



LA CHRONIQUE

de François-Serge Lhabitant

Perfoublées

L'accroissement de la masse sous gestion est régulièrement mis en avant par les gérants de fonds comme un signal implicite de leur bonne qualité et un rappel de leur success story. D'avantage d'encours signifie bien évidemment d'avantage de commissions, et l'on comprend qu'une société de gestion place la croissance des actifs au cœur de sa stratégie de développement. Mais qu'en est-il pour les investisseurs? Doivent-ils suivre naïvement les flux de capitaux, ou plutôt s'intéresser au potentiel de performances futures?

les vues personnelles de l'auteur.

Dans la gestion passive, qui est un métier à forte économie d'échelles et à faible valeur ajoutée, une gres conflits d'intérêts, de sorte que leurs intérêts économiques dans la SPAC peuvent différer de ceux des actionnaires». Eh oui, augmenter ses actifs et générer des performances futures ne font pas toujours bon ménage. ■

François-Serge Lhabitant est Professeur de finance à l'EDHEC Business School. L'article ne reflète que



OPINION

François Savary, CIO, Prime Partners

Faut-il croire à la stagflation?

L'arrivée de l'automne aura été propice à un regain de volatilité sur les marchés financiers, alors que l'été avait été marqué par une poursuite du rallye sur les bourses, celles de pays développés en particulier. On peut dresser une liste des causes de ces mouvements plus erratiques sur les actifs financiers (hausse des taux longs, craintes de resserrement monétaire plus rapide qu'escompté, poursuite des pressions inflationnistes, etc...) mais on peut aussi regarder cela sous un angle plus global. D'une manière générale, ce sont bien les craintes d'une évolution stagflationniste de la conjoncture mondiale qui sont à l'œuvre sur les marchés financiers depuis quelques semaines.

Dire que cette peur est infondée serait déraisonnable, au regard du fléchissement de la croissance que l'on peut observer depuis quelques mois, dans le sillage du variant delta en particulier. Dans ce contexte, les développements récents en Chine ou les difficultés de l'administration Biden à faire entériner ses plans de relance budgétaire ont encore nourri les craintes de voir l'activité mondiale ralentir à une vitesse accélérée. Voilà schématiquement l'expression du cheminement stagflationniste que certains craignent sur le front de la demande.

De la même manière on doit envisager l'angle de l'offre qui pourrait conduire à un mix conjoncturel de faible croissance et d'accélération de l'inflation. Ainsi, la persistance de difficultés d'approvisionnement sur un certain nombre de biens, que la situation spécifique du Royaume-Uni démontre on ne peut mieux, tout comme les tensions sur les prix de l'énergie ont apporté du grain à moudre à tous ceux qui ne croient plus au caractère temporaire des pressions inflationnistes qui se sont accumulées au fil des douze derniers mois. Les discours «rassurants» des banquiers centraux ne semblent plus convaincre désormais. Au demeurant, certaines sociétés américaines (Nike, FedEx) n'ont d'ailleurs pas caché, dans leurs annonces récentes, combien la situation de l'offre subissait des perturbations importantes. La saison des bénéfices, qui s'ouvrira le 13 septembre aux Etats-Unis, permettra de se faire une idée plus précise de l'ampleur de ces «problèmes».

La stagflation n'est pas une situation économique commune, loin de là! Il faut remonter aux années 70 pour observer, dans le sillage des chocs pétroliers, une telle évolution dans les économies développées. Disons le toute de suite, nous restons dubitatifs sur la pérennité de la hausse des coûts de l'énergie, le gaz

en particulier, d'autant plus si l'on croit que la croissance mondiale est sous la menace d'une décélération marquée au cours des prochains mois.

Dans la mise en place d'un environnement stagflationniste la spirale prix-salaires joue un rôle important. Dans ce contexte, voir la progression des salaires accélérer pourrait être une légitime source d'interrogations. Le phénomène n'est d'ailleurs pas limité à l'économie américaine, si l'on en juge par les données en provenance du Royaume-Uni ou de l'Europe. Cependant, il ne faut pas oublier que la productivité du travail donne également des signes de redressement, en partie en raison de la capacité d'adaptation dont l'économie a fait preuve face au choc de la covid-19 grâce à la digitalisation.

Le comportement de la productivité est une donnée essentielle pour se positionner dans le débat sur le risque de stagflation, car une augmentation des salaires n'est pas problématique si elle est «soutenue» par des gains de productivité. En d'autres termes, c'est bien la question des coûts unitaires du travail – l'écart entre la rémunération et la productivité de ce dernier – qui doit retenir notre attention. Tant que la pression sur ces derniers demeure contenue, comme cela semble

être le cas au regard des statistiques les plus récentes dont nous disposons pour les économies développées, le risque de stagflation semble devoir être limité.

C'est dans un tel contexte et avec ces questions à l'esprit que l'on doit se préparer pour la saison des bénéfices qui s'annonce. Les sociétés confirmeront-elles leur capacité à maintenir une bonne maîtrise des coûts unitaires du travail ou feront-elles état de pressions accrues de nature à fragiliser durablement l'offre, sachant que les salaires constituent une part largement majoritaire des coûts de production des entreprises?

En conclusion, face à une situation globale où les doutes sur l'évolution de la conjoncture mondiale se sont accrues depuis quelques mois, les craintes de stagflation ont gagné en ampleur et elles nourrissent le comportement plus erratique des marchés financiers depuis quelques semaines. Nous ne pouvons pas ignorer ce fait mais nous demeurons convaincus que les craintes d'une matérialisation de ce dernier scénario sont excessives. Ce point est d'autant plus vrai que les perspectives d'une désynchronisation des cycles économiques régionaux, en raison des développements récents en Chine, ne milite pas en faveur d'une stagflation au cours des prochains trimestres. ■