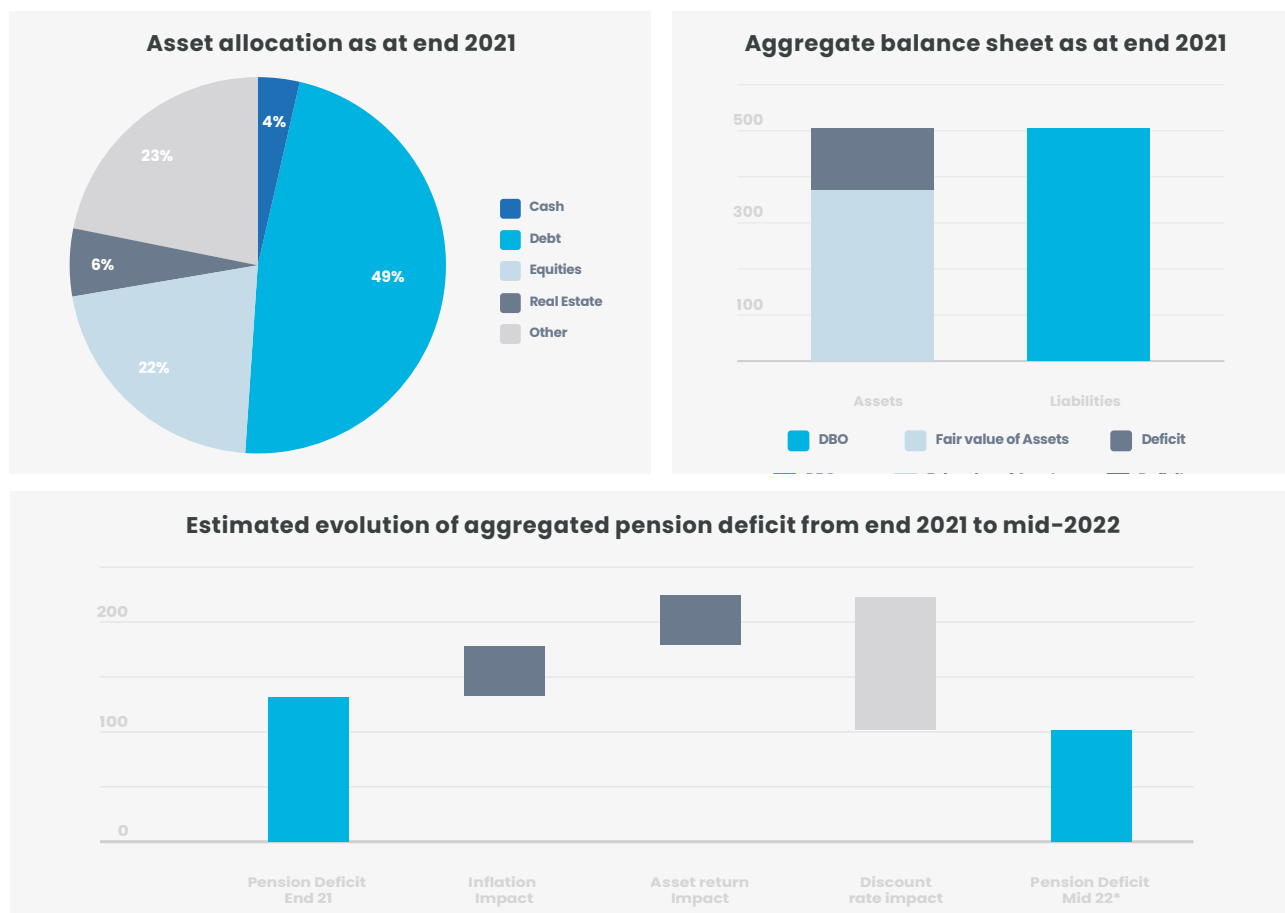
## Pensions d'entreprises européennes : Comment les passifs au titre des prestations définies ont-ils changé? (de l'exercice 2021 à mi-2022)

Nous avons voulu ici mesurer l'étendue du problème potentiel des régimes de retraite des entreprises européennes. Prenons en compte la valeur cumulée totale du déficit des prestations IAS 19 postérieures à l'emploi de toutes les entreprises de l'indice Eurostoxx 50™. Au cours de l'exercice 2021, il s'élevait à environ 130 milliards d'euros, répartis entre une obligation globale au titre des prestations définies (DBO) de 500 milliards d'euros et une valeur totale des actifs de 370 milliards d'euros.

