

Paris, le 15 janvier 2021

La vie a beaucoup plus d'imagination que nous*

- **L'année 2020 aura une place particulière dans les livres d'histoire**
- *Un virus sournois, mutant, souvent silencieux mais aussi mortel s'est mis à parcourir le monde*
- *L'activité fluctue brutalement au gré des confinements et déconfinements successifs*
- *Un soutien massif des Etats et des banques centrales amortit le choc, l'Eurostoxx baisse de 4,6%*
- **Le match contre le virus est en passe d'être gagné**
- *La mise au point de vaccins en moins d'un an est une prouesse scientifique exceptionnelle*
- *Début 2021, un match se joue entre les variants du virus et les vaccins*
- *En attendant, la création monétaire continue d'alimenter les plans de relance*
- **L'exubérance (pas totalement) irrationnelle des marchés se confirme ce trimestre**
- *Chacun se sent à l'abri sous la protection bienveillante des banques centrales*
- *Difficile d'imaginer que la création monétaire financera durablement un endettement croissant*
- *Reste à imaginer le chemin pour sortir de façon ordonnée de cette thérapie*

Cher Investisseur,

L'année 2020 est marquée par l'apparition d'un virus sournois et mutant. Il endeuille le monde et menace de congestionner les systèmes de santé les plus développés. Les gestes barrières, la distanciation sociale et le confinement étant les seuls remèdes disponibles, une crise sanitaire aux conséquences économiques violentes mais inégales selon les régions du monde et les secteurs d'activité s'est installée. La croissance mondiale, pourtant dynamique en début d'année a été stoppée. Heureusement, partout, un soutien massif et rapide des gouvernements épaulés par les banques centrales a permis d'amortir le choc. L'Eurostoxx 50 finit l'année en baisse de 4,6%, le CAC 40 de 7,1%.

Cette année de pandémie est aussi marquée par une prouesse scientifique exceptionnelle. En moins d'un an, plusieurs vaccins efficaces ont été mis au point et produits en nombre. Une vaccination à marche forcée de la population mondiale ouvre la perspective d'un arrêt des restrictions sanitaires et donc d'une reprise de l'économie. Le profil du redressement reste néanmoins incertain car un match est en cours entre de nouveaux variants parfois très contagieux du virus et les vaccins en cours de diffusion. Les économistes estiment que chaque mois supplémentaire de restriction réduirait d'environ 1 point la progression du PIB mondial que le FMI estime aujourd'hui à +5,2% en 2021.

En attendant, la création monétaire finance les plans de relance et fournit la trésorerie nécessaire aux agents économiques afin d'amortir le choc associé aux limitations d'activité imposées. L'unité de mesure de cette thérapie est le millier de milliards. Chacun se sent donc à l'abri, sous la protection bienveillante des banques centrales. Pourtant, difficile d'imaginer que cette création monétaire financera durablement un endettement croissant à un coût négatif ou nul, sans conséquences sur la solvabilité des entreprises ou des Etats, la solidité du système financier et des monnaies, l'inflation et même la stabilité politique. Il n'y a donc pas d'autre solution que de trouver un chemin mettant fin à cette thérapie de façon ordonnée. Ce sujet stimule déjà l'imagination, tout comme l'écart historique d'évaluation entre les belles et chères valeurs de croissance et notre univers de valeurs décotées.

***François Truffaut**

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'année 2020 aura une place particulière dans les livres d'histoire

Le dénouement plutôt heureux du Brexit, l'élection de Joe Biden ou l'inexorable montée en puissance de la Chine ne marqueront pas autant l'année 2020 qu'une histoire abracadabrantesque de virus. Parce que les chinois auraient la mauvaise habitude de déguster des pangolins et des chauves-souris ou peut-être parce qu'ils hébergent des élevages intensifs de visons, un virus sournois et mutant, souvent silencieux mais tout de même mortel, s'est mis à endeuiller le monde. Il a rapidement provoqué un choc brutal, menaçant de congestionner les systèmes de santé les plus développés. En l'absence de traitement efficace et dans l'attente d'une diffusion à grande échelle de vaccins, les seuls remèdes disponibles restent les gestes barrières, la distanciation sociale et le confinement. Ils ont été prescrits dans le monde entier. Conséquence des fermetures administratives et autres restrictions, l'activité économique, pourtant très bien orientée début 2020, s'est mise à fluctuer très brutalement au gré des confinements et des déconfinements.

Un soutien rapide et massif des gouvernements épaulés par les banques centrales du monde entier a permis d'amortir le choc. Les conséquences économiques des mesures sanitaires restent néanmoins importantes. En quelques mois, le FMI a réduit ses anticipations de croissance mondiale en 2020 de +3,3% à -4,4%. Ce choc a secoué les différents pays de façon inégale en fonction notamment (1) de leur capacité à contrôler la pandémie (2) du poids relatif des secteurs frappés ou au contraire dynamisés par cette crise sanitaire. Les activités industrielles tiennent le choc, alors que les services sont plus touchés. L'Asie, d'où l'épidémie est partie a su la circonscrire plus efficacement. La dictature technologique chinoise triomphe même. En quelques mois, l'activité économique y est redevenue normale. En 2020, son PIB progresse de 2%. L'indice de la Bourse de Shanghai finit l'année en hausse de 14%. Au Japon, le Nikkei gagne 16%, tout comme le S&P 500 américain. Le Nasdaq, concentré de valeurs technologiques, grimpe de 44% (après une hausse de 35% en 2019). En Europe, les conséquences économiques plus marquées se reflètent dans la performance négative des places boursières. Ce constat s'applique en particulier dans les pays dépendants du tourisme, des services ou de l'aéronautique. Finalement, l'Eurostoxx 50 baisse de 4,6% sur l'année et le CAC 40 de 7,1%.

Les disparités de performance ont été plus importantes encore qu'en 2019

Comme en 2019, les investisseurs ont boudé les valeurs décotées et privilégié un nombre limité de grosses et belles valeurs en particulier dans les secteurs des technologies et du luxe, dont les moteurs de croissance sont considérés comme suffisamment solides pour résister, voire profiter de la crise sanitaire en cours. L'écart d'évaluation entre les valeurs de croissance et les valeurs décotées atteint un sommet historique. Ainsi, aux Etats-Unis, les cinq mastodontes des technologies et d'Internet (GAFAM) ont progressé de plus de 50%, expliquant plus des trois quarts de la hausse du S&P500. Elles pèsent un quart de cet indice regroupant les 500 plus grosses sociétés américaines cotées. Tesla est la vedette de l'année. Son cours de bourse a été multiplié par 8,4 en un an. Fin 2020, Tesla (500 mille voitures vendues) vaut 700Md\$. C'est 14 fois plus que la valeur cumulée de Toyota et Volkswagen, les deux leaders mondiaux du secteur (plus de 20 millions de véhicules). En Europe, particulièrement en France, le constat est identique. Les quatre valeurs du luxe (LVMH, L'Oréal, Hermès, Kering) représentent aujourd'hui le tiers de l'indice CAC 40 (contre 25% il y a un an). Sans leur contribution, la baisse de l'indice (-7% en 2020) aurait été deux fois plus importante. En 2020, la valeur boursière de LVMH, première entreprise du CAC 40 a dépassé 250Md€. Le record historique de 245Md€ que détient France Telecom depuis la « bulle Internet » en mars 2000 a été battu. Devenu Orange, l'opérateur de télécommunication français vaut aujourd'hui 26Md€ (9 fois moins qu'il y a 20 ans).

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 disponibilité rapide de vaccins ouvre la voie à une reprise au profil encore incertain

Cette année de pandémie est aussi celle d'une prouesse scientifique exceptionnelle. En moins d'un an, plusieurs vaccins efficaces ont été mis au point et produits en nombre. Ils sont diffusés progressivement dans le monde entier depuis décembre dernier. Une vaccination à marche forcée de la population mondiale ouvre la perspective d'un arrêt des mesures sanitaires et donc d'une reprise de l'économie. Le FMI table aujourd'hui sur un rebond de 5,2% en 2021.

Pourtant, un an après le début de la pandémie, la durée de cette crise sanitaire reste une incertitude importante. D'une part, la vaccination de la population mondiale est un défi industriel et logistique, d'autant plus difficile à relever que les principaux vaccins disponibles ne se conservent qu'à des températures exceptionnelles (jusqu'à -80°). Aussi, l'OMS avertit que l'immunité collective ne sera pas atteinte en 2021. D'autre part, depuis septembre 2020, des variants du virus, parfois beaucoup plus contagieux, sont apparus Royaume-Uni et en Afrique du Sud. Ils menacent aujourd'hui l'Europe et le monde. A très court terme, un nouveau match se joue entre les variants du virus et les vaccins. La nouvelle vague de contaminations potentielles, conduit de nombreux gouvernements à imposer des restrictions supplémentaires. C'est le cas, en Europe, aux Etats-Unis mais aussi en Chine, où depuis quelques jours, deux importantes villes du pays, Xingtai (6,5 millions d'habitants) et Shijiazhuang (11,5 millions d'habitants) sont à nouveau confinées. A l'approche du nouvel an chinois, début février, les autorités craignent une recrudescence des contaminations associée aux nombreux déplacements caractéristiques de cette période de fête familiale. Comme en fin d'année 2020, une dégradation confirmée de la situation sanitaire remettrait en cause le redressement actuel de la croissance. Les économistes estiment que chaque mois supplémentaire de restrictions réduit d'environ 1 point la progression du PIB attendue en 2021.

En attendant, la création monétaire continue d'alimenter les plans de relance

Dans cette période de transition, les Etats soutenus par les banques centrales continuent de compenser les conséquences des limitations d'activité imposées. En Europe, les plans nationaux devraient être épaulés en 2021 par nouvel instrument commun aux 27 membres de l'Union Européenne. « Next Generation UE », une enveloppe de 750Md€ (4% du PIB) incluant pour la première fois un endettement commun (390Md€). Elle sera à la disposition de la Commission européenne d'ici l'été 2021, après approbation des parlements nationaux et validation par le Conseil des plans spécifiques de chaque Etat membre. Aux Etats-Unis, la nouvelle administration démocrate est encore plus ambitieuse. Elle devrait porter l'enveloppe du plan de relance acté fin décembre de 900 Md\$ à 1900 Md\$ (10% du PIB). Le FMI évalue l'appui budgétaire cumulé des gouvernements de la planète à 10 000 Md\$ (environ 15% du PIB mondial).

Ces plans massifs, fondés sur le l'accumulation de déficits publics et de dettