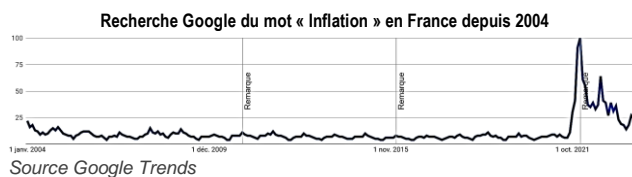


La hausse salubre, ardemment souhaitée, et en réalité assez modeste, des taux d'intérêt nominaux pourrait bien déjà toucher à sa fin. Ce qui ne signifie pas du tout une baisse prochaine. Les taux réels ? Ils ont à peine remonté. Bonne nouvelle alors ? Oui mais...

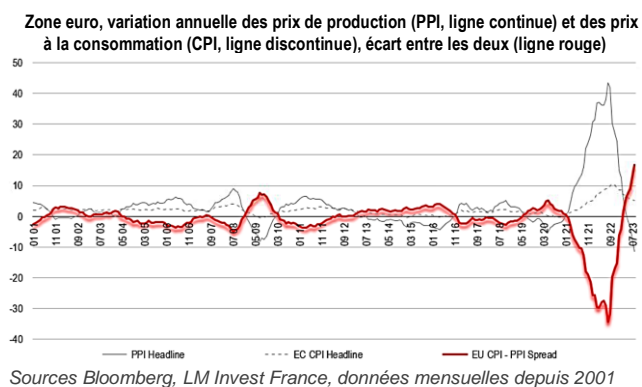
Affaiblissement généralisé du niveau d'inflation et scandale des prix à la consommation

Que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe, les récentes annonces de niveaux d'inflation en baisse, à présent situés dans une zone [4%-5%], étaient largement anticipables, les mécanismes désinflationnistes à l'œuvre étant visibles dès le mois de mars 2023¹. Les paramètres implicites de mesure de l'inflation, allant de l'évolution de la masse monétaire aux cours du blé et de l'acier, en passant par le fret, étaient alors tous en baisse. Exemple concret avec le cours du blé tendre rendu Rouen : pic de 450€/t après l'invasion de l'Ukraine, aujourd'hui à 200€/t, soit le même cours qu'en 2020. Inflation : 0%.

Concomitamment d'ailleurs, le sujet intéresse moins, comme on le constate sur le graphique ci-dessous des recherches effectuées en France sur le thème de l'inflation.



Persiste en revanche une inadmissible incohérence entre l'évolution des prix de production, en baisse, et celle des prix à la consommation, toujours en hausse.



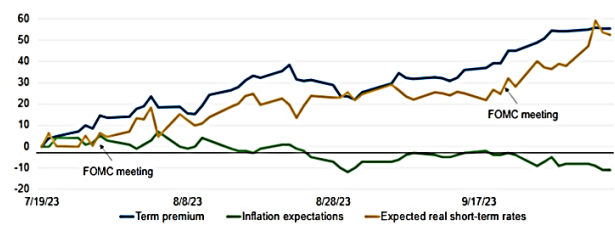
Poursuivons avec l'exemple très simple du blé. Sur la période 2020-2023, en fonction des sources, on peut estimer la hausse du prix de la baguette à 5%. Où est passée la différence entre 0% et 5% ? Pas dans les prix du gaz ou du transport, ils se sont effondrés. Pas ceux de l'immobilier, ils n'ont pas bougé. Dans ceux d'autres intrants surement, mais pas dans ces proportions. Rendez-vous très prochainement pour les résultats des entreprises dans les secteurs de l'agro-alimentaire ou de la grande distribution.

¹ <https://lminvestfrance.com/2023/03/07/contexte-de-marche-au-7-mars-2023/>

Déterminants de la hausse du taux 10 ans US

Si les niveaux d'inflation se stabilisent, pourquoi alors le taux d'intérêt nominal américain à 10 ans poursuit-il sa hausse, voire même l'accélère depuis cet été, en progression de 100bp ? Pour répondre à cette question, il faut décomposer ce taux comme l'addition de trois anticipations, d'inflation d'une part, du niveau des taux court terme dans le futur d'autre part, et de la perception du niveau d'incertitude des investisseurs (« Term premium », sorte de rémunération du temps), en troisième lieu.