Sur la base des rapports annuels des entreprises de l'Eurostoxx 50, les hypothèses moyennes d'inflation à long terme s'établissent actuellement à 1,8 % pour la zone euro, à 2,3 % pour les États-Unis et à 3,3 % pour l'IPD britannique en 2021. Si l'on suppose un scénario, considéré aujourd'hui comme très peu probable par les acteurs du marché, d'augmentation de 75 points de base de l'inflation pour chacun de ces trois marchés, déclenchant un choc sur l'inflation réalisée et la performance des actifs, le déficit global augmente de 90 milliards d'euros.

Toutefois, si nous ajustons également le taux d'actualisation du passif (financement par rapport à la valeur), le déficit diminuera de 120 milliards d'euros. En fin de compte, l'impact positif de la hausse des taux d'intérêt pourrait compenser tous les autres impacts négatifs. Cela étant, cela peut varier considérablement en fonction des règles et réglementations nationales en matière de retraite en fonction des pays et des règles des régimes individuels.

### Graphique 10 : Fonds de pension professionnels de l'Eurostoxx 50 : vue d'ensemble.



\* Hors coût des services, coût net des intérêts et plafond des actifs  
Source : Candriam, Bloomberg, cumul des rapports annuels des sociétés au 09/09/2022

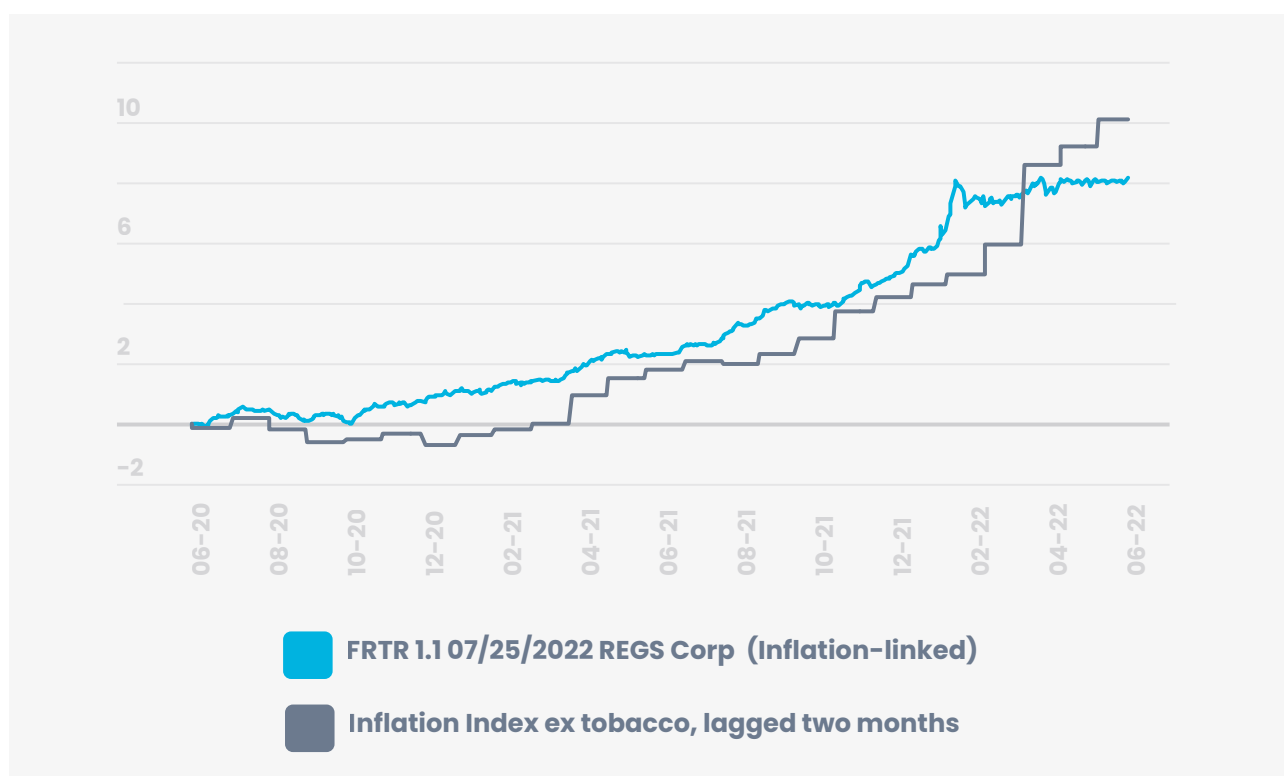
# Des solutions d'investissement dans une ère de hausse de l'inflation.

## Obligations et swaps indexés sur l'inflation : pour atténuer le risque d'inflation

Nous pensons que dans l'environnement de marché actuel, les obligations indexées sur l'inflation, de préférence sur la partie courte de la courbe, constituent la meilleure couverture contre les hausses inattendues de l'inflation. Leurs coupons et leur valeur nominale sont ajustés au fil du temps en fonction d'un indice d'inflation de référence, visant ainsi à protéger les actifs investis contre la hausse de l'inflation lorsqu'ils dépassent les attentes du marché.

La plupart de ces obligations sont des émissions souveraines, qui présentent peu de risque de défaut. Les swaps d'inflation offrent le même type de protection en tirant parti de l'exposition d'un portefeuille d'investissement à l'inflation. Dans l'ensemble, nous pensons que ces investissements peuvent être utilisés comme un outil efficace contre une hausse soudaine de l'inflation, même s'ils offrent un potentiel de surperformance limité.

**Graphique 11 : Obligations souveraines françaises à court terme indexées sur l'inflation : liées à l'indice d'inflation.**



Sources : Candriam, Bloomberg, Eurostat, au 09/09/2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Bien que ces types d'instruments financiers soient de loin le moyen le plus efficace et le plus « pur » d'atténuer le risque d'inflation, ils ont également leurs limites. Tout d'abord, **il est généralement trop tard (trop coûteux) d'acheter une couverture contre l'inflation lorsque le marché a déjà intégré des anticipations d'inflation élevée, et que la demande subséquente d'obligations et de swaps indexés sur l'inflation se reflète déjà dans leurs prix (élevés). En outre, ce type de couverture peut**

**être beaucoup moins efficace si le niveau d'inflation généralement attendu s'avère plus élevé que l'inflation réalisée en quelques années.** Deuxièmement, leur sensibilité à d'autres facteurs de risque peut entraîner une inadéquation entre l'exposition des investisseurs à l'inflation nationale et une moindre profondeur de marché. À court terme, la performance des obligations indexées sur l'inflation peut également s'écarter fortement de l'inflation.

## Obligations indexées sur l'inflation

**Les obligations indexées sur l'inflation sont généralement émises par des États. En Europe et aux États-Unis, elles constituent une petite partie de l'encours total de la dette publique, mais cela représente toujours des montants élevés en termes absolus.**

		En cours d'émissions d'obligations indexées sur l'inflation, en monnaie locale, juin 2022	% d'obligations indexées sur l'inflation par rapport aux émissions souveraines totales en juin 2022	Actifs des plans d'épargne retraite fin 2020
Zone euro, Mds €	Allemagne	57	4,5%	
	Espagne	61	5,9%	
	France	200	10,8%	
	Italie	137	8,2%	
	Autres			
	<b>Total</b>	<b>456</b>	<b>6,2%</b>	<b>3.051</b>
Royaume-Uni, Mds £		367	19,4%	2.679
États-Unis, Mds \$		1.356	8,3%	35.491

Source : Candriam, Bloomberg et OCDE

Une remarque importante à ce stade est que la taille actuelle des obligations indexées sur l'inflation n'est pas suffisante pour couvrir l'exposition à l'inflation de tous les droits à la retraite. Au Royaume-Uni, la réduction du niveau de risque des fonds de pension

à prestations définies a souvent été décrit comme une source de distorsion des prix et de la liquidité pour les obligations indexées sur l'inflation, ce qui les rend plus chères en raison de leurs bénéfices en matière de couverture.

