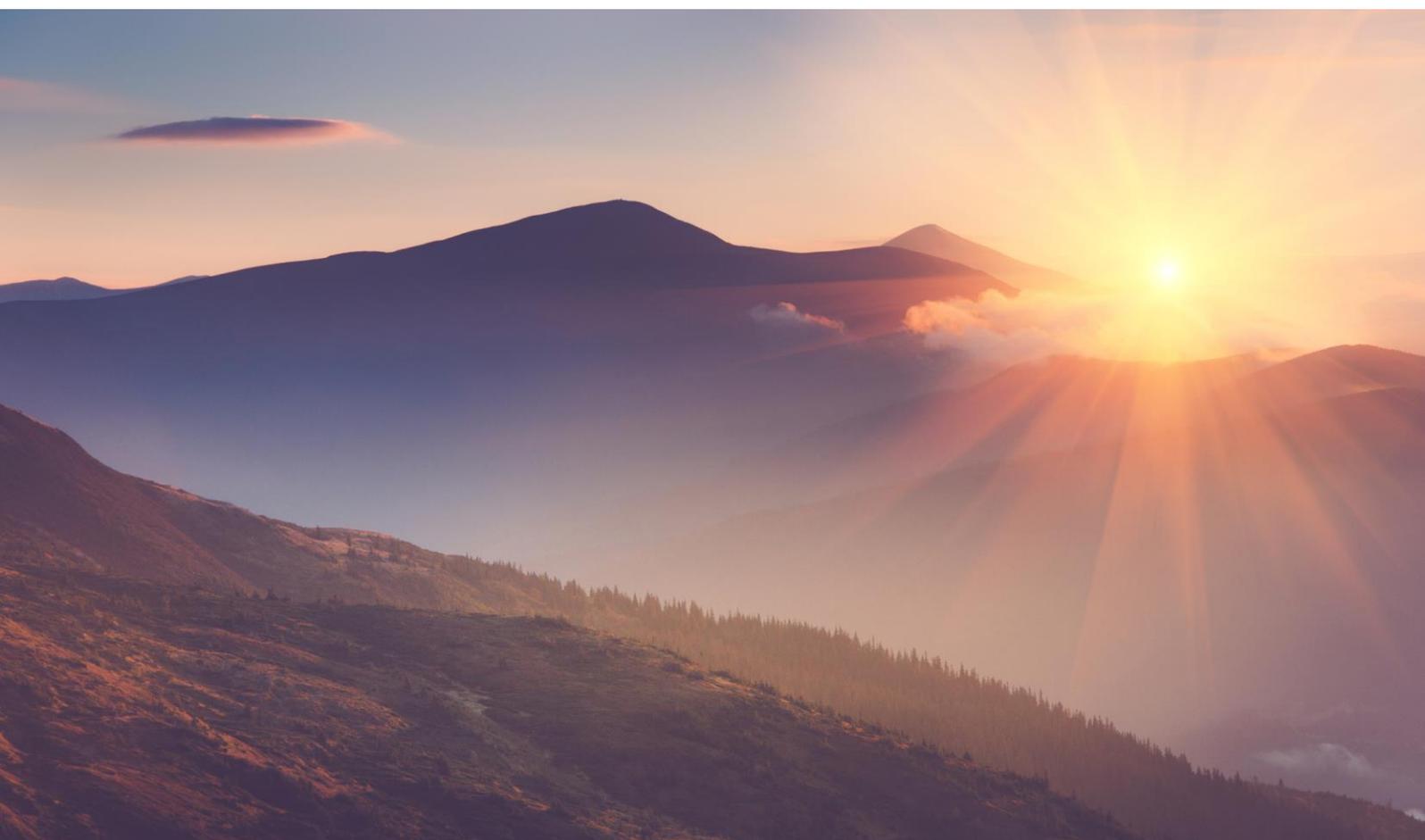


LAZARD
FRÈRES GESTION

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
ET FINANCIÈRES

Janvier 2022



Source: Shutterstock

Document rédigé le 27 janvier 2022

En ce début d'année, tous les regards se tournent vers l'inflation. Les derniers mois l'ont montrée plus durable que ce qui était envisagé il y a un an. Ralentira-t-elle autant que les banques centrales l'espèrent en 2022 ? Si ce n'est pas le cas, celles-ci devront accélérer leur resserrement monétaire et potentiellement faire basculer l'économie en récession. Eu égard aux délais d'impact des politiques des banques centrales et à leur niveau actuellement très accommodant, cet impact négatif pourrait mettre du temps à se matérialiser. Dans ce contexte, quelle stratégie adopter en matière d'allocation d'actifs ?

