



Les marchés face au pic d'inflation

Valeurs actuelles a recueilli l'éclairage des experts de la finance pour guider les épargnants dans leurs placements. L'année 2022 s'annonce volatile.

Propos recueillis par Marie de Greef-Madelin et Frédéric Paya

Les Bourses mondiales ont regagné entre 15 et 25 % cette année. Quelles leçons en tirez-vous?

Guillaume Dard

Président de Montpensier Finance

Le contexte sanitaire reste un élément central qui influe directement sur les marchés : chaque nouveau

variant est scruté avec attention pour évaluer la solidité du socle de l'optimisme qui prévaut depuis un an, à savoir l'existence et le déploiement de vaccins efficaces. Tout bouleversement sur ce plan serait susceptible de remettre en cause la dynamique de l'activité mondiale et par consé-

quent les scénarios de croissance de bénéfiques des entreprises qui portent les indices.

Dans ce contexte, la liquidité abondante et plus généralement la persistance de conditions de financement favorables, tant en Europe qu'aux États-Unis, jouent un rôle majeur.



Christopher Dembik

Directeur recherche et stratégie chez Saxo Bank

L'évolution de la liquidité conditionne en grande partie la direction des marchés. Pendant le pire de la pandémie, la liquidité fournie par les principales banques centrales mondiales a atteint un pic à 12,5 points de pourcentage du PIB mondial. C'est six fois plus que le pic atteint au milieu de la crise financière mondiale de 2007-2009. Maintenant que les pressions inflationnistes deviennent des sujets d'inquiétude, les banques centrales commencent à réduire les volumes de liquidités injectés dans le circuit économique et financier. À la fin du troisième trimestre 2021, les injections de liquidité atteignent encore environ 3 points de pourcentage du PIB mondial. La Banque centrale européenne était le principal contributeur (1,8 point de pourcentage) devant la Réserve fédé-

Opérateurs sur le New York Stock Exchange. Toute nouvelle crise sanitaire remettrait en cause le scénario de croissance de bénéfices des entreprises, et donc des indices.

rale américaine (0,9 point) et la Banque populaire de Chine (0,2 point). Avec la baisse de la liquidité, il faut évidemment s'attendre à ce que la dynamique haussière en Bourse soit certainement moindre, à court et à moyen terme.

Marc Fiorentino

Cofondateur de MeilleurPlacement

Il y a trois moteurs qui alimentent la hausse ininterrompue des marchés boursiers depuis le krach de la crise sanitaire, en mars 2020: la liquidité, la liquidité et la liquidité.

Nous avons vécu en direct depuis près de deux ans une expérience historique: la prise en mains de l'économie mondiale par les banques centrales. Celles-ci, à commencer par la Fed, la banque centrale américaine et la Banque centrale européenne, ont décidé de compenser, au dollar ou à l'euro près, la décroissance de l'économie liée à la réponse politique à la crise sanitaire. Les vies sont en danger, on ferme l'économie, mais on refuse toute "mort" économique, c'est-à-dire tout licenciement ou toute faillite d'entreprise. Et pour cela on arrose le monde d'argent "gratuit" et on donne aux gouvernements le chèque pour distribuer des aides sans compter.

On est passé d'un monde où chaque milliard d'économies sur les dépenses publiques comptait, où les limites de dettes et de déficits étaient gravées dans le marbre, à un monde où on distribue 10 milliards à toute personne qui lève le doigt pour se plaindre. Une partie de cet argent est absorbée par la Bourse et par l'immobilier.

S'il y a une moindre dynamique, y a-t-il encore de bonnes affaires à faire à la Bourse de Paris? Comment est-elle valorisée par rapport aux bénéfices des entreprises?

Éric Dautrebente

Président de La Financière Tiepolo

La forte hausse du Cac 40 (+ 26 %) est tout sauf linéaire et s'explique largement par ses pondérations. Le secteur du luxe pèse pour près de 35 % de l'indice et a contribué à près de la moitié de cette hausse. En outre, le rebond des bénéfices en 2021 a été spectaculaire. Ils ont rattrapé, voire dépassé les niveaux de 2019. À 7 000 points, le PER estimé pour 2022 est de 15,6, ce qui est assez raisonnable. À l'occasion du Covid, la plupart des entreprises ont procédé à des transformations structurelles. Le groupe LVMH est un bel exemple de cette bonne gestion. L'intégration réussie de Tiffany, la puissance de ses marques et son excellence opérationnelle ont permis de dépasser la crise.

En termes de secteurs attrayants pour 2022, les valeurs technologiques (Capgemini, Dassault Systèmes, ASML) et du luxe (LVMH, L'Oréal, Interparfums) restent intéressantes. Le secteur du tourisme, qui a tant souffert, offre une grande capacité de rebond (ADP, Accor, Compagnie des Alpes). Enfin, l'aéronautique (Airbus, Safran, Thales) et les équipementiers automobiles (Faurcia), une fois les turbulences derrière nous, devraient retrouver le chemin d'une croissance structurelle.

Philippe de Saint Martin

Président-directeur général de Cogefi

Avec un ratio de 15 fois les bénéfices, les niveaux de valorisation sont en ligne avec la moyenne historique de ces dernières années et ne semblent donc pas aberrants. Si certains titres peuvent apparaître chers, leur valorisation doit être rapportée à leur croissance future et à la prévisibilité de leurs résultats. Dans un marché où les taux sont proches de zéro et les liquidités abondantes, les actions demeurent l'alternative évidente pour trouver du rendement. Toute baisse du marché constitue alors une opportunité d'investissement à

PRESSE/MONTPENSIER FINANCE



Guillaume Dard
Montpensier Finance



Marc Fiorentino
MeilleurPlacement

condition que le scénario de croissance ne soit pas remis en cause. La volatilité attendue pour 2022, issue de la probable remontée des taux de court terme, pourrait nous en donner l'occasion. Les secteurs du luxe et ceux liés à la numérisation ou à la transition énergétique (industriels ou de la construction) ont notre préférence.

Les bénéfices des entreprises ont souvent dépassé les attentes des analystes. Quelles sont vos prévisions pour 2022?

Alain Crefcoeur

Président de Patrimundi 1869

De manière générale, les entreprises ont effectivement surpris par leur capacité à résister au choc de la crise sanitaire. Elles ont réussi adapter leurs coûts et ont fait preuve d'une agilité remarquable, de sorte que beaucoup d'entre elles apparaissent sortir de cette crise renforcées plutôt qu'affaiblies. Elles ont été contraintes de faire des progrès considérables en matière de numérisation en un temps record, les verrous hiérarchiques et les freins psychologiques ont sauté au profit de l'efficacité. De nouveaux débouchés sont apparus et les gains de productivité ont dopé les résultats publiés ces

derniers trimestres. On dit que les crises accélèrent les grandes tendances structurelles, ce fut le cas et, à cet égard, le grand gagnant est le secteur technologique, qui capte une part croissante de la valeur ajoutée. Même si certaines valeurs à la mode affichent des valorisations extravagantes, la hausse des marchés nous apparaît justifiée par l'amélioration des fondamentaux.

Éric Doutrebente

Les résultats ont été de qualité et très supérieurs aux attentes des analystes (+ 105 % contre + 60 % attendus en début d'année). Ce rebond spectaculaire traduit un effet de base très favorable et, surtout, la grande capacité des entreprises à profiter de la forte croissance économique. Pour celle-ci, les perspectives 2022 sont encore bonnes (+ 4 %). Les tensions dans la chaîne logistique et sur les matières premières ou les produits intermédiaires (semi-conducteurs) devraient s'atténuer. La poursuite de la croissance permettra une nouvelle hausse des bénéfices des entreprises, notamment celles qui ont poursuivi une politique de réduction de leurs coûts et une forte génération de cash. À ce jour, le consensus des analystes prévoit une progression de 7 % pour

2022. Les transformations numériques mais aussi en matière de gestion responsable et durable seront encore au cœur des stratégies industrielles et commerciales. À celles qui sauront franchir ces étapes avec succès, un nouveau saut en avant en termes de résultats sera au rendez-vous.

Philippe de Saint Martin

Dans un contexte où la croissance mondiale devrait être très largement supérieure à celle historique, il nous semble que les attentes des analystes sont raisonnables, puisqu'elles anticipent une progression de 8 % des bénéfices par action. Certes, l'inflation ou les pénuries viendront contraindre la rentabilité et la reprise des dépenses de voyages ou de marketing jouera également négativement sur les marges. Cependant, les gains de rentabilité liés au numérique, au télétravail ou à l'amélioration des process en général compenseront. Ainsi, nous pensons qu'il existe un potentiel de bonnes surprises sur la croissance des bénéfices par action.

L'inflation signe en effet son retour.

Comment voyez-vous évoluer

les taux d'intérêt l'an prochain?

Que feront les banques centrales?

Guillaume Dard

Les hausses de prix sont effectivement impressionnantes, en particulier aux États-Unis, où elles sont au plus haut depuis plus de trente ans. Un bémol néanmoins, lorsque l'on regarde l'inflation "cœur" outre-Atlantique depuis 2011, elle ressort encore un peu en dessous de 1,7 % en rythme annuel: nous sommes encore loin des 2 % annualisés. Et en zone euro, le rythme est encore bien plus bas.

Cet effet "rattrapage", combiné à l'incertitude liée au nouveau variant Omicron, pourrait inciter les banques centrales à rester prudentes l'an prochain et à ne retirer leur soutien que progressivement, sans dynamique de hausses de taux. La BCE a été très claire sur ce sujet. C'est moins évident pour la Fed, où Jerome Powell est soumis à



SAXO BANK

Christopher Dembik
Saxo Bank



LA FINANCIÈRE TIEPOLO

Éric Dautreberte
La Financière Tiepolo

une intense pression de l'administration Biden pour contrer les poussées inflationnistes. Les taux devraient donc rester bas en Europe et progresser modérément aux États-Unis en 2022, mais sans dynamique forte de remontée, sauf détérioration nette de la situation inflationniste.

Marc Fiorentino

L'inflation a été le thème de 2021 et restera le thème principal sur les marchés pour 2022. On n'est plus dans une inflation "temporaire", uniquement liée aux goulets d'étranglement provoqués par l'explosion de la croissance mondiale post-crise sanitaire. L'inflation devient durable, une inflation de second tour alimentée par la hausse inéluctable des salaires, et en particulier des bas salaires pour les métiers qui souffrent d'une pénurie criante et de rémunérations anormalement basses.

On aura peut-être un dérapage de l'inflation aux États-Unis, moins en Europe, mais nous n'aurons pas d'hyperinflation. Une inflation durable à un taux raisonnable autour de 2 % est plutôt saine. Le vrai problème, c'est l'hyperinflation, et nous n'avons aucun signe aujourd'hui d'hyperinflation durable. Un réajustement des taux d'intérêt à la hausse est donc possible;

il est même souhaitable, car les taux d'intérêt négatifs sont une aberration, mais il ne s'agira que d'un réajustement, pas d'une flambée.

Christopher Dembik

Nous pensons que le consensus de marché a tort de considérer que l'inflation est transitoire et qu'elle va refluer l'an prochain. Plusieurs facteurs pourraient faire que l'inflation reste à des niveaux inconfortablement élevés: le maintien d'une politique zéro Covid stricte en Chine, les perturbations au niveau de la chaîne d'approvisionnement (notamment sur des segments clés comme les semi-conducteurs), un rapport de force sur le marché du travail qui est de plus en plus favorable aux salariés dans de nombreux pays et également le sous-investissement chronique dans les infrastructures énergétiques (en particulier au niveau des énergies fossiles). Dans ce contexte, on ne peut pas exclure que certaines banques centrales (surtout la Réserve fédérale américaine) décident de normaliser leur politique monétaire plus rapidement qu'initialement prévu.

Dès lors, entre actions et obligations, quels actifs privilégier face à l'inflation?

Alain Crefcoeur

À long terme, les marchés actions constituent un bon moyen de se prémunir de l'inflation, même s'ils sont sujets à des corrections en cas de changements brutaux dans les anticipations de hausse des prix. Les secteurs de l'énergie et des matières premières sont une bonne couverture en période de forte inflation, mais s'avèrent être de médiocres investissements à long terme, donc prudence. Enfin, dans la poche sécuritaire, honneur aux obligations à maturité courte, à taux variables ou indexées à l'inflation.

Les midcaps sont à la traîne par rapport aux grandes valeurs de la cote. Faut-il à présent les privilégier?

Philippe de Saint Martin

Ce n'est pas la qualité de leurs fondamentaux qui est en cause et ce segment de la cote regorge au contraire de très belles histoires entrepreneuriales ou familiales, innovantes et opérant sur les segments les plus dynamiques de l'économie. Cette classe d'actifs conserve donc, financièrement et boursièrement, tout son intérêt pour 2022.