Mathématiquement, le prix d'une obligation indexée sur l'inflation à la date  $t$ , à échéance en  $t_N$  et avec un coupon réel de  $c$  peut être représenté comme suit  $B^{IL}(t, t_N) = I(t) \times B^r(t, t_N)$ , sachant que

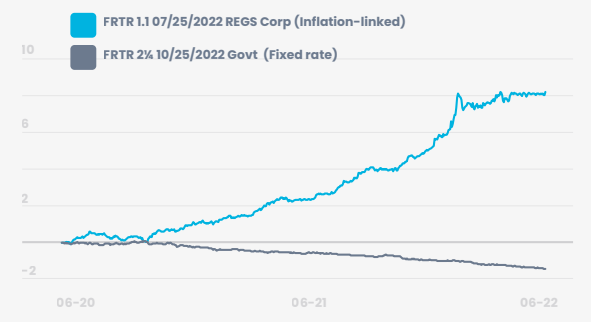
- $I(t)$  est le ratio d'inflation, c'est-à-dire le rapport entre la valeur de l'indice d'inflation à la date  $t$  et la valeur de l'indice à la date d'émission

- $B^r(t, t_N) = \sum_{i=1}^N \frac{c}{(1+r(t, t_i))^{t_i-t}} + \frac{1}{(1+r(t, t_N))^{t_N-t}}$  est la somme des coupons réels futurs et du principal actualisés sur la courbe des taux réels à la date  $t$ ,  $\{r(t, t_i); i = 1, \dots, N\}$

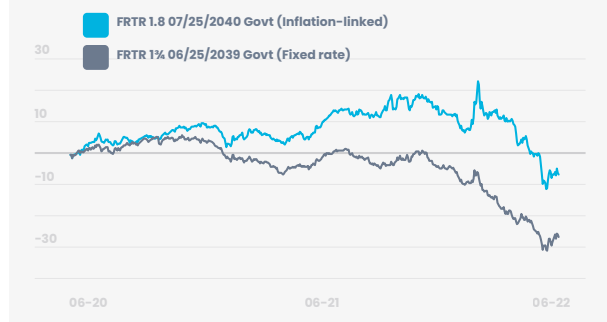
Nous constatons ici que le prix des obligations indexées sur l'inflation est également sensible à des moteurs de performance autres que l'inflation, à savoir les taux d'intérêt réels et les spreads des emprunts d'État de la zone euro. Une hausse rapide de l'inflation aurait également un impact sur ces facteurs, ce qui pourrait déclencher des fluctuations soudaines de prix de ces titres obliga-

taires à court terme, davantage qu'un changement du niveau de l'inflation. Il est possible d'améliorer la corrélation avec l'inflation réalisée en investissant dans des obligations de maturité plus courte, mais il est alors plus complexe de mettre en place une gestion actif-passif correspondant à la fois à la sensibilité à l'inflation et au flux de trésorerie pour chaque échéance.

