

# PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

1<sup>er</sup> semestre 2022

# AMS

ASSET MANAGEMENT SERVICES



## LE RETOUR D'UNE INFLATION STRUCTURELLE ?

Jusqu'à la mi-2021, l'inflation se limitait à une inflation des actifs financiers et immobiliers, stimulés par les politiques monétaires accommodantes des autorités FED - BCE - B of E.

Les derniers chiffres d'inflation sont élevés : 6,8% aux États-Unis et 5,0% en Zone Euro sur un an glissant en novembre sachant que la hausse des prix de l'énergie représente une part importante de cette inflation.



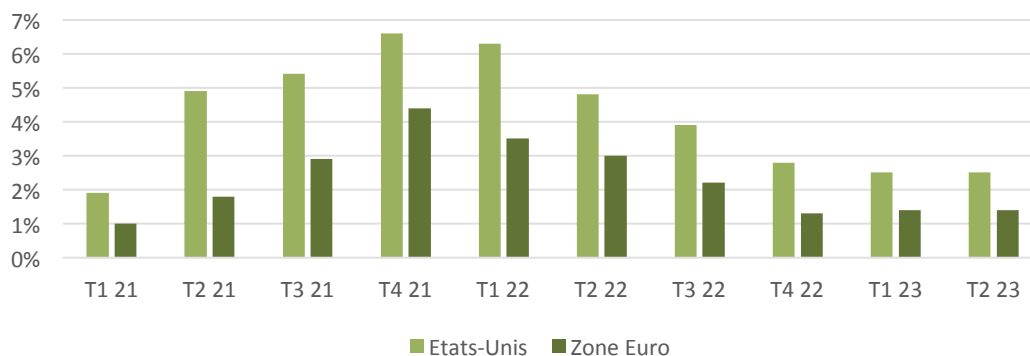
### Cette hausse de l'inflation a des causes ponctuelles

Le changement dans la structure de la consommation des ménages (plus d'achats de biens durables) combinée aux mesures de soutien financier en faveur de ceux-ci ont eu un impact inflationniste important.

### Mais également des causes plus structurelles

La transition énergétique sera fortement inflationniste sur les deux continents. Les économistes estiment l'impact à 0,5 points par an pendant au moins une dizaine d'années. Deuxième élément inflationniste plus structurel : les salaires chinois ayant beaucoup progressé, l'impact de la mondialisation sera de fait moins déflationniste.

Evolution des prix à la consommation  
(sur un an glissant)



source : bloomberg

Face à cette situation quelle va être la réaction des Banques Centrales ?

## LES REACTIONS POSSIBLES DES BANQUES CENTRALES

Les banques centrales réagissent toujours en deux étapes face à un risque d'inflation :

- 1<sup>ère</sup> étape : réduction des achats d'actifs
- 2<sup>ème</sup> étape : augmentation des taux

- La première étape est enclenchée : aux États-Unis, la FED réduira ses achats d'actifs de 30 milliards par mois à compter de janvier. En Europe la réduction sera probablement plus progressive.

- La deuxième étape est également annoncée aux États-Unis : les anticipations des membres du FOMC (dot plots) sont trois hausses de taux pour 2022, deux en 2023, deux en 2024 afin d'atteindre 2,50 % à moyen terme (contre 0,00-0,25 actuellement). Le message semble bien passer, les marchés apprécient cette « reprise en main » et ne voient pas ces décisions comme une remontée trop rapide qui casserait l'inflation au risque de briser la dynamique de la croissance.

Cependant cela reste fragile : il est possible que les autorités aient déjà un train de retard face à une inflation en réalité plus installée. Le terme de « spirale » inflationniste n'est certes pas encore de mise - les attentes à court terme sont plutôt en baisse - encore faut-il que la hausse des salaires reste contenue sans prendre le relais de la hausse des prix à la consommation. A ce sujet, personne à ce stade n'évoque l'indexation des salaires mise en œuvre dans les années 70 et qui avait à l'époque entretenu un cercle vicieux.

L'essentiel est que les marchés n'aient pas le sentiment de voir des autorités « embarquées » malgré elles dans un programme régulier de hausses inéluctables. Or il est trop tôt pour y répondre. D'autant plus que la décision de relever les taux, censée protéger de l'inflation, n'a guère d'impact particulier sur, par exemple, le prix du pétrole.





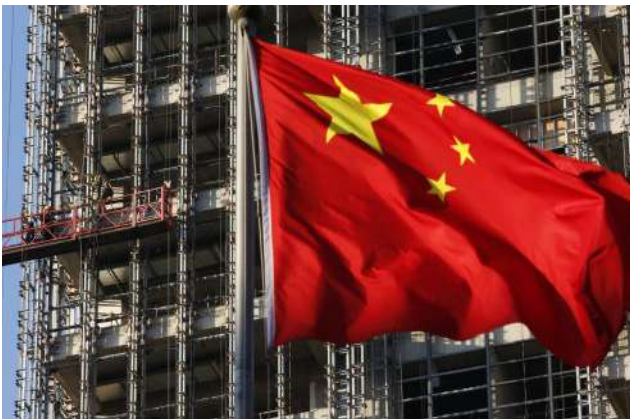
## LES ECHANGES DANS LE MONDE

Les membres de l'OMC (entre autres la Chine, les États-Unis et l'Europe) ont annoncé avoir trouvé un accord qui facilitera les échanges dans le domaine des services. Or les services représentent une place de plus en plus importante dans les échanges mondiaux (l'OMC estime qu'avant vingt ans, les services représenteront un tiers du commerce mondial).