Éric Dautreberte

La progression de notre FCP Tiepolo PME (+ 27 % à ce jour) prouve que ce segment est réellement porteur. Les entreprises familiales ont eu des performances remarquables tant pour des secteurs dits technologiques (Esker, Infotel, Sword) que pour des activités plus traditionnelles: ID Logistics est sans doute à la veille d'une opération transformante; Chargeurs a démontré son agilité durant la crise et sa capacité de rebond pour saisir les vents favorables de la reprise. Des valeurs comme Robertet, Plastic Omnium, Seb, Laurent Perrier ou encore Samse sont très bien gérées et offrent de grands potentiels de hausse. Nous restons très confiants sur les petites et moyennes capitalisations pour 2022.

BRUNO DES GAYETS/NIKOJA



Philippe de Saint Martin
Cogefi

L'assurance vie en France pourrait subir un tour de vis fiscal, selon des rumeurs de Bercy. En quoi l'assurance vie luxembourgeoise se distingue-t-elle?

Alain Crefcoeur

Avec un encours de 1900 milliards d'euros, l'assurance vie reste le navire amiral de l'épargne française. Passé le "quoi qu'il en coûte", l'hypothèse d'une hausse des prélèvements sur ce support pour rétablir les comptes publics n'est pas à exclure. Précisons que l'assurance vie luxembourgeoise n'est en rien un moyen de contourner ce risque puisqu'elle est neutre fiscalement. Un résident français souscripteur d'un contrat luxembourgeois reste assujéti aux règles fiscales françaises. L'assurance vie luxembourgeoise est par ailleurs très appréciée pour sa flexibilité en termes d'investissements éligibles et pour des garanties inégalées en termes de sécurité. Par ailleurs, la notion de "superprivilège" confère au souscripteur le statut de créancier de premier rang devant l'État.

Quels sont, selon vous, les principaux cygnes noirs pour 2022?

Marc Fiorentino

Je ne les compte même plus tant ils sont nombreux. De la hausse des taux

PATRIMUNDI 1869



Alain Crefcoeur
Patrimundi 1869

d'intérêt, même limitée, à la réduction de la liquidité en passant par les risques sanitaires, les risques géopolitiques comme la tension entre la Russie et l'Ukraine ou encore des États-Unis avec la Chine en passant par l'explosion possible des bulles dans des classes d'actifs très spéculatifs.

Mais les investisseurs n'ont pas peur. Ils sont anesthésiés et euphorisés par les masses de substances hallucinogènes déversées par les banques centrales. Chez MeilleurPlacement, nous optons pour la prudence. Nous restons investis sur les actions, mais de façon extrême-

ment sélective et sans complaisance. Aujourd'hui, il y a une prime à l'expérience, une expérience qui rétablit la notion de risque et de prime de risque.

Christopher Dembik

Nous pensons que la géopolitique va revenir au premier plan. Une invasion complète de l'Ukraine par la Russie (un sujet qui est déjà évoqué) ou une invasion de Taïwan par la Chine (qui obligerait les États-Unis à intervenir militairement) sont deux cygnes noirs à avoir en tête pour l'année à venir. Nous considérons aussi qu'il y a un risque réel de hausse des prix. L'un des cygnes noirs que nous évoquons est l'envolée de l'inflation aux États-Unis à 15 % en 2022. Pourquoi un tel niveau? Tout simplement parce que nous avons constaté que les pics d'inflation sont en règle générale supérieurs à ceux des cycles antérieurs (en l'occurrence, les années 1970 et 1980 dans notre exemple).

Guillaume Dard

Aux États-Unis, la polarisation croissante au Congrès ne nous met pas totalement à l'abri d'un accident lié au plafond de la dette, qui n'a été relevé que jusqu'en février prochain. L'approche des élections de mi-mandat pourrait subitement tendre encore les débats. La situation géopolitique mondiale reste très instable, tout spécialement en Ukraine et dans le détroit de Taïwan. Les difficultés économiques de Xi Jinping de montrer que son troisième mandat coïncide avec le retour de l'île rebelle dans l'empire du Milieu pourraient conduire ces deux "empereurs" contemporains à pousser leur avantage militaire et à tester la résolution stratégique américaine. Enfin, dans notre monde très dépendant du numérique, une déstabilisation par cyberattaque des infrastructures Internet mondiales ou d'un acteur économique central — grande institution financière, géant du *cloud* — constituerait un risque économique et financier majeur. ●

TENSIONS ENTRE L'UKRAÏNE ET LA RUSSIE, ENTRE TAIWAN ET LA CHINE, ENVOLÉE DE L'INFLATION AUX ÉTATS-UNIS, PLAFOND DE LA DETTE AMÉRICAINE, ÉLECTIONS DE MI-MANDAT À WASHINGTON... LES CYGNES NOIRS NE MANQUENT PAS.