### Performance of short term bonds



### Performance of long term bonds

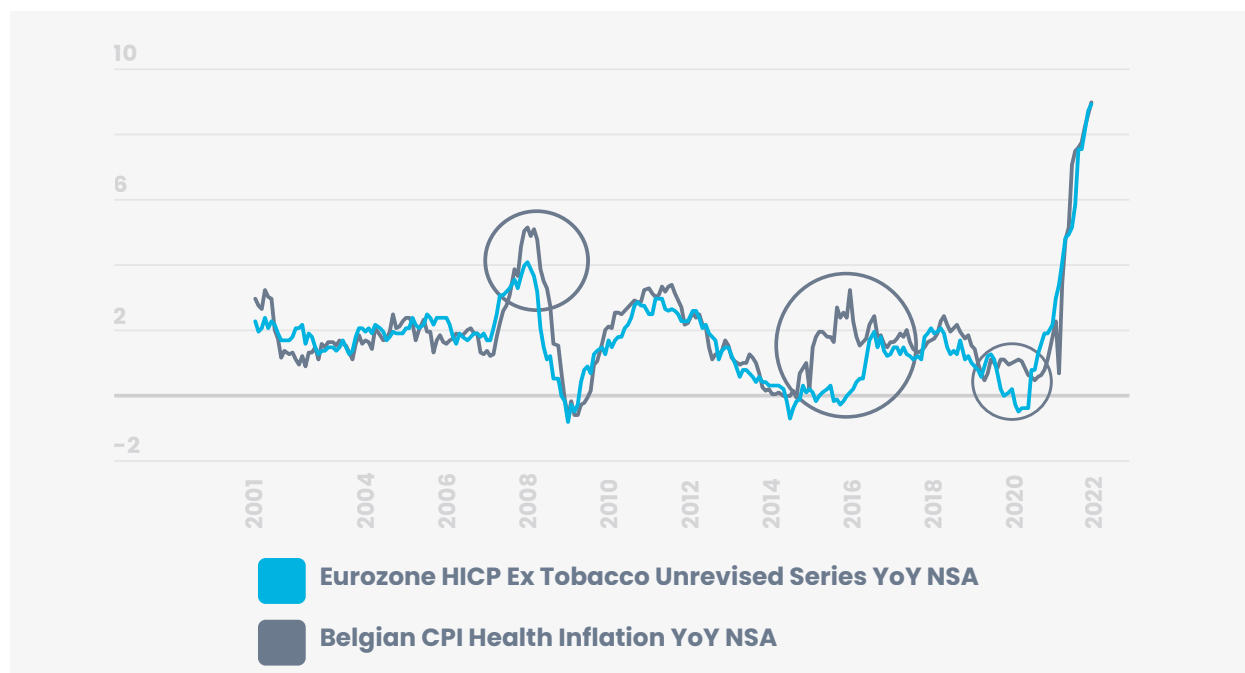


Source : Bloomberg, juillet 2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

De plus, le risque de base (d'inadéquation) entre l'indice d'inflation auquel ces instruments obligataires sont liés et l'exposition des fonds de pension à l'inflation est lui aussi présent.

Par exemple, au Royaume-Uni, les instruments indexés sur l'inflation sont liés à l'indice des prix de détail (IPD), tandis que certaines retraites sont désormais indexées sur l'indice des prix à la consommation (IPC). Dans la

zone euro, ils sont principalement liés à l'IPCH hors tabac, et certaines obligations françaises et italiennes sont liées à leur IPC intérieur. En outre, en Belgique, tous les salaires et certaines retraites sont indexés sur l'indice santé d'inflation belge, qui a parfois fortement différé de l'IPCH européen. Ainsi, si la couverture offerte par les obligations indexées sur l'inflation reste efficace, elle est imparfaite en raison des différences dans les mesures de l'inflation utilisées par les différents États.



Source : Bloomberg, Eurostat, Institut national belge de statistique au 09/09/2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

# Actifs réels : revenu indexé sur l'inflation

Les actifs réels, en particulier d'immobilier et d'infrastructures, offrent une couverture partielle contre l'inflation, car certains de leurs revenus sont directement ou indirectement liés à l'inflation. Toutefois, la valorisation (le prix) de ces actifs est également liée à d'autres facteurs tels que les taux d'intérêt, qui peuvent compenser la hausse des revenus due à l'inflation. Mais tous ces actifs devraient en fin de compte offrir un rendement excédentaire supérieur à l'inflation tout au long du cycle économique.

## Immobilier

Sur la plupart des marchés européens, l'indexation sur l'inflation est une caractéristique propre aux contrats de location, si bien que toute hausse de l'inflation se reflète mécaniquement dans le montant des loyers et dans le résultat d'exploitation net, dans la plupart des cas sur une base annuelle, ce qui offre une protection directe.

En outre, la nature de la stratégie d'investissement Core Plus<sup>5</sup> est bien adaptée pour faire face à l'inflation, car :

- Elle permet de concentrer le risque sur la location des logements vacants et l'extension des baux, ce qui confère un levier opérationnel et la capacité d'augmenter rapidement les loyers lorsque ces hausses sont alimentées par l'inflation. Cela améliore l'efficacité de la « couverture » de l'inflation.

- Cette approche vise des actifs présentant de faibles dépréciations de location, évalués en fonction d'un niveau d'incertitude concernant la location. Elle se concentre donc sur des biens offrant un rendement supérieur à ceux dont les loyers sont stables. Ces rendements augmentent lorsque les gérants louent de l'espace et valorisent les loyers au prix du marché. L'effet combiné de la hausse du rendement d'entrée et de l'augmentation du résultat d'exploitation net<sup>6</sup> procure au gestionnaire d'investissement une « marge de sécurité » importante par rapport au rendement « core » et offre une meilleure couverture des intérêts. Cela permet souvent d'atténuer les hausses négatives de rendements, ainsi que le risque d'inflation.

## Infrastructures

Les infrastructures couvrent un éventail d'investissements, notamment l'énergie, les transports et les services aux collectivités, qui se caractérisent, dans de nombreux cas, par des flux de revenus réglementés et prévisibles et des barrières à l'entrée élevées. Ces investissements peuvent offrir une protection contre l'inflation.

Par exemple, dans de nombreux pays, les péages routiers sont liés à l'inflation d'une manière ou d'une autre. Les revenus des services réglementés d'eau et d'énergie sont souvent liés à l'inflation par la loi. Cependant, tous les équipements d'infrastructure ne bénéficient pas de ces conditions. Dans certains cas, les opérateurs d'infrastructures disposent d'un pouvoir de fixation des prix suffisant pour répercuter l'inflation sur leurs consommateurs, mais certains prix peuvent également être gelés par une décision politique. Les autres sous-secteurs sont très peu liés à l'inflation.



<sup>5</sup> Core Plus est un style de gestion d'investissement qui permet aux gérants d'accroître leur base de positions au moyen d'instruments offrant un risque plus élevé, mais aussi un rendement potentiel plus élevé.

<sup>6</sup> une formule utilisée dans l'immobilier pour calculer rapidement la rentabilité d'un investissement particulier. Elle détermine les revenus et la rentabilité des biens immobiliers objets de l'investissement après déduction des charges d'exploitation nécessaires.



## Investissements en actions : comment atténuer l'inflation et générer un rendement supplémentaire ?

Bien que le régime d'inflation élevée entre le second semestre 2021 et 2022 se soit accompagné de replis des marchés actions, nous pensons qu'une inflation modérée ne nuit pas nécessairement à la performance des actions si elle ne dépasse pas les anticipations actuelles.

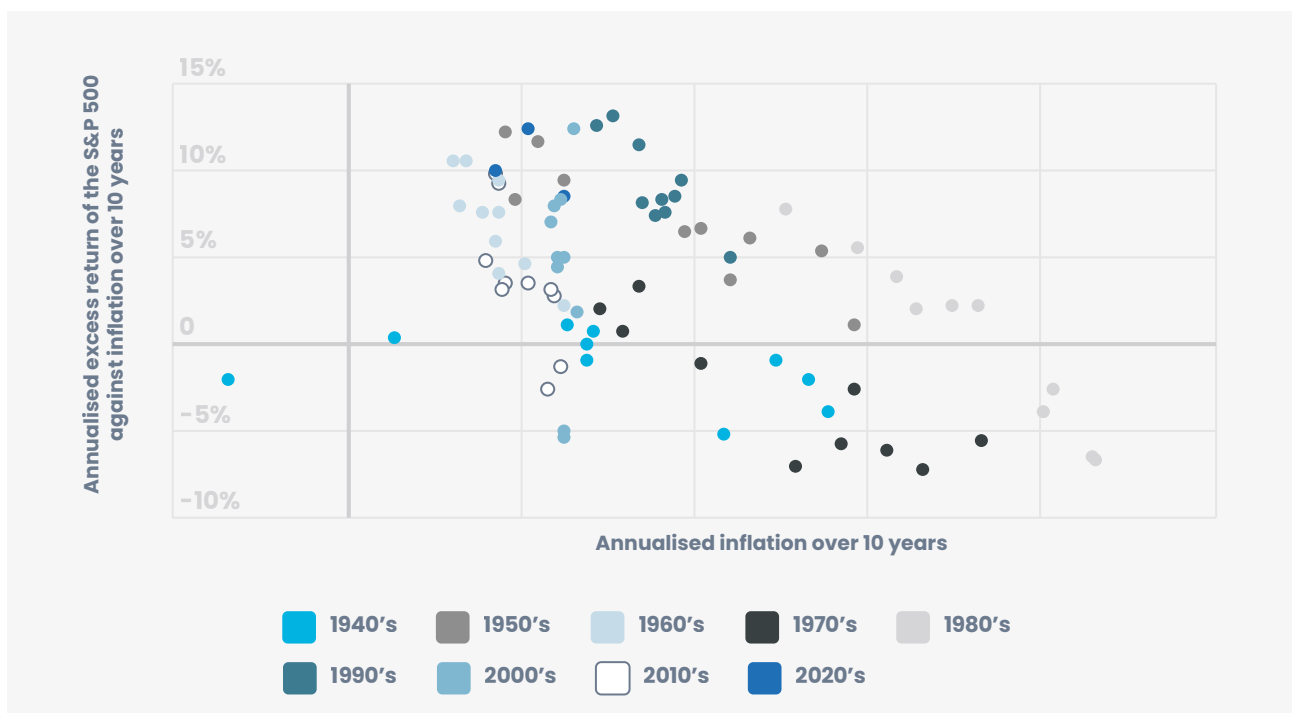
Nous devons d'abord noter que l'équilibre entre les contributions, les prestations et les rendements des investissements dans un régime de pension doit être atteint sur le long terme, ce qui sous-entend une planification sur une durée moyenne de vie humaine.