## LE RALENTISSEMENT DE L'ECONOMIE CHINOISE

### Le ralentissement en Chine va-t-il avoir un impact sur l'économie mondiale ?



Le message envoyé en Chine est très clair : la tradition de garantie implicite de l'Etat n'a plus cours. EVERGRANDE subira une grande restructuration « vente par appartements ». Il demeure que le marché financier chinois semble avoir déjà intégré les déboires sur l'immobilier et les valorisations des sociétés chinoises sont désormais redevenues attractives par rapport aux sociétés du même secteur aux Etats-Unis et même en Europe. Nous pensons qu'après les réformes de structures engagées, le marché chinois offre les meilleures perspectives de hausse pour 2022.

## LA SITUATION SANITAIRE

### L'apparition d'un nouveau variant remet elle en question la tendance haussière avec la mise en place de nouvelles mesures de confinement ?

Nous n'avons à ce jour aucune certitude sur le variant Omicron. Il semble néanmoins que ce nouveau variant soit plus contagieux mais moins grave. Il s'agit de l'évolution normale d'un virus. Par ailleurs, l'attention des investisseurs est centrée sur les vaccins alors que les avancées sur les traitements (MERCK) semblent avancer rapidement.

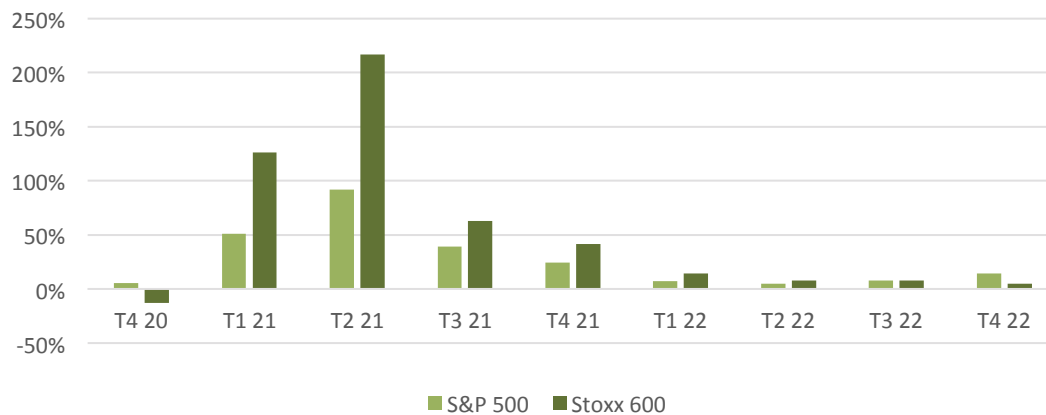


## MICRO ECONOMIE

### Les résultats exceptionnels des entreprises vont-ils se poursuivre dans les trimestres à venir ?

Les réserves d'épargne sont considérables et les entreprises ont des bilans sains. Nous aurons peut-être un ralentissement dans la progression des marges des entreprises dans les deux prochains trimestres (notamment pour les sociétés industrielles qui n'ont pas eu la possibilité de répercuter sur leurs prix de vente la hausse des matières premières du premier semestre) mais cette situation ne devrait pas se prolonger ; le cours des matières premières utilisées dans l'industrie corrige nettement depuis le mois d'octobre. Les marges des entreprises sont à des niveaux record et nous ne voyons pas, à moyen terme, de raison pour que cette situation s'inverse. Les prévisions de BPA qui font état d'une progression de 8% - 9% pour 2022 paraissent crédibles.

Evolution des résultats trimestriels  
(sur un an glissant)



source : bloomberg

## RISQUES GEOPOLITIQUES

Les risques géopolitiques sont faibles mais leur survenance aurait bien entendu des conséquences sur les marchés actions (UKRAINE mais surtout TAIWAN), délicates à évaluer à ce stade.

## CONCLUSION

Toutes les classes d'actifs sont actuellement chères par rapport aux normes historiques.

### Les Marchés de taux

Les investissements obligataires ou le cash sont aujourd'hui très pénalisants avec des taux d'intérêt réels de l'ordre de -4,0% et cela pour une période probablement plus durable qu'anticipée. De fait, nous restons sous-pondérés sur les emprunts d'état très peu rémunérateurs. Sur les marchés de la « dette d'entreprise », les opportunités sont plus rares, les spreads de crédit ne donnent plus beaucoup de rémunération sur le portage à moins d'investir sur des émetteurs de moindre qualité.

Nous privilégions les durations courtes et les subordonnées financières.

### Les Marchés actions

Nous sommes toujours positifs à moyen-long terme sur les marchés actions en raison des plans de soutien aux économies occidentales et de l'absence d'alternatives d'investissement (syndrome TINA « There Is No Alternative »). Par ailleurs nombreux investisseurs ne veulent pas rester à l'écart des marchés actions, ou la croissance bénéficiaire attendue reste assez confortable entre 7 et 9 %.

Cependant, après leur beau parcours, les marchés actions pourraient affronter plus de volatilité, il conviendra donc d'utiliser des instruments de couverture afin d'en limiter l'impact sur la performance des portefeuilles.

Nous privilégierons toujours les belles sociétés de croissance qui ont un « business model » en mesure de répercuter la hausse des coûts sur les prix de vente (Pricing Power).

### Le risque géopolitique

Le risque géopolitique n'est pas à écarter mais la probabilité de réalisation est faible.

### Le risque principal pour les marchés est celui d'une erreur de politique monétaire

Nous considérons que le principal risque des marchés pour 2022 serait soit le retour d'une politique monétaire trop stricte avec une remontée rapide des taux, soit une mauvaise communication de la FED. Mais à ce stade, les annonces du 15 décembre invalident ce scénario négatif.

Notre scénario est celui d'une inflation qui tendrait à retomber progressivement après la fin des pénuries de matières premières que nous avons connu au cours du premier semestre 2021.