



**INGENIERIE FINANCIERE**  
**CASH MANAGEMENT**  
**PREVOYANCE – SANTE**  
**IMMOBILIER**

Siège Social : 1 rue Villaret de Joyeuse -  
75017 Paris  
SIRET N° 432 240 182 R.C.S PARIS  
Capital Social : 10.000 € - Code NAF : 6622Z  
Tél. 01 42 85 80 00 • Fax 01 42 85 80 44  
[www.maubourg-entreprise.fr](http://www.maubourg-entreprise.fr)  
[info@maubourg-entreprise.fr](mailto:info@maubourg-entreprise.fr)

## La bonne année



***Le Cabinet Maubourg Entreprise vous présente ses meilleurs vœux pour la nouvelle année.***

L'année 2021 s'est achevée dans l'euphorie sur les bourses occidentales. L'indice européen des plus grandes valeurs termine à + 20 %, les indices américains et français tangent les 30 %. Vive l'année 2022 ?

### **SARL SELECT'PLACEMENTS**

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212

INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)  
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)

La hausse de l'année précédente s'explique par deux facteurs principaux : d'une part, les profits des entreprises ont progressé, portés par une économie dynamique, elle-même dopée par des politiques monétaires et budgétaires exceptionnellement expansionnistes ; d'autre part, les mouvements sur les taux d'intérêt obligataires sont restés contenus alors même que l'inflation a dépassé toutes les anticipations, notamment aux Etats Unis et dans certains pays émergents.

La valeur d'une action représente l'actualisation de ses profits futurs. Ces derniers sont actualisés grâce à un taux intégrant le coût de la dette publique, supposée être sûre, auquel est ajouté une prime représentant le risque intrinsèque de l'action.

On comprend pourquoi les planètes ont été parfaitement alignées en 2021 : profits en hausse, perspectives positives grâce notamment au reflux anticipé de la pandémie, coût de la dette publique à peu près stable, prime de risque contenue grâce à l'optimisme ambiant.

Les marchés financiers constituent un miroir de l'économie. Leur tendance à long terme est haussière car le monde, globalement, s'enrichit. Mais l'analyse graphique nous enseigne que le parcours peut être chaotique et s'apparenter à une étape de montagne du Tour de France. L'altitude s'élève entre la ligne de départ et celle d'arrivée mais les concurrents sont contraints de gérer des descentes piégeuses après les ascensions les plus spectaculaires.

Sommes-nous en ce début d'année 2022 au milieu du col ou proches du sommet ?

**Les Cassandre ont de bonnes raisons d'être inquiets** pour la nouvelle année.

**La fête budgétaire semble être finie.** Aux Etats Unis, les salariés ne reçoivent plus de chèques en blanc. Le plan de reconstruction des infrastructures a certes été voté en 2021 mais pour un montant réduit et il est étalé sur plusieurs années. Le plan visant à réduire les inégalités est encalminé au Congrès et il n'est pas certain qu'il soit approuvé avant la fin de la présente législature. En France, le « quoi qu'il en coûte » est passé de mode ; la vie économique semble devoir se normaliser ainsi que l'illustre la réforme du régime de l'indemnisation du chômage. L'heure est venue à la consolidation budgétaire. Les dépenses publiques ne seront certes probablement pas réduites, quelles que soient les promesses des candidats à la prochaine élection présidentielle, mais elles ne seront pas non plus augmentées, ce

#### **SARL SELECT'PLACEMENTS**

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212

INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)  
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE  
DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)

qui constitue en soi un durcissement par rapport à la situation que nous avons vécue.

**La politique monétaire est plus incertaine.** Les autorités rêvent secrètement d'une situation où les taux d'intérêt resteraient durablement en-dessous de l'inflation. Cette stratégie, qualifiée par les spécialistes de « répression financière », consiste à soutenir l'économie et faciliter le paiement des dettes par la spoliation de l'épargnant (ce que Keynes avait appelé « l'euthanasie du rentier »). C'est comme cela que les dettes issues de la seconde guerre mondiale ont été payées (ou, plus exactement, amorties).

Le problème pour les autorités monétaires est que l'épargnant n'est pas d'accord pour se faire euthanasier. Il exprime son mécontentement en exigeant un rendement plus élevé sur les obligations qu'il détient, comprenant, outre la rémunération de son risque de contrepartie, une prime pour couvrir le supplément d'inflation anticipé.

Une politique monétaire trop laxiste peut ainsi aller à l'encontre de son objectif de soutien de l'économie si les investisseurs obligataires considèrent qu'elle n'est pas adaptée.

Au cours de l'année 2021, les autorités monétaires ont leurré les marchés en promettant que l'inflation était un phénomène transitoire dû au déséquilibre entre l'offre et la demande de biens durables, à la désorganisation des chaînes logistiques et à une diminution ponctuelle de l'offre de travail du fait de la pandémie.

Mais, à mesure que les statistiques d'inflation s'égrainaient, il est devenu patent que le terme « transitoire » ne devait pas être confondu avec « éphémère ». L'inflation durerait plus longtemps que prévu, surtout aux Etats Unis, ainsi qu'a fini par le reconnaître le président de la banque centrale américaine en Novembre.

Plus inquiétant, aux Etats Unis, des tensions apparaissent sur les salaires. C'est la crainte majeure des marchés financiers. Si les salariés parviennent à compenser la hausse de l'inflation, une spirale peut s'enclencher. Le « transitoire » devient alors « structurel ».

Les banques centrales ont annoncé un resserrement de leur politique monétaire mais il reste timide. Elles souhaitent en faire le moins possible pour calmer les investisseurs et continuer ainsi, de fait, leur soutien à l'économie.

Mais un investisseur obligataire souscrivant un Bon du Trésor américain ne peut accepter durablement de détenir du papier qui lui rapporte 1,7 %

#### **SARL SELECT'PLACEMENTS**

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212

INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)  
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE  
DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)

quand l'inflation est supérieure à 6 %. Soit son rendement s'accroît, soit l'inflation diminue rapidement.

L'heure des comptes semble se rapprocher. Les marchés obligataires commencent à montrer des signes de fragilité. Les banques centrales vont devoir agir de manière plus volontaire pour rassurer les investisseurs. La Fed pourrait ainsi annoncer prochainement des mesures visant à réduire la taille de son bilan et des hausses de taux.

Le resserrement monétaire qui s'annonce dans les pays développés, hors Chine, est le principal défi de cette nouvelle année. Toutes les classes d'actifs sont dopées à la morphine monétaire : obligations & dettes privés, actions, immobilier, private equity, actifs alternatifs (bitcoin), ... Toutes subirait, à des degrés divers, une hausse des taux d'intérêt.

Cette menace de resserrement monétaire intervient alors que **les marchés sont globalement chers**. Les actions sont valorisées aux Etats Unis sur la base de 40 fois leurs bénéfices nets annuels ajustés (le « Cape » pour Cyclically Adjusted Price per Earning Ratio défini par Robert Schiller). C'est un plus haut historique. Cela peut se justifier par le fait que les taux d'intérêt sont eux-mêmes à des niveaux historiquement bas. Mais, par la même occasion, cela met en exergue le risque d'une hausse de ces mêmes taux.

Par ailleurs, la spéculation fait rage. Si l'existence de « bulles » ne devient évidente que lorsqu'elles ont éclaté, l'investisseur ne peut être rassuré par l'engouement suscité par les crypto-monnaies, les NFT (ces nouveaux actifs virtuels adossés à la blockchain), les « meme stocks » ou certaines start-ups (nous avons évoqué lors d'un précédent éditorial le cas de Rivian qui a pu être valorisé jusqu'à 150 milliards de dollars sans avoir produit le moindre véhicule). Plus dure risque d'être la chute.

## **Pangloss vs Cassandre**

Il serait toutefois prématuré de vouer son épargne financière aux gémonies.

## **La croissance, moteur des marchés**

A l'exception de la Chine, la croissance mondiale a été supérieure aux anticipations en 2021 malgré la virulence du variant delta. Si, comme le prédisent aujourd'hui les scientifiques, la plus forte contagiosité et la moindre létalité du virus omicron annoncent sa banalisation, l'économie dispose d'une formidable réserve de croissance. L'épargne accumulée est

### **SARL SELECT'PLACEMENTS**

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212

INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)  
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE  
DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)

très élevée. Le consommateur a envie de se « lâcher ». La croissance pourrait de nouveau surprendre en 2022.

Si un tel scénario se concrétise, cela ne facilitera pas la lutte contre l'inflation. Mais les profits des entreprises continueront de progresser. Cela favoriserait les valeurs cycliques, l'énergie et les matières premières.

### Vers une japonisation des économies occidentales ?

Comme la brusque apparition de l'inflation avait surpris en 2021, son reflux pourrait nous étonner dans la seconde moitié de la nouvelle année.

Si les banques centrales parviennent à enrayer la spirale prix/salaires au cours du 1<sup>er</sup> semestre, les tendances lourdes de nos vieilles économies occidentales pourraient ressurgir. Nous sommes notamment confrontés à une baisse structurelle de la natalité et à un vieillissement de la pyramide des âges. Le premier pays à avoir connu une baisse de sa population est le Japon. Il lutte depuis presque trente ans contre la déflation. Sa dette publique représente trois fois son PIB. La politique monétaire est la plus laxiste au monde.

La Corée du Sud et l'Allemagne se préparent à connaître la même situation que le Japon.

Une population plus vieille, c'est plus d'épargne, moins de croissance et, au final, moins d'inflation.

Un tel contexte favorise les valeurs technologiques, le private equity et l'immobilier.

### Certains actifs ne sont pas (très) chers

Les excès constatés sur certains marchés ne doivent pas aveugler l'investisseur. Il existe encore des actifs « low cost » en bourse.

Les marchés européens n'atteignent pas les sommets de valorisation constatés aux Etats Unis. Les actions des sociétés de la vieille économie s'échangent à moins de dix fois leur excédent brut d'exploitation. Ce n'est pas excessif.

Le marché chinois a fortement corrigé en 2021 en raison du durcissement réglementaire contre les sociétés technologiques et des difficultés rencontrées sur le secteur immobilier. Les autorités assouplissent la politique monétaire et, même si elles restent imprévisibles, semblent vouloir calmer leurs ardeurs contre les leaders digitaux. Le marché est porteur pour ceux qui ne sont pas effrayés par le contexte politique.

#### **SARL SELECT'PLACEMENTS**

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212  
INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)  
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE  
DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)

Les marchés émergents ne sont pas très chers également, notamment en Amérique Latine. Mais la situation y est plus complexe, en particulier pour le 1<sup>er</sup> semestre si la Fed resserre sa politique monétaire. Généralement, les actions des pays émergents souffrent lorsque le dollar monte.

### De l'« aléa moral » au « FOMO »

Dans un ancien temps pas si lointain, les banques centrales déterminaient leur politique monétaire sans avoir pour préoccupation première le comportement des marchés financiers. Leur objectif était la stabilité des prix et, parfois, le taux de chômage mais jamais le niveau du SP&500 ou du CAC 40. L'investisseur devait subir les pertes lorsqu'il avait acheté trop cher. Les banquiers centraux appelaient cela l'aléa moral.

Le pilotage des politiques monétaires s'est complexifié depuis la Grande Crise Financière. Les autorités n'hésitent plus à venir à la rescousse des marchés financiers. La Fed a relâché la pression en 2019 non pas parce que la situation macroéconomique l'exigeait mais parce que les marchés financiers avaient dévissé en 2018. Plus tard, elle est intervenue comme jamais auparavant lors de la crise pandémique.

Les investisseurs ont pris note. Ils n'ont plus peur des « couteaux qui tombent ». Depuis deux ans, à chaque correction des marchés, ils ont acheté par peur de manquer la prochaine vague de hausse. Les financiers appellent cela FOMO pour Fear of Missing Out.

**En conclusion**, prévoir l'avenir financier se révèle généralement être un exercice vain. La réalité nous surprend toujours. Il convient toutefois d'être prudent à l'entrée dans cette nouvelle année. Les marchés financiers sont globalement relativement chers. Les banques centrales vont durcir leur politique. Le 1<sup>er</sup> semestre sera volatil.

#### **SARL SELECT'PLACEMENTS**

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212

INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)  
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE  
DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)