Compte tenu de cet horizon temporel, il est judicieux de prendre des risques et d'investir dans des classes d'actifs à rendement attendu plus élevé, comme les actions. Au cours du siècle dernier, l'indice S&P 500 a enregistré une

performance moyenne d'environ 6 % par an, sans tenir compte des dividendes distribués. Sur la même période, l'inflation a été proche de 3 %. À long terme, les performances des actions devraient être supérieures à l'inflation des prix, car les entreprises ajustent leurs propres prix pour rester rentables et profiter des gains de productivité et de l'innovation.

Toutefois, le rendement excédentaire des actions par rapport à l'inflation n'est pas constant dans le temps et dans tous les régimes d'inflation, comme le montre le graphique ci-dessous. Lorsque l'inflation dépasse 4 % en moyenne sur une décennie, la surperformance des actions par rapport à l'inflation recule fortement, mais en dessous de 4 % par an, le rendement excédentaire reste globalement largement positif.

**Graphique 12 : Performance annualisée des actions, nette de l'inflation sur 10 ans (axe vertical) par rapport à l'inflation annualisée. 10 points par décennie, chaque point représentant une fin d'année de la décennie**



Source : Bloomberg, S&P, US Bureau of Labor Statistics, Candriam au 09/09/2022. <https://bondvigilantes.com/>

Tant que le régime d'inflation actuel ne déraile pas comme dans les années 1970 et 1980<sup>7</sup>, les actions devraient continuer à offrir des performances ajustées de l'inflation attractives. Au cours de ces deux décennies, la performance des obligations et des actions a été à peu près comparable, de sorte qu'aucune classe d'actifs standard n'a pu générer une performance significativement supérieure à l'inflation.



<sup>7</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1109.pdf>

# **Il n'existe pas de solution standard. Mais nous avons les outils.**

**La hausse de l'inflation et des taux d'intérêt a atteint des niveaux inédits depuis 40 ans. Il est donc inutile de chercher des solutions toutes faites dans un passé récent, il n'en existe pas.**

**Les fonds de pension sont donc aujourd'hui confrontés à l'urgence de déterminer des stratégies d'investissement prudentes, diversifiées, flexibles et faciles à ajuster en fonction des conditions de marché et de leur niveau de financement. De nombreux fonds de pension sont largement exposés aux obligations pourraient aussi avoir besoin de reconsidérer l'appariement de leurs passifs et de leurs actifs en matière de sensibilité à la duration et à l'inflation.**

**Nous souhaitons toutefois appeler le lecteur à la prudence. Même avec les choix d'investissements les plus brillants, le volet le plus important d'un système de retraite robuste est la stratégie de financement à long terme, fondée sur des hypothèses reflétant un degré raisonnable de prudence. La performance des investissements est certes importante, mais elle ne compensera que rarement des cotisations insuffisantes par rapport aux prestations de retraite escomptées.**





**143 Mds €**

**d'actifs sous gestion  
Juin 2022**



**600**

**experts  
à votre service**



**25 ans**

**Leader dans  
l'investissement responsable**

**Ce document commercial est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse.** Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

**Attention:** les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne préjugent pas des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site [www.candriam.com](http://www.candriam.com) les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds y inclue la valeur liquidative des fonds. Les droits des investisseurs et la procédure de réclamation sont accessibles sur les pages réglementaires dédiées du site internet de Candriam : <https://www.candriam.com/en/professional/legal-and-disclaimer-candriam/regulatory-information/>. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation. Conformément aux lois et règlements applicables, Candriam peut décider de mettre fin aux dispositions prévues pour la commercialisation des fonds concernés à tout moment.

Informations sur les aspects liés à la durabilité : les informations sur les aspects liés à la durabilité contenues dans ce document sont disponibles sur la page du site internet de Candriam : <https://www.candriam.com/en/professional/market-insights/sfdr/>. La décision d'investir dans le produit commercialisé doit prendre en compte toutes les caractéristiques et objectifs du produit commercialisé tels que décrits dans son prospectus, ou dans le document d'information communiqué aux investisseurs en conformité avec le droit applicable.



**CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.**  
**[WWW.CANDRIAM.COM](http://WWW.CANDRIAM.COM)**

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY