

Paris, le 14 janvier 2020

Le meilleur des mondes (le retour)

- **En 2019, les banques centrales ont gagné le match haut la main**
 - Leur nouvelle posture accommodante est le facteur clé de 2019
 - Obligations, actions, or, immobilier, toutes les classes d'actifs se sont appréciées
 - L'Eurostoxx 50 progresse de 25%, cette hausse cache de fortes disparités
- **La crainte d'une récession du début d'année s'est transformée en espoir de reprise**
 - Le ralentissement manufacturier a épargné les activités de services
 - La planche à billets tourne, l'inflation reste sage, même là où les déficits se creusent
 - Les banques centrales se montrent rassurantes mais s'interrogent
- **Exubérance rationnelle des marchés**
 - L'argent gratuit gonfle la valeur actuelle des cash-flows futurs
 - Les valeurs décotées ne sont pas à la mode
 - Cette désaffection est source d'opportunités, notre vivier s'étoffe

Cher Investisseur,

En redevenant accommodante au cours de 2019, les banques centrales ont gagné le match haut la main. Toutes les classes d'actifs ont profité d'un puissant mouvement de revalorisation. L'Eurostoxx 50 termine l'année en hausse de 25%. Derrière cette progression se cachent de fortes disparités. Les belles et grosses valeurs de croissance, notamment dans le secteur du luxe et des technologies ont été les principales bénéficiaires de ce mouvement. Elles atteignent des évaluations records et probablement excessives. Les valeurs décotées, au contraire, ont connu des parcours plus chaotiques.

Si la croissance économique a poursuivi sa décélération, la récession redoutée fin 2018 ne s'est pas matérialisée en 2019. Moins de croissance s'est rapidement traduit par moins d'inflation justifiant plus de soutien monétaire. La conviction rassurante que les banques centrales seraient durablement là pour soutenir l'économie s'est diffusée. Les mauvaises nouvelles économiques se sont transformées en bonnes nouvelles pour les marchés financiers. En fin d'année, la perspective d'un accord commercial sino-américain et le développement du Brexit ont renforcé l'optimisme. Pour l'instant, la planche à billets tourne, l'endettement généralisé enfle et l'inflation reste sage. Un large consensus s'est formé autour de l'idée que la faiblesse de l'inflation est structurelle, donc durable. La Fed et la BCE confirment d'ailleurs leur orientation accommodante pour 2020 voire au-delà.

Paradoxalement, alors que les indices flirtent avec des records, notre vivier s'est reconstitué en 2019. Parmi les très nombreuses valeurs sanctionnées depuis deux ans, nous travaillons à identifier les sociétés assises sur de vrais métiers et pour lesquelles nous considérons que les risques sont surestimés ou le potentiel sous-estimé. Si nos calculs sont justes et nos raisonnements exacts, ces investissements construiront la performance à venir de notre FCP Plan Main Libre PEA. Nous vous adressons tous nos vœux pour cette nouvelle année.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

En 2019, les banques centrales ont gagné le match haut la main

Il y a juste un an, fin 2018, alors que les banques centrales resserraient leur politique monétaire dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale et de montée des tensions politiques, la crainte d'une récession effrayait les investisseurs et pesait sur les indices boursiers. Aujourd'hui, on peut constater que la décélération continue de la croissance au cours de l'année 2019, ne s'est pas conclue par une récession. La baisse des taux liée au volte-face des banques centrales a favorisé le retour du meilleur des mondes. Un monde où la croissance est assez solide pour soutenir l'emploi et la consommation, sans pour autant que les hausses de salaires n'amènent l'inflation au-dessus de l'objectif de 2% des principales banques centrales. Ce changement d'orientation des politiques monétaires, associé dans de nombreux pays à un important soutien budgétaire a généré un puissant mouvement de revalorisation de toutes les classes d'actifs (actions, obligations, or, matières premières, immobilier, private equity). En fin d'année, l'espoir d'une reprise de la croissance mondiale et la perspective d'un accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine a renforcé le mouvement. Dans les pays développés comme dans le monde émergent, la performance des actions a été aussi spectaculaire qu'inattendue. L'Eurostoxx 50, indice des principales valeurs européennes, progresse de 24,8% en 2019 (+5% au 4ème trimestre). Aux Etats-Unis, le S&P 500 monte de +29% (+8,5% en T4), le Nasdaq, indice des valeurs technologiques, de +35% (+12% au T4). Les pays émergents affichent des performances similaires (+45% en Russie, +31% au Brésil, +22% en Chine, +16% en Inde).

Derrière la progression des indices se cachent néanmoins de fortes disparités

Partout, les investisseurs ont privilégié les grosses et belles valeurs disposant de moteurs de croissance considérés comme solides, des secteurs du luxe, de l'aéronautique ou des technologies. Evaluées par l'actualisation de cash-flow futurs, ces valeurs dites « de croissance » ont été les principales bénéficiaires de la baisse des taux de 2019. Dans le même temps, l'essor de la gestion passive, visant à reproduire la performance des indices avec pour seul critère d'investissement le poids d'une valeur dans un indice, alimente un flux acheteur sur les plus grosses capitalisations boursières. Les plus belles valeurs deviennent plus chères. Elles prennent du poids dans les indices, attirant donc des flux acheteurs croissants en provenance de la gestion passive. Grâce à cette mécanique auto-entretenu, ce qui était déjà beau et cher fin 2018 est tout aussi beau mais encore plus cher fin 2019. Selon les calculs de SG Cross Asset Research, le PER des valeurs de croissance américaines dépasse 40 fin 2019. Sur les trente dernières années, elles n'ont dépassé ce niveau qu'une fois, pendant quelques mois, durant la bulle de 1999-2000. En France, quatre valeurs du luxe (LVMH, Kering, Hermès, L'Oréal) ont progressé entre 32% (L'Oréal) et 63% (LVMH) en 2019. Elles représentent aujourd'hui plus du quart de l'indice CAC 40. A elles seules, elles expliquent 30% de la progression de l'indice. En ajoutant les quatre valeurs de la technologie et de l'aéronautique, seulement 20% des valeurs composant le CAC 40 expliquent la moitié de sa performance de 2019. Elles atteignent toutes des niveaux d'évaluation jamais vus par le passé. Au contraire, les valeurs décotées, souvent de taille plus modeste, sont souvent restées en dehors de ce mouvement. Celles impactées par des changements technologiques, réglementaires, ou dépendantes de la conjoncture industrielle dégradée ont même connu des parcours chaotiques. A chaque déception, la sanction a été lourde. De nombreuses sociétés, souvent bien installées sur leurs métiers ont ainsi vu leur cours divisé par deux ou trois par rapport au plus haut de ces dernières années.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Paradoxalement, les mauvaises nouvelles économiques ont soutenu les marchés

Trimestre après trimestre, les principales institutions (FMI, OCDE, FED, BCE...) ont réduit sans discontinuer leurs prévisions de croissance pour 2019 et 2020. Le FMI ne table plus que sur une croissance de 3% de l'économie mondiale (contre 3,9% il y a un an). Les estimations de bénéfices des analystes ont suivi. Elles ont aussi été revues en baisse régulièrement. En Europe, les anticipations d'Alphavalue pour 2019 sont tombées de +10% fin 2018 à +2% aujourd'hui. Ce ralentissement concerne en premier lieu les économies manufacturières tournées vers l'exportation et donc exposées au recul du commerce mondial. La guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, la transition de l'économie chinoise d'un modèle manufacturier tourné vers l'exportation à une économie laissant plus de place à la demande intérieure et le durcissement des normes anti-pollution imposées à l'industrie automobile ont accentué la pression. Aux Etats-Unis, en Allemagne, en Chine ou au Japon, des indices PMI sont, pour la plupart, tombés en dessous de 50, confirmant la contraction de l'activité industrielle. Moins de croissance s'est rapidement traduit par moins d'inflation justifiant plus de soutien monétaire. La conviction rassurante que les banques centrales seraient durablement là pour soutenir la croissance en maintenant les taux artificiellement bas s'est diffusée. Les mauvaises nouvelles économiques se sont transformées en bonnes nouvelles pour les marchés financiers. Aussi, durant ces trimestres de décélération de l'économie, les indices boursiers ont progressé sensiblement.

Le ralentissement de l'activité industrielle a épargné le reste de l'économie

Pour l'instant, le ralentissement de l'activité industrielle de ces dix-huit derniers mois ne s'est pas propagé. La bonne tenue des activités de services associée à une consommation dynamique permet à l'économie de résister. La perspective d'une récession semble même s'éloigner. L'espoir d'une reprise sélective apparaît, notamment dans les pays bénéficiant des politiques monétaires redevenues accommodantes et utilisant les déficits budgétaires pour soutenir les entreprises, l'investissement ou le pouvoir d'achat des ménages. C'est le cas aux Etats-Unis, en Chine et dans une moindre mesure en Europe du sud (incluant la France). Ainsi aux Etats-Unis, la convergence de taux bas et de déficits budgétaires significatifs (près de 5% du PIB) entretient-elle le plus long cycle de croissance de l'histoire économique du pays. Les indicateurs suggèrent un maintien en 2020 de la croissance autour du niveau actuel (2%). La consommation, principal moteur de l'économie américaine (2/3 du PIB), reste soutenue par un taux de chômage historiquement bas associé à des hausses de salaires. En Chine, les plans de relance produisent une amélioration de l'environnement économique perceptible dans les enquêtes de conjoncture de fin d'année. En Italie, en France et en Espagne, les mesures budgétaires concernant le pouvoir d'achat ou la transition écologique soutiennent la consommation, l'épargne et l'investissement. Cerise sur le gâteau, en fin d'année, la perspective d'un accord commercial sino-américain et le développement du Brexit ont renforcé l'optimisme. En piste pour sa réélection fin 2020, Donald Trump sait que la croissance économique et le taux de chômage au plus bas historique sont ses meilleurs alliés. Par ailleurs, la victoire du parti de Boris Johnson aux élections du 12 décembre éloigne la perspective d'un Brexit désordonné. Reste que les sujets de tension sont nombreux : la lutte entre les Etats-Unis et la Chine ne cessera pas le 15 janvier, la négociation de l'accord commercial régissant les relations futures entre le Royaume-Uni et l'Europe connaîtra des rebondissements et les tensions au Moyen-Orient ont peu de chance de s'apaiser en 2020.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

La planche à billets tourne mais l'inflation reste sage

Même dans les pays où la politique monétaire redevenue accommodante est associée à une relance budgétaire massive, l'inflation peine à s'aligner sur les objectifs de 2% des banquiers centraux. Ainsi, aux Etats-Unis, l'indice PCE core (hors effet des variations de l'énergie) fluctue entre 1,5% et 1,8% en rythme annuel. En zone euro, elle est aujourd'hui inférieure de moitié à l'objectif de la BCE.

Un large consensus s'est formé aujourd'hui autour de l'idée que la faiblesse de l'inflation est durable car elle dépend de nombreux facteurs structurels : abondance de la main d'œuvre disponible, (même lorsque le taux de chômage est bas), vieillissement voire baisse de la population, changements technologiques (uberisation de l'économie) mais aussi hausse des inégalités (qui comprime la demande) et mondialisation (qui favorise la baisse continue des coûts et donc des prix des biens manufacturés). Pour la zone euro, la BCE table sur 1,2% en 2019, 1,1% en 2020, 1,4% en 2021 et 1,6% en 2022. Une croissance modeste mais régulière et une inflation durablement faible donnent aux banques centrales une grande latitude pour agir. La Fed et la BCE confirment d'ailleurs leur orientation accommodante pour 2020 voire au-delà. Leur message rassurant diffuse la conviction que la recette utilisée pour traiter la crise de 2008, associant endettement croissant et taux maintenus artificiellement bas, continuera à produire ses effets positifs pour longtemps.

Les banques centrales se veulent rassurantes mais s'interrogent

Pourtant, derrière les messages rassurants se cachent des interrogations légitimes. La FED et la BCE ont d'ailleurs engagé des revues stratégiques. Le périmètre est large. Il inclut les objectifs et les outils de politique monétaire ainsi que les pratiques et la communication de ces institutions. Cette réflexion inclura donc l'analyse du comportement de l'inflation et ses conséquences sur la cible historique de 2%. Les publications des conclusions en 2020 seront des temps forts de l'année. Il est aujourd'hui peu probable que ces revues incluent un durcissement du message accommodant délivré depuis un an. En zone euro, la réflexion s'engage alors que l'orientation choisie en 2019 ne fait pas l'unanimité au sein même du conseil des gouverneurs de la BCE. Certains, notamment les représentant d'Europe du nord, préféreraient que la BCE suive le chemin de la banque centrale suédoise. Estimant que « *les conditions étaient favorables pour que l'inflation (aujourd'hui à 1,8%) reste proche de sa cible (de 2%) à l'avenir* », la Risbank a décidé mi-décembre de sortir de 5 ans de taux négatifs. Ainsi le président de la banque centrale hollandaise a-t-il publié mi-septembre un communiqué pour signifier son opposition aux mesures accommodantes annoncées par la BCE. Si, comme le suggère Christine Lagarde, la BCE prévoit d'inciter les pays de la zone euro à compléter la politique monétaire accommodante par des politiques budgétaires expansionnistes, les tensions pourraient s'exacerber autour de la divergence historique des trajectoires budgétaires entre les pays d'Europe du nord, partisans de l'orthodoxie monétaire et budgétaire et ceux d'Europe du sud (incluant la France) adeptes de l'endettement et des déficits publics au service de la réduction des inégalités et de la paix sociale. Enfin, le débat devrait aussi inclure les conséquences négatives déjà identifiées d'un maintien prolongé de taux négatifs : affaiblissement des banques et des assureurs, accroissement des inégalités de patrimoine, prise de risque accrue, gonflement de l'épargne improductive et de l'endettement, création de bulles d'actifs, fuite des capitaux vers la zone dollar.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Exubérance rationnelle des marchés

En comparant la hausses à deux chiffres des bourses européennes et la croissance anémique des bénéfices des sociétés, l'optimisme des marchés peut paraître exubérant. Dans le contexte particulier d'argent gratuit entretenu par la BCE, cette exubérance n'est pas irrationnelle. La forte réappréciation des indices en 2019 tient pour l'essentiel à un calcul d'arbitrage entre les taux et les actions. Alors que les obligations ne rapportent plus rien, le rendement théorique des actions (l'inverse du PER) paraît très attrayant. Fin 2019, il s'élève ainsi à 5,95% pour l'Eurostoxx 600 (PER : 16,8 fois) et se compare à un taux sans risque négatif de 0,19% (10 ans allemand). A ce niveau, le supplément de rémunération exigé par les investisseurs pour justifier le risque associé à un investissement en actions dépasse 6% (5,95%+0,19%). Il est supérieur à celui atteint au point bas du marché de mars 2009 (5,85%). Le PER était alors de 11,3 et le taux du 10 ans allemand de 3%. Ce calcul montre que la hausse des actions européennes reflète assez fidèlement l'effondrement des taux d'intérêts ces dernières années. A ce titre, l'évaluation des marchés trouve donc une justification. Reste que si, contrairement aux anticipations actuelles, les taux d'intérêt venaient à se redresser, la rémunération du risque action deviendrait mécaniquement moins attrayante. Sans croissance suffisante des bénéfices des sociétés, les cours de Bourse seraient alors la variable d'ajustement. Ce même fondement théorique permet de rationaliser la performance particulièrement élevée de belles et grosses valeurs de croissance, notamment dans le secteur du luxe et de la technologie. Les modèles d'actualisation de cash-flows futurs utilisés pour évaluer ce type de sociétés sont aussi très sensibles aux variations du paramètre « taux ». Ainsi, Selon notre modèle, une baisse de 100 points (1%) du taux d'actualisation augmente « mathématiquement » de 20% l'évaluation d'une société. La sensibilité est inversée lorsque les taux montent. Toute modification des perspectives, aujourd'hui très favorables, sur les taux aurait des conséquences très négatives sur l'évaluation de ce type de sociétés.

Alors que les évaluations des valeurs dites de croissance ont atteint des records, tirant les indices vers des plus hauts historiques, notre univers de valeurs décotées n'a que peu profité de cet engouement. Notre processus de gestion, fondé sur la recherche de titres sous-évalués a donc produit une performance modeste en 2019 (+4,4%). Néanmoins, grâce à sa capacité de résistance et à ses performances dans les périodes difficiles de ces dernières années, notre fonds Plan Main Libre PEA conserve la meilleure notation possible (5 étoiles) tant chez Morningstar* que chez Quantalys*. Il reste classé parmi les plus performants de sa catégorie sur l'horizon de placement recommandé de 5 ans. Paradoxalement, alors que les indices flirtent avec des records, notre vivier s'est reconstitué en 2019. Parmi les très nombreuses valeurs sanctionnées depuis deux ans, nous travaillons à identifier celles qui sont assises sur de vrais métiers et pour lesquelles les investisseurs surestiment les risques ou sous estiment le potentiel de réappréciation. Si nos calculs sont justes et nos raisonnements exacts, ces investissements construiront la performance à venir de notre FCP Plan Main Libre PEA.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

** Morningstar et Quantalys sont deux sociétés indépendantes spécialisées dans l'analyse quantitative et l'évaluation de la performance des fonds. La fiche de notre FCP Plan Main Libre PEA est disponible sur le site internet de ces deux sociétés. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures, elles ne sont pas constantes dans le temps.*

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Au 27 décembre 2019	Volatilité 3 ans	Performances						
		T4 2019	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Plan Main Libre PEA *: 15 308,01€	6,01	+1,4%	+4,4%	-4,2%	+11,7%	+4,9%	+14,7%	+2,3%
Euro-Flexible (Morningstar)	7,48	+4,3%	+12,1%	-9,9%	+6,8%	+2,1%	+3,3%	+3,0%
Classement (base 100)	nc	nc	88	11	15	22	3	60

* Fonds créé le 25 mars 2010

Sources : HIM/ Morningstar

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Repères

Au 31 décembre 2019	Valeurs	Evolutions						
		T4 2019	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3745,15	+4,9%	+24,8%	-10,7%	+6,5%	+0,7%	+4,5%	+1,2%
Rémunération exigée en Europe*	5,95%	-0,54	-1,09	+0,63	-0,07	-1	-1,3	-1,1
CAC 40 (France)	5978,06	+5,3%	+26,4%	-8,4%	+9,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	3230,78	+8,5%	+28,9%	-6,4%	+19,4%	+9,3%	-0,5%	+11,4%
Nasdaq (USA technologies)	8972,60	+12,2%	+35,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%	+6,1%	+13,40%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	28189,75	+8%	+9,1%	-14,4%	+36%	+0,4%	-7,2%	+1,3%
Nikkei (Japon)	23656,62	+8,7%	+18,2%	-4,7%	+19,1%	+0,4%	+9,1%	+7,1%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	115645,34	+10,4%	+31,6%	+0,8%	+26,9%	+38,9%	-13,3%	-2,9%
Russie (RTS Index)	1548,92	+16,1%	+44,9%	-13,6%	+0,2%	+52,2%	-4,3%	-45,2%
Inde (Sensex)	41306,02	+6,8%	+16,2%	+7,8%	+27%	+2,6%	-5,6%	+29,9%
Chine (SSE Composite)	3050,12	+5%	+22,3%	-20,4%	+6,6%	-12,3%	+9,4%	+52,90%
Taux 10 ans								
France (OAT)	+0,12%	+0,40	-0,58	-0,09	+0,11	-0,24	+0,09	-1,60
Allemagne (Bund)	-0,19%	+0,39	-0,44	-0,18	+0,22	-0,43	+0,09	-1,40
Italie	1,43%	+0,60	-1,38	0,80	+0,19	+0,21	-0,27	-2,21
Espagne	0,47%	0,32	-0,93	0,35	+0,20	-0,41	+0,17	-2,53
Grèce	1,48%	+0,11	-2,88	0,19	-2,91	-1,31	-1,26	+1,03
USA (US Notes)	+1,92%	+0,25	-0,88	-0,27	-0,04	+0,18	+0,10	-0,86
Japon	-0,02%	+0,18	-0,07	-0,08	+0,01	-0,24	-0,06	-0,41
Autres								
Parité €/ \$	1,1212	+2,9%	-2%	-7,5%	+14,1%	-3,8%	-10,7%	-11,1%
Pétrole (BRENT \$)	66	+8,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%	+54,8%	-36,3%	-48,1%
Or (Once \$)	1523,10	+3,4%	+21,2%	5,7%	+13,7%	+8,5%	-10,3%	-1,7%

Source : HIM

* inverse du PER de l'année en cours de l'Eurostoxx 600 selon le consensus (source : Oddo)

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.