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

APAISEMENT DES CRAINTES LIÉES AU VARIANT OMICRON

La très grande contagiosité du variant Omicron et sa plus grande résistance aux vaccins ont entraîné une hausse sans précédent des contaminations dans les principaux pays occidentaux. L'épidémie semble néanmoins avoir passé un pic au Royaume-Uni ainsi qu'aux Etats-Unis (graphique 1).

L'expérience des pays qui semblent tirés d'affaire est de bon augure pour le reste du monde. Le schéma que l'on a observé est celui d'une forte hausse des contaminations pendant 4 à 6 semaines avec une tension modérée des services de réanimation et une hausse relativement limitée des décès. Cela rejoint les résultats d'études indiquant que le variant Omicron est moins dangereux que le variant Delta et que l'immunité induite par les vaccins et l'infection est efficace contre les formes graves.

Si ce schéma se répète dans la plupart des pays du monde, on pourrait observer une stabilisation de la situation épidémique globale au deuxième trimestre 2022. Les restrictions sanitaires sont mesurées (graphique 2) et quand bien même elles seraient renforcées, l'expérience a montré qu'une chute d'activité était rapidement rattrapée.

La situation sanitaire ne devrait pas interrompre la reprise économique, tout au plus la ralentir.

ACTIVITÉ BIEN ORIENTÉE

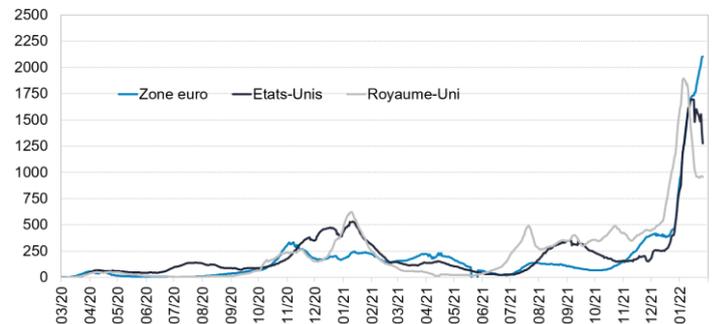
Au niveau mondial, la vague Omicron ne semble pas avoir un impact aussi fort sur l'activité que les précédents variants. Les enquêtes de confiance se maintiennent à un bon niveau et la consommation des ménages reste sur une tendance très supérieure à celle qui prévalait avant la crise (graphique 3).

Les problèmes d'offre ont créé une demande latente et le rebond de la production automobile dans plusieurs pays suggère que ceux-ci sont peut-être en train de se résorber. Cela pourrait permettre une nouvelle accélération de l'activité industrielle dans les prochains trimestres. Le sujet reste à surveiller.

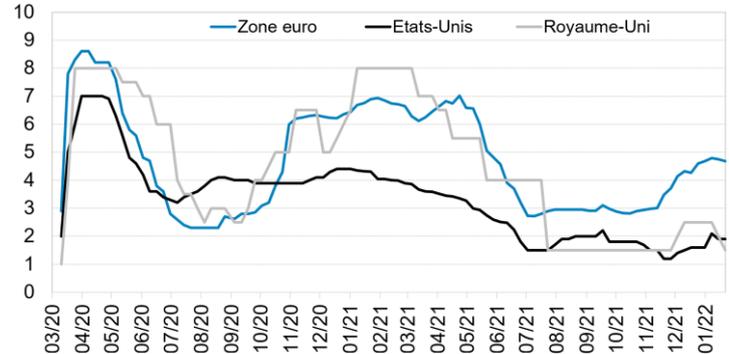
Sur le front budgétaire, le resserrement prévu pour 2022 ne devrait pas peser beaucoup sur la croissance. Il est de même ampleur que l'année dernière et concentré aux Etats-Unis, où la normalisation a déjà eu lieu (graphique 4). En Europe, la clause de suspension des règles du traité de stabilité et de croissance est toujours appliquée en 2022. Elle devrait être rétablie en 2023, mais une procédure de révision est à l'étude pour éviter un resserrement budgétaire trop brutal.

Les élections présidentielles en Italie et en France sont à surveiller.

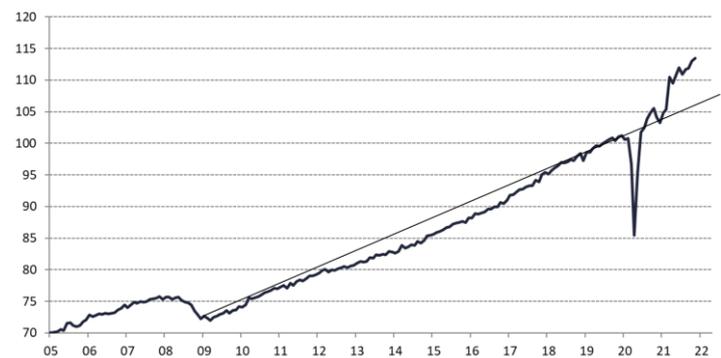
Graphique 1
Covid-19 : taux d'incidence pour 100.000 habitants sur 7 jours
Source : Johns Hopkins au 18/01/2022



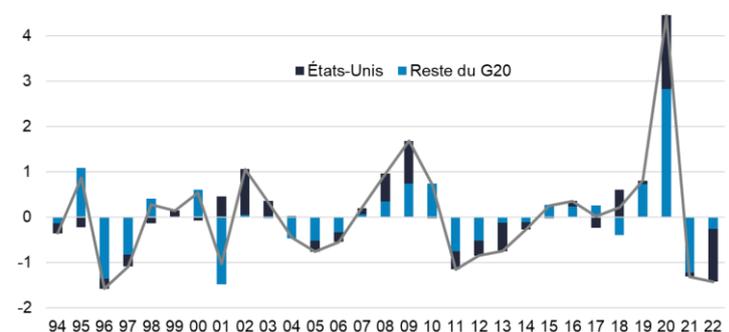
Graphique 2
Indice de sévérité des mesures de restriction sur une échelle de 0 à 10
Source : UBS



Graphique 3
Ventes au détail mondiales en volumes, base 100 en 2019
Source : Bloomberg



Graphique 4
G20 : impulsion fiscale (variation du solde primaire corrigée du cycle)
Source : FMI



Aux Etats-Unis, les intentions d'investissement des entreprises demeurent très fortes et les ménages n'ont pas commencé à puiser dans le stock d'épargne supplémentaire constitué pendant la crise, ce qui constitue une réserve de consommation (graphique 5). Le niveau historiquement bas de la charge de la dette devrait permettre au secteur privé d'absorber des remontées de taux.

En Chine, la stabilité est le mot d'ordre pour cette année du 20^{ème} Congrès du Parti communiste qui pourrait reconduire Xi Jinping à la tête du pays. La politique économique sera plus favorable à la croissance et le ralentissement du secteur de l'immobilier sera sans doute accompagné par les autorités. La poursuite de la politique « zéro-Covid » risque néanmoins de freiner la reprise de la consommation.

Les prix de l'énergie (graphique 6) restent une variable à surveiller pour l'activité à court terme. En Chine, la hausse du coût du charbon a entraîné des pénuries d'électricité et des fermetures d'usines au troisième trimestre mais la situation semble s'être normalisée. En Europe, le redoux et des livraisons de GNL ont réduit la pression, mais une vague de froid pourrait provoquer de nouveaux records de prix. Outre l'effet sur le pouvoir d'achat des ménages, la hausse des prix de l'énergie peut peser directement sur l'activité dans certains secteurs.

LE POINT SUR LES PRESSIONS INFLATIONNISTES

Les hausses de prix atteignent des niveaux inédits depuis plusieurs décennies aux Etats-Unis et dans la zone euro (graphiques 7 et 8). L'inflation américaine mesurée en glissement annuel pourrait ralentir dans les prochains mois, la base de comparaison du printemps 2021 étant très élevée, mais cela ne signifie pas une résolution des tensions pour autant.

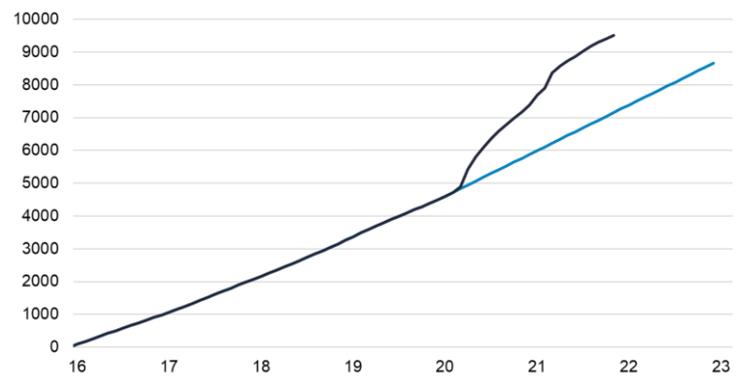
L'augmentation du coût du logement va continuer de se diffuser dans les statistiques officielles et l'accélération des coûts salariaux va se répercuter sur le prix des services intensifs en main d'œuvre tels que la santé.

La décomposition des prix à la production pour les Etats-Unis, qui mesurent les prix pratiqués par les producteurs, montre qu'il ne s'agit pas simplement d'un problème lié au report d'une partie importante de la consommation sur les biens du fait de la pandémie. On observe également une nette augmentation des prix dans les services et la construction.

L'augmentation du coût du transport risque également de tirer les prix à la hausse. La stratégie zéro-Covid en Chine a contribué à une forte hausse du coût du fret et les autorités semblent poursuivre dans cette voie pour freiner la propagation du variant Omicron. Cela pourrait continuer de perturber les chaînes de production et ainsi retarder la résolution des problèmes d'approvisionnement.

Pour le moment, les anticipations d'inflation des ménages sont remontées à court terme mais restent modérées à moyen terme. En revanche, les anticipations des entreprises sur leurs coûts à long terme se redressent plus nettement.

Graphique 5
Etats-Unis : cumul d'épargne des ménages depuis 2016 (Mds USD)



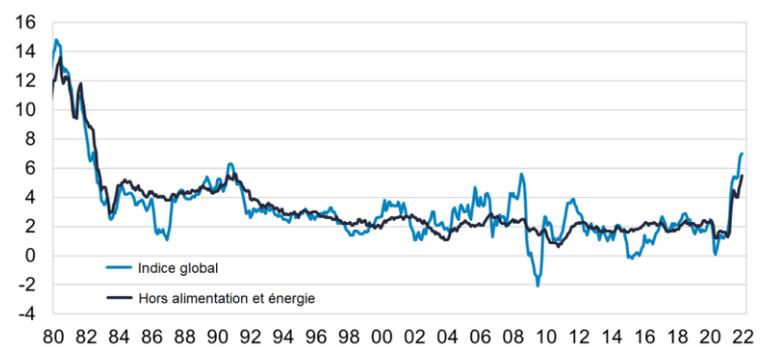
Graphique 6
France : prix de l'électricité (EUR/MWh, base load)

Source : Bloomberg



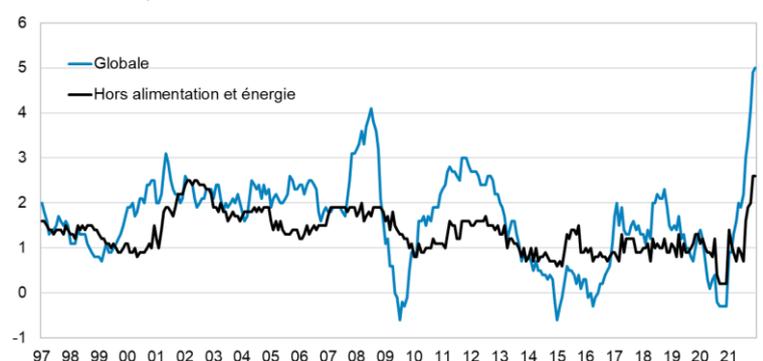
Graphique 7
Etats-Unis : indice des prix à la consommation sur 12 mois glissants

Source : Bloomberg



Graphique 8
Zone euro : inflation sur 12 mois glissants

Source : Bloomberg



DES TENSIONS DURABLES SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

À l'inverse des récessions précédentes, le taux de chômage a très rapidement baissé dans les principales économies occidentales (graphique 9). Aux Etats-Unis, en écartant les données de l'année 2020, il faut remonter à 1950 pour avoir une baisse aussi rapide du taux de chômage sur six mois.

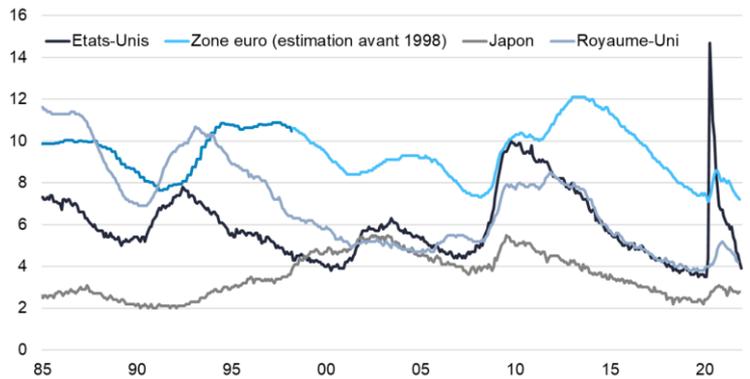
La demande de travail des entreprises est forte, mais l'offre de main d'œuvre est plus faible qu'avant la crise et le potentiel de rebond semble limité par la tendance démographique. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande est matérialisé par une hausse exceptionnelle du nombre d'offres d'emplois aux Etats-Unis mais aussi en Europe (graphiques 10 et 11). On observe en parallèle une forte hausse des démissions, les salariés étant plus confiant en leur capacité à retrouver un emploi.

Pour attirer du personnel et le retenir, les entreprises américaines ont fortement augmenté leurs salaires. Les enquêtes sur les intentions salariales sont au plus haut historique (graphique 12), ce qui suggère que cette tendance devrait se poursuivre. Dans la zone euro, la pénurie de main d'œuvre est également un sujet majeur pour les entreprises qui indiquent que ce facteur limite leur production. Néanmoins, cela ne se retrouve pas encore dans les salaires.

Pour dégripper les marchés du travail, il faudrait un net ralentissement de la croissance par rapport aux niveaux actuels. Historiquement, il faut que la croissance passe sous 0,9% dans la zone euro et sous 1,6% aux Etats-Unis. Compte tenu du caractère actuellement extrêmement accommodant de la politique monétaire, le chemin à parcourir par les banques centrales est potentiellement très important.

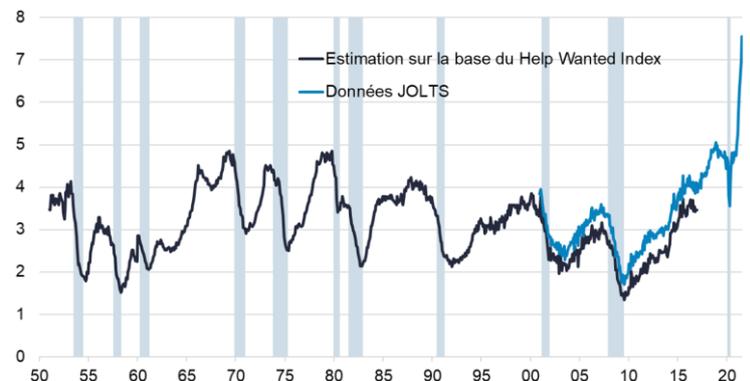
Graphique 9
Pays développés : taux de chômage

Source : Bloomberg



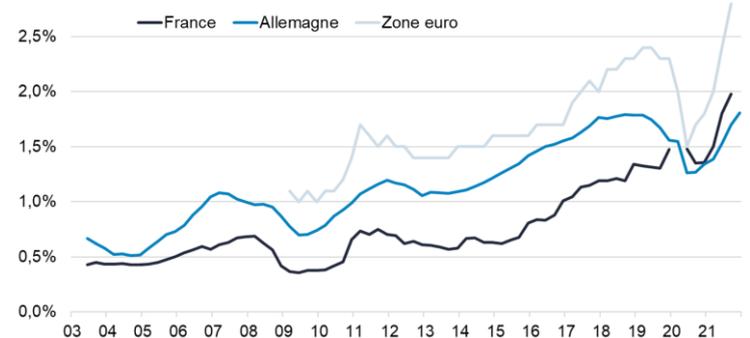
Graphique 10
Etats-Unis : nombre d'offres d'emplois / population active

Source : R. Barnichon, Fed San Francisco, Bloomberg



Graphique 11
Zone euro : offres d'emplois / effectifs

Source : DARES, Eurostat, Bloomberg



Graphique 12
États-Unis : indicateur sur les intentions salariales des entreprises

Source : Bloomberg



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

UNE MARGE DE PROGRESSION POUR LES TAUX LONGS

La Réserve Fédérale a progressivement réorienté son discours pour préparer les marchés à un resserrement monétaire dès 2022. Le message a été entendu et les anticipations de taux d'intérêts se sont ajustées. Les marchés anticipent désormais cinq hausses de taux en 2022 (graphique 13).

La première hausse pourrait avoir lieu dès le mois de mars, quand la Fed aura mis fin à son programme d'achats d'actifs. En revanche, le marché continue d'anticiper un cycle de resserrement très limité avec un taux terminal proche de 2% (graphique 14), ce qui paraît trop faible.

Si les anticipations d'inflation à moyen terme se sont redressées, elles restent encore inférieures au niveau qui prévalait avant leur décrochage en 2015, surtout aux Etats-Unis. Les taux réels sont toujours très négatifs (graphique 15). Si la banque centrale souhaite ralentir l'économie, il lui faudra les amener en territoire positif.

La Fed pourrait débiter la réduction de son bilan d'ici au milieu de l'année. Entre 2018 et 2019, le bilan était réduit de 40 Mds USD chaque mois, à un moment où la Fed ne souhaitait pas particulièrement peser sur l'activité. Dans le contexte actuel, le rythme pourrait être plus rapide.

Les minutes de la réunion de décembre ont montré qu'un certain nombre de participants veulent éviter que la remontée des taux courts s'accompagne d'une diminution des taux longs qui réduirait la transmission de la politique monétaire à l'économie.

En réduisant son bilan, la Fed pourra ainsi agir sur la partie plus longue de la courbe qui ne reflète pas seulement les anticipations de taux courts, mais aussi une prime de risque. Celle-ci est actuellement proche de zéro alors qu'elle était plutôt proche de 2% historiquement. La réduction du bilan de la Fed crée les conditions d'une normalisation, ce qui constituerait un moteur de hausse des taux.

Sur le compartiment du crédit, les bons fondamentaux des émetteurs privés semblent reflétés dans des spreads proches de leurs points bas (graphique 16). L'impact sur le crédit de la remontée des taux dépendra de la vitesse de celle-ci.

Concernant les spreads des pays périphériques, l'approche des élections présidentielles en Italie est source de tension. Si Mario Draghi venait à être élu, il faudrait lui trouver un successeur en tant que chef de gouvernement, ce qui pourrait ne pas être chose aisée. Cela pourrait potentiellement déboucher sur de nouvelles élections qui risqueraient d'ouvrir une période prolongée d'incertitude d'après les sondages.

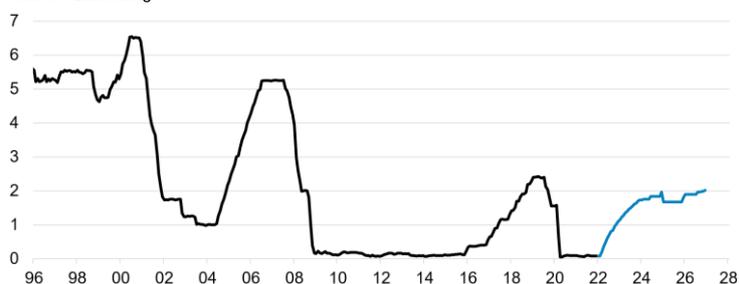
Graphique 13
Etats-Unis (Fed) : nombre de hausses de taux (de 25 bps) anticipées par le marché sur l'ensemble de l'année 2022

Source : Bloomberg



Graphique 14
Etats-Unis : taux de la Fed historiques (noir) et anticipés (bleu)

Source : Bloomberg



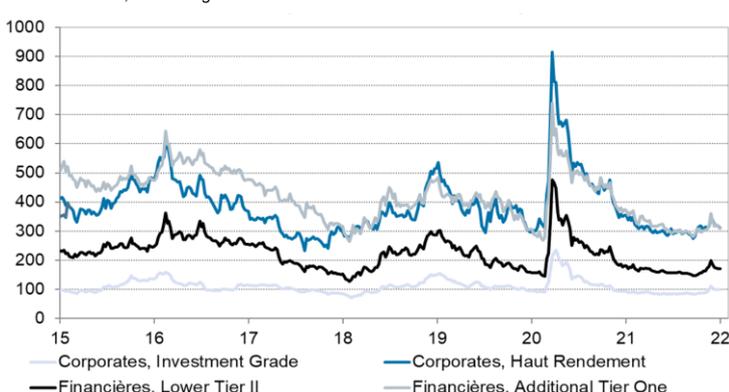
Graphique 15
Taux réels (taux obligataires à 10 ans, auxquels les anticipations d'inflation ont été retranchées)

Source : Bloomberg



Graphique 16
Zone euro : spread des émetteurs privés (points de base)

Source : Factset, Bloomberg



QUELLE TRAJECTOIRE POUR LES MARCHÉS ACTIONS ?

Le contexte de forte croissance devrait continuer à soutenir les bénéficiaires des entreprises. Les attentes pour 2022 semblent raisonnables, étant estimées autour de 7% au niveau global.

Comme la hausse des profits a été supérieure à celle des marchés actions sur l'année passée, les « Price to Earnings Ratio (PER) » à douze mois se sont nettement détendus, sauf aux Etats-Unis où ils sont restés globalement stables (graphique 17). Si les valorisations paraissent a priori plus raisonnables face à la moyenne de 2015-2019, le PER américain est 15% plus élevé malgré la correction récente. Pour les actions de la zone euro, la prime est de 4%. Les actions émergentes ont retrouvé le niveau moyen de cette période et les actions japonaises se traitent avec une décote.

D'autres indicateurs comme le « Price to Sales », pour lesquels on dispose de plus d'historique que le PER, montrent que le S&P 500 n'a jamais été aussi cher (graphique 18). Les données corrigées du cycle, qui sont des moyennes sur longue période, confirment également le caractère exceptionnel des Etats-Unis. Le PER ajusté du cycle américain n'a été supérieur au niveau actuel que lors de la bulle Internet (graphique 19). En Europe, ce multiple est nettement moins élevé. Il s'approche du plus haut des vingt dernières années mais n'est pas sur un niveau de bulle.

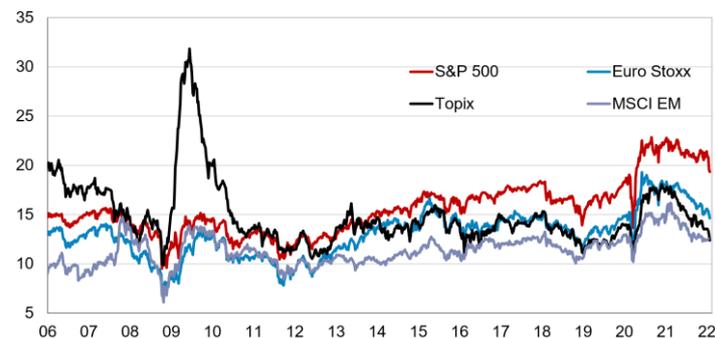
Relativement aux marchés obligataires, la valorisation des marchés actions reste attractive. Aux Etats-Unis, une hausse des taux de 100 points de base mettrait toutefois la prime de risque action sur un niveau inférieur au plus bas des dix dernières années. Dans un contexte de pressions à la hausse sur les taux d'intérêts, cet indicateur est donc moins pertinent. En revanche, la corrélation de la performance relative valeurs cycliques/valeurs de croissance avec les taux réels se confirme et constitue un élément important par rapport aux autres incertitudes.

CONCLUSION

L'environnement est particulièrement incertain, du fait d'une épidémie non résolue, d'une inflation américaine très au-dessus de l'objectif et d'un marché du travail déjà très tendu. Côté actifs risqués, la situation est rendue complexe par l'accélération de l'inflation et les valorisations extrêmes aux Etats-Unis. S'il est souvent contre-productif de trop anticiper le retournement des actifs risqués par rapport au retournement économique, les rares fois où cela était pertinent était en 2000 (valorisations excessives), ainsi que 1970 et 1973 (accélération nette de l'inflation). Difficile dans ce contexte de définir une hiérarchie des classes d'actifs à 12-18 mois. Deux positionnements nous paraissent néanmoins avoir du sens : une sensibilité faible, voire négative, pour être moins sensible à la hausse des taux d'intérêt ou profiter de leur remontée ; une sous-pondération des marchés actions américains au profit de l'Europe et, plus généralement, une sous-pondération des valeurs ayant bénéficié de la baisse des taux.

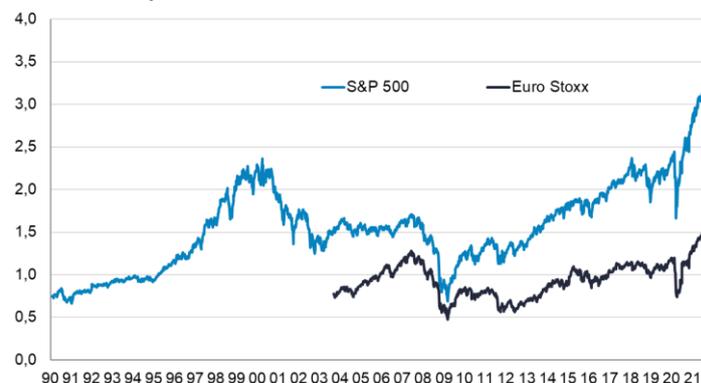
Graphique 17
Valorisation des actions : PER prospectifs à 12 mois

Source : Bloomberg



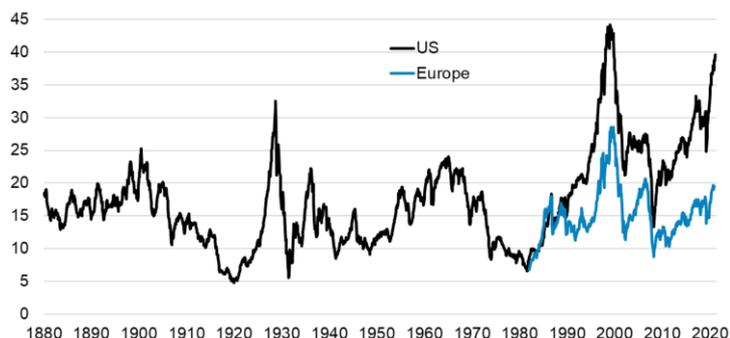
Graphique 18
Price to sales prospectif à 12 mois

Source : Bloomberg



Graphique 19
PER ajusté du cycle

Source : Shiller, Exane, MSCI, OCDE



L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de janvier 2022 et est susceptible de changer. Données les plus récentes à la date de publication.

SUIVEZ
& PARTAGEZ

l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet
www.lazardfreresgestion.fr



Blog
www.lazardfreresgestion-tribune.com



Twitter
@LazardGestion



LinkedIn
Lazard Frères Gestion

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.