Moody's, étude détaillée des déterminants de la hausse du taux 10 ans depuis l'été 2023 aux Etats-Unis, analyse des trois facteurs
Change since Jul 19, 2023, bps



Sources Moody's Analytics, Réserve fédérale américaine

Une étude réalisée par Moody's Analytics montre que la hausse de 100bp du taux d'intérêt depuis cet été s'explique comme suit.

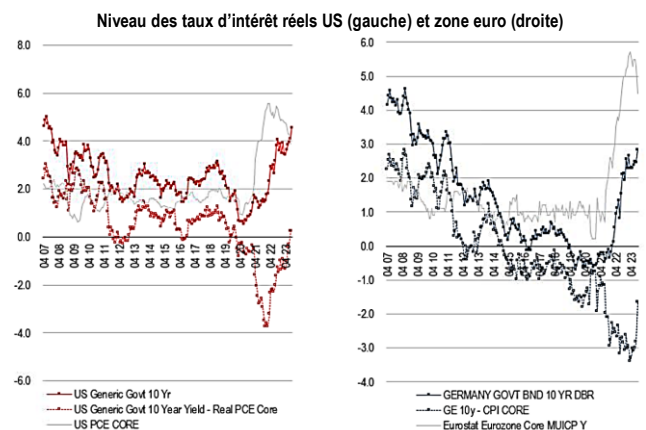
Pour 50bp, par le fait que, compte tenu de la solidité de la croissance américaine, la Fed ne baissera pas ses taux avant longtemps, ce qu'elle a assez fermement exprimé les 27/07 et 20/09 -stratégie surnommée outre-Atlantique « higher-for-longer ».

Pour 50 autres bp, par l'incertitude de plus en plus prégnante due à un niveau d'endettement des Etats-Unis considéré par les investisseurs comme excessif. Est-il utile de le préciser, le même raisonnement s'applique à l'Europe en général et à la France en particulier.

Pour 0 bp enfin par les anticipations d'inflation. CQFD.

La hausse des taux d'intérêt réels a, elle, débuté beaucoup plus récemment, et elle demeure très timide : le taux réel allemand est encore largement négatif, ou proche de 0 en fonction des mesures retenues.

On notera par ailleurs un décalage de timing et de cadence entre US et zone euro.



Sources Bloomberg, LM Invest France

Pétrole cher

Tout cela est donc bien beau et sous contrôle, sauf que... sauf que le contexte actuel, économique et géopolitique², ne peut conduire qu'à une poursuite du renchérissement des prix du pétrole en particulier et des matières premières en général. Outre des niveaux de stocks bas, l'équilibre actuel entre offre et demande est précaire. L'IEA³ estime que pour 2023, la demande devrait atteindre un nouveau record à ~102M de barils, pour une offre équivalente (Demande 101,9Mbpde vs Offre 101,6Mbpde). Pour 2024, ce même équilibre devrait subsister à un niveau plus élevé de 103M de barils (Demande 102,7Mbpde vs Offre 103,3Mbpde).

Cette situation de pétrole cher est particulièrement défavorable à l'Europe, importatrice d'énergies fossiles, qui prend du retard sur l'exportateur américain. Ce constat, cruel, est clairement établi par Charles Michel lui-même.

Les Echos, 05/12/22, interview du Président du Conseil, Charles Michel

09 | Les Echos | Lundi 5 décembre 2022

MONDE

«L'Europe est en train de s'appauvrir»

- Dans un entretien accordé à plusieurs journaux européens, Charles Michel, le président du Conseil européen, justifie son déplacement controversé en Chine.
- Il revient également sur les tensions commerciales entre l'UE et les Etats-Unis.

Profil recouvert par Fabienne Schmidt @FabienneSchmidt - Bureau de Bruxelles

CHARLES MICHEL, Président du Conseil européen

Nous avons souligné au G20 la nécessité de coordonner les politiques économiques pour faire face aux conséquences de la guerre en Ukraine contre l'inflation. Cela doit se faire dans le dialogue. Ce dialogue n'est pas nouveau : c'est un dialogue qui existe depuis des décennies. Ce dialogue n'est pas nouveau : c'est un dialogue qui existe depuis des décennies. Ce dialogue n'est pas nouveau : c'est un dialogue qui existe depuis des décennies.



Charles Michel, Président du Conseil européen

Qu'a apporté votre déplacement très critique en Chine ? La diplomatie, c'est un travail de longue haleine. Ce n'est pas un travail de longue haleine. Ce n'est pas un travail de longue haleine. Ce n'est pas un travail de longue haleine.

« Retroussons-nous les manches, allons les yeux dans les yeux et défendons nos valeurs... »

Le dialogue doit être un partenariat fort des Etats-Unis et non pas un partenariat général, capable de faire face à toutes les situations.

Les relations avec l'Ukraine sont très importantes. Nous sommes très impliqués dans la situation de l'Ukraine.

Il ne s'agit pas d'être défiant contre les Etats-Unis, mais de défendre nos intérêts.

En politique internationale, c'est le corps à corps diplomatique qui, progressivement, a un impact.

Source Les Echos

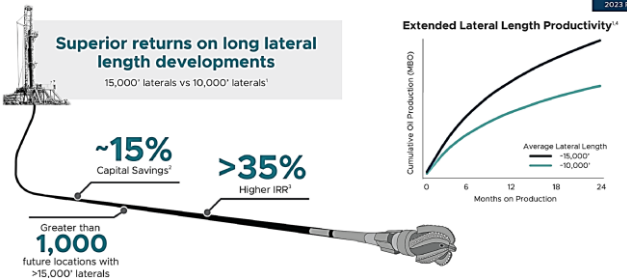
Comme cela a déjà été évoqué maintes fois⁴, sachons ne pas subir cette situation. Nous disposons pour cela des plus belles sociétés au monde dans le domaine de l'énergie - évoquons naturellement TotalEnergies.

Transaction dans le bassin permien

Le 11/10/23 a été annoncée l'opération historique de rachat de la société Pioneer Natural Resources aux Etats-Unis, par ExxonMobil. Pour faire simple, Pioneer Natural appartient au petit groupe d'exploitants ultra-pollueurs du Bassin permien procédant à l'exploitation pétrolière par une technologie de fragmentation des roches schématisé ci-dessous.

Description du système de fracking latéral sous-terrain

2023 P1



Source Pioneer Natural Resources, présentation investisseurs.

² <https://www.wsi.com/business/energy-oil/iea-warns-of-increased-risk-to-oil-markets-amid-israel-conflict-3a7a5f11?mod=djem> EnergyJournal

³ <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-october-2023>

⁴ Voir par exemple notes du 10/12/21

<https://minvestfrance.com/2021/12/10/market-flash-reflexions-sur-la-gestion-isr-10-12-21/> et 15/02/22

Cette opération confèrera à ExxonMobil une part de marché d'environ 15% dans le Bassin permien. Assez hallucinant de se faire imposer un label B Corp par le même pays ami et concurrent qui carbure au pétrole pas cher le plus polluant au monde.

Les termes de l'opération, dans les grandes masses, ne sont pas inintéressants à observer. L'ultra-pollueur Pioneer Natural Resources vaut environ 60Mds\$ en Valeur d'Entreprise (EV) : 56Mds\$ de capitalisation + 4Mds\$ de dette nette. C'est le prix que propose ExxonMobil. Cette valorisation correspond à 6x l'Ebitda 2023. TotalEnergies réalise ~70Mds\$ d'Ebitda pour 150Mds\$ EV correspondant à une ratio de 2x.

Pourquoi de tels écarts de valorisation, de surcroît entre une société qui réalise la moitié de ses investissements dans les énergies renouvelables et l'autre qui appartient à un groupe d'exploitants continuant de faire n'importe quoi dans le Bassin permien ? TotalEnergies pourrait raisonnablement valoir 200€ / action. Oui, le niveau de l'inflation, et des taux d'intérêt, pourrait se stabiliser. Première menace, les niveaux d'endettement des Etats. Deuxième menace, celle du prix des matières premières en général et du pétrole en particulier. Il existe un moyen de s'en prémunir : faire de chaque citoyen un actionnaire. Car ce que le consommateur paye d'une main (essence bien sûr, mais aussi téléphonie, alimentation...), l'actionnaire peut largement le récupérer de l'autre. Pas besoin pour cela de coter 80 licornes en bourse.