

Paris, le 22 juillet 2021

Attendons-nous à l'inattendu

- **La reprise de la croissance se concrétise ce trimestre**
 - Dans le monde développé, le retour à une vie sociale plus normale dope la croissance
 - La multiplication des variants n'entame pas l'optimisme des investisseurs
 - L'Eurostoxx 50 progresse de +3,7% ce trimestre
- **Qualifier l'inflation devient un sujet de débat à la mode**
 - « temporaire » ou « durable », chacun doit choisir l'adjectif qui lui convient
 - La Fed et la BCE ont choisi « temporaire »
 - Elles s'aménagent tout de même un cadre pour poursuivre leur soutien monétaire
- **La progression des indices est corrélée à celle des bilans des banques centrales**
 - Avec des taux nuls, les modèles d'évaluation donnent des valeurs infinies
 - La croissance actuelle des bénéficiaires est tirée par des facteurs exceptionnels et temporaires
 - La sortie ordonnée de la thérapie monétaire reste un défi à venir

Cher Investisseur,

La poursuite de la diffusion des vaccins, en particulier dans le monde développé, a confirmé le retour à une vie sociale plus normale ce trimestre entraînant la reprise économique. A partir d'une base déprimée par les mesures de restriction en vigueur en 2020, cette reprise est spectaculaire. Les plans de relance d'une ampleur historique dopent l'activité des entreprises et la consommation des ménages. Les banques centrales alignent les trillions pour maintenir les taux artificiellement bas. Dans ce contexte exceptionnel, les prévisions de bénéfice des sociétés sont revues en hausse. Des taux bas et des bénéfices en forte croissance alimentent l'optimisme des investisseurs. Ils continuent de privilégier un scénario dans lequel les vaccins remporteront le match contre les variants toujours nombreux et souvent plus contagieux. L'Eurostoxx 50 progresse de +3,7% ce trimestre.

L'optimisme actuel est essentiellement le fruit d'un accès massif et généralisé à un endettement peu cher. Depuis la crise financière de 2008, les banques centrales en sont les producteurs. Elles seules ont le pouvoir de créer ex-nihilo les milliers de milliards nécessaires. Ce soutien monétaire a pris une ampleur nouvelle avec la crise sanitaire débutée en 2020. En un an, 10 trillions\$ ont été créés, autant qu'au cours de la décennie précédente. Le retour confirmé de l'inflation ne remet pas en cause l'orientation des politiques monétaires. La FED, comme la BCE, insiste sur le caractère transitoire de cette tendance, liée au redémarrage brutal et chaotique des économies et à l'impact déterminant des composants volatils (pétrole, les métaux...). Le débat reste néanmoins ouvert et les banquiers centraux s'aménagent tout de même un cadre plus souple pour poursuivre leur soutien monétaire.

L'optimisme généralisé ne tient probablement pas assez compte du caractère fragile et exceptionnel de la conjonction de facteurs qui alimentent la croissance et certaines évaluations actuelles. Il nous incite donc à une certaine vigilance, celle qui caractérise notre gestion depuis 2010. Elle n'est pas synonyme d'inactivité. Nous continuons à identifier des sociétés décotées dont le potentiel est sous-estimé ou pour lesquelles les risques sont surestimés. La santé ou la numérisation de l'économie sont aujourd'hui des thèmes importants, tout comme la convergence d'intérêt avec des actionnaires ayant prouvé leur capacité à détecter des investissements à fort potentiel.

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.

L'optimisme se confirme ce trimestre...

La poursuite de la diffusion des vaccins, en particulier dans le monde développé, a confirmé le retour à une vie sociale plus normale ce trimestre entraînant la poursuite de la reprise économique. A partir d'une base déprimée par les mesures de restriction en vigueur en 2020, cette reprise est spectaculaire.

Dans les grandes économies développées, les plans de soutien et de relance d'une ampleur historique dopent l'activité des entreprises et la consommation des ménages. Certains facteurs spécifiques, notamment l'épargne record accumulée pendant les confinements ou la digitalisation accélérée de l'économie renforcent la dynamique. Les banques centrales alignent les trillions pour maintenir les taux artificiellement bas et permettent ainsi le financement à crédit de cette croissance. Dans ce contexte, les prévisions de bénéfice des sociétés sont revues en hausse. Le consensus des analystes table aujourd'hui sur une progression de +71% des bénéfices 2021 en Europe (contre « seulement » +58% en mars) et de +43% aux Etats-Unis (+28% il y a 3 mois). En moins d'un an, les dégâts de la crise sanitaires sur les bénéfices des sociétés seraient alors effacés.

Des taux bas et des bénéfices en forte croissance alimentent l'optimisme des investisseurs. Ils sous-estiment probablement le caractère exceptionnel de cette conjonction de facteurs et continuent de privilégier le scénario dans lequel les vaccins remporteront le match contre les variants toujours nombreux et souvent plus contagieux. A l'exception du Nikkei japonais, les indices des principaux pays du monde affichent des performances très positives ce trimestre. Aux Etats-Unis, le S&P 500 progresse de 8,2% et le Nasdaq de 9,5%. En Europe, où la diffusion des vaccins accélère considérablement, l'Eurostoxx 50 progresse de +3,7%. Pourtant fragilisés par une nouvelle vague épidémique alors qu'ils manquent toujours de moyens, d'infrastructures ou de volonté pour assurer des vaccinations de masse, même les pays émergents profitent de cet optimisme. En Russie, au Brésil et en Inde, les indices progressent respectivement de +12%, +8,7% et +6%.

... alimenté par le soutien toujours massif des banquiers centraux

L'optimisme actuel est essentiellement le fruit d'un accès massif et généralisé à un endettement peu cher. Depuis la crise financière de 2008, les banques centrales en sont les producteurs. Elles seules ont le pouvoir de créer ex-nihilo les milliers de milliards nécessaires à l'achat d'emprunts de telle sorte que les taux appliqués à ces nouvelles dettes restent faibles. Ainsi, entre 2008 et 2020, les bilans cumulés de la Fed, de la BCE et de la Boj ont progressé de 10 trillions passant de 5 à 15 trillions. La recette a bien fonctionné. Dans un premier temps, le système financier a été stabilisé, la déflation a été évitée et la solvabilité des Etats assurée. Ce soutien monétaire a pris une ampleur nouvelle avec la crise sanitaire de 2020. En un an, 10 trillions supplémentaires ont été créés, autant qu'au cours des 11 années précédentes. Le cumul des bilans atteint aujourd'hui 25 trillions (plus de 60% du PIB des 3 zones). Tant que la confiance est toujours là, ces chiffres très abstraits ne représentent pas grand-chose d'autre que des conventions. Des conventions permettant tout de même d'inonder le monde de milliers de milliards de monnaie sonnante et trébuchante.

Dans l'univers de l'investissement, cette création monétaire historique nourrit une inflation des actifs et entretient l'optimisme ambiant. Chacun se sent à l'abri, sous la protection bienveillante de banques centrales. Elles diffusent une impression de « meilleur des mondes » : un monde dans lequel la croissance économique est assez solide pour assurer la prospérité des acteurs et créer des emplois, sans pour autant réveiller l'inflation. La corrélation entre la progression des indices boursiers et le gonflement des bilans des banques centrales est d'ailleurs frappante.

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.

Le retour confirmé de l'inflation n'inquiète ni la FED ni la BCE

L'accélération de la croissance des plus grandes économies du monde se traduit par des hausses de prix des matières premières, notamment le pétrole et les métaux. Les désordres logistiques liés aux confinements-déconfinements successifs amplifient ponctuellement le phénomène. Ils créent des pénuries propices à une hausse des prix du fret, de composants électroniques et de matériaux de construction. Paradoxalement, malgré un chômage élevé, les entreprises connaissent des difficultés de recrutement dans certains secteurs clés tels que la construction ou la restauration.

Les chiffres publiés ce trimestre confirment le retour de l'inflation par les coûts en particulier dans les principales économies du monde. En Chine, aux Etats-Unis comme en Allemagne, l'indice des prix à la production a plus que doublé en un trimestre. En Chine, il atteint +8,8% en juin contre +3,7% en mars et -3% il y a un an. Aux Etats-Unis et en Allemagne, l'évolution est comparable (respectivement +7,3% et +8,5% contre +4,7% et +3,7% en mars et -0,8% et -2,2% il y a un an). Les prix à la consommation sont aussi en hausse en particulier aux Etats-Unis (+5,4% en juin et +4,5% hors énergie). Il y a 3 mois, l'indice hors énergie américain plafonnait à +1,6%. En zone euro, la hausse est beaucoup plus raisonnable. L'indice ICPH publié par la BCE passe de +1,3% en mars à +1,9% en juin.

La FED, comme la BCE, insiste sur le caractère transitoire de ces hausses liées au redémarrage brutal et chaotique des économies et à l'impact déterminant des composants volatils tel le pétrole ou les métaux. Une base de comparaison atypique, puisque pénalisée par les mesures restrictives prises en 2020, justifie aussi cette position.

Temporaire ou durable, l'adjectif qui qualifiera le mieux l'inflation fait néanmoins débat

Si les banques centrales ont choisi leur camp avec des arguments rationnels, le choix de l'adjectif qui qualifiera le mieux le rythme futur de l'inflation fait débat.

Les arguments en faveur de « temporaire » sont bien identifiés. Il s'agit principalement de facteurs structurels tels que (1) l'abondance de la main d'œuvre toujours disponible tant dans les pays développés que dans le monde émergent, (2) l'uberisation des économies, les délocalisations et la baisse des coûts provoqués par la diffusion accélérée des technologies, (3) le vieillissement des populations et la hausse des inégalités avec leurs conséquences négatives sur la consommation.

Les arguments en faveur de « durable » sont nouveaux puisqu'associés aux trois principaux objectifs politiques des plans de relance massifs en cours d'adoption aux Etats-Unis et en Europe : lutte contre les inégalités, transition énergétique, souveraineté. La lutte contre les inégalités se traduit par la distribution de pouvoir d'achat et par un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux salariés, ce qui est inflationniste. La multiplication des exigences associées à la protection de l'environnement augmente les coûts de production des biens et des services. Le retour du concept d'Etat-Nation et la montée des protectionnismes sont aussi inflationnistes. A ces causes potentielles, s'ajoute le sujet du vieillissement de la population chinoise. Une population vieillissante puis en décroissance signifie moins de travailleurs donc une possible augmentation du coût de la main d'œuvre mais aussi moins de croissance. Le « pire des mondes », associant stagnation et inflation pourrait alors redevenir d'actualité.

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 Fed et la BCE gagnent du temps en adaptant le cadre dans lequel s'inscrit leur action

Que l'inflation soit temporaire ou durable, il est toujours aussi difficile d'imaginer que le rythme actuel de création monétaire soit tenable dans la durée, que le recours à un endettement et des déficits publics croissants puissent financer les plans de relance des Etats, l'investissement des entreprises et le pouvoir d'achat des ménages, sans que la question de la solvabilité des agents économiques ne se pose, les créanciers ne s'inquiètent, l'inflation ne revienne ou pire, la défiance vis-à-vis des monnaies ne s'installe. La question n'est donc pas de savoir s'il faudra un jour ralentir le rythme de la création monétaire. La question est de savoir quand le faire et à quel rythme.

En attendant d'y voir plus clair, notamment sur le sujet de l'inflation, les banques centrales achètent du temps. Tirant la leçon du resserrement monétaire prématuré initié au second semestre 2018, la Fed ne prévoit plus d'agir de façon préventive contre l'inflation. Il y a déjà un an, elle a modifié sa cible historique de 2% pour retenir un objectif « d'une inflation moyenne de 2% dans la durée ». Dans le même temps, elle prévoit de tourner son regard vers les chiffres de l'emploi encore loin des niveaux d'avant la crise sanitaire. Le taux de chômage (5,9% actuellement) et la participation à l'emploi (62%) deviennent les indicateurs clés. Ils ont deux mérites : (1) leur évolution participera à anticiper l'évolution des salaires donc le rythme futur de l'inflation (2) contrairement à l'inflation actuelle, ces indicateurs restent compatibles avec le maintien d'une politique monétaire accommodante. Aussi, même avec une inflation supérieure à 2%, la Fed s'autorise à maintenir une politique monétaire expansionniste. Un an après la Fed, la BCE a aussi annoncé, début juillet 2021, une nouvelle définition de l'objectif d'inflation qui guidera dorénavant sa politique monétaire. Le traditionnel « en dessous mais proche de 2% » est remplacé par « symétrique, fixé à 2% à moyen terme ». En pratique, Christine Lagarde explique que 2% n'est pas un plafond et qu'il peut y avoir des oscillations autour de 2%. Avec cette modification, l'institution dispose aussi de plus de flexibilité. Comme la Fed, elle peut maintenir une politique monétaire accommodante même si l'inflation dépasse le seuil de 2%.

Un retour durable de l'inflation serait un cygne noir supplémentaire ...

Les livres « le hasard sauvage » (2001) et « Le cygne noir » (2007) du statisticien Nicholas Taleb ont popularisé le cygne noir : un oiseau rare ou un événement tout aussi rare et inattendu, très difficile à prévoir, aux conséquences très significatives. La pandémie de Covid 19 qui s'est abattue sur le monde début 2020 fait partie de ces cygnes noirs. Avec les variants qui se multiplient toujours et la vaccination encore très inégale des différentes zones du monde, ses conséquences négatives sur la croissance, notamment dans les secteurs du transport, du tourisme ou des loisirs, pourraient bien continuer de se faire sentir durant les prochains trimestres.

Dans un monde où l'endettement généralisé est un moteur essentiel de la croissance économique et dans lequel les taux pratiquement nuls justifient l'inflation en cours des actifs, le retour durable de l'inflation serait très probablement un cygne noir supplémentaire. Le « meilleur des mondes » décrit plus haut se transformerait pour un temps en « pire des mondes ». Un monde dans lequel les banques centrales ne pourraient plus maintenir les taux artificiellement bas, réduisant le pouvoir d'achat des investisseurs, mais aussi les résultats des modèles d'évaluations et la rentabilité des projets d'investissement. Les « effets de levier » se transformeraient alors en « effet massue ». Les investisseurs inquiets exigeraient des rendements plus attractifs mettant en cause la solvabilité de nombreux agents économiques notamment certains Etats trop dépensiers et endettés. Heureusement, ce scénario d'un retour durable de l'inflation est aujourd'hui très improbable puisque l'indexation des salaires sur les prix, ingrédient principal de cette recette, n'est pas d'actualité.

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.

.... ce qui explique notre vigilance confirmée

Pourtant, puisque le débat est lancé, il est aujourd'hui envisageable que la crainte d'une inflation plus durable qu'anticipé ne perturbe les marchés. Ces derniers mois, à l'occasion notamment de la publication des indices de prix aux États-Unis, cette crainte a régulièrement provoqué des baisses violentes des indices boursiers mondiaux associées à une fuite vers la qualité, personnifiée par les emprunts d'Etat américains, allemands ou même français.

Comme on a pu l'expérimenter lors de la crise des subprimes (2007-2008) puis de celle de la dette souveraine en zone euro (2011-2012), les prophéties circulant dans la sphère financière peuvent être autoréalisatrices. Inutile que le risque ne se matérialise. Il suffit que la crainte qu'il inspire s'empare des marchés financiers. Concernant les perspectives d'inflation, les catalyseurs potentiels sont nombreux : l'interprétation d'un chiffre concernant l'emploi, les salaires, l'inflation, la publication d'un indice d'activité voire un discours mal calibré d'un banquier central.

Dans ce contexte, l'optimisme généralisé nous incite toujours à une certaine vigilance, celle qui caractérise notre gestion depuis 2010. Elle n'est pas synonyme d'inactivité. Nous continuons à identifier des sociétés décotées dont le potentiel est sous-estimé ou pour lesquelles les risques sont surestimés. Nous les évaluons de façon aussi rigoureuse que possible et investissons à un prix que nous jugeons suffisamment raisonnable pour rémunérer le risque inhérent à chaque décision d'investissement. Le potentiel que nous identifions repose essentiellement sur des facteurs propres à chaque société, sur la capacité de dirigeants stables et impliqués à accroître l'activité, la rentabilité et le patrimoine de la société, sans trop compter sur la conjoncture. La santé ou la numérisation de l'économie sont aujourd'hui des thèmes importants, tout comme la convergence d'intérêt avec des actionnaires ayant prouvé leur capacité à détecter des investissements à fort potentiel. Il n'est pas exclu qu'à l'avenir, nous partagions nos idées d'investissement en publiant une recherche spécifique.

Parce que nous ne parions ni sur la conjoncture ni sur les fluctuations de la Bourse, cette prudence nous pénalise ces derniers temps. Elle nous a heureusement aussi permis de résister à la crise des dettes souveraines en 2011-2012, aux turbulences autour du défaut grec de 2015, aux conséquences du ralentissement de la croissance mondiale en 2016, au resserrement monétaire prématuré de 2018.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

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 30 juin 2021	Volatilité 3 ans	Performances						
		T2 2021	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Plan Main Libre PEA *: 14 553,6 €	13,4	+1%	+2,95%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%	+4,9%
Euro-Flexible (Morningstar)	12	nc	+7,86%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%	+2,1%
Classement (base 100)	na	nc	88	88	88	11	15	22

* 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 30 juin 2021	Valeurs	Evolutions						
		T2 2021	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	4064,3	+3,7%	+13,8%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%	+0,7%
Rémunération exigée en Europe*	5,32%	+0,08	+0,06	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07	-1
CAC 40 (France)	6507,83	+7,3%	+17,2%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%	+4,9%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	4297,5	+8,2%	+14,7%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%	+9,3%
Nasdaq (USA technologies)	14 504	+9,5%	+12,5%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	28 827,95	+1,6%	+5,9%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%	+0,4%
Nikkei (Japon)	28 791,53	-1,3%	+4,9%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%	+0,4%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	126 802	+8,7%	+6,5%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%	+38,9%
Russie (RTS Index)	1653,78	+12%	+19,2%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%	+52,2%
Inde (Sensex)	52 482,71	+6%	+9,6%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%	+2,6%
Chine (SSE Composite)	3591,2	+4,3%	+3,4%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%	-12,3%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,13%	+0,18	+0,47	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11	-0,24
Allemagne (Bund)	-0,20%	+0,09	+0,37	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22	-0,43
Italie	0,83%	+0,17	+0,32	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19	+0,21
Espagne	0,42%	+0,09	+0,38	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20	-0,41
Grèce	0,83%	-0,03	+0,20	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91	-1,31
USA (US Notes)	1,47%	-0,26	+0,55	-1	-0,88	-0,27	-0,04	+0,18
Japon	0,05%	-0,05	0,04	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01	-0,24
Autres								
Parité €/§	1,1855	+1,1%	-2,3%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%	-3,8%
Pétrole (BRENT §)	75,3	+18,2%	+45,3%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%	+54,8%
Or (Once §)	1771,6	+5%	-6,8%	+24,9%	+21,2%	+5,7%	+13,7%	+8,5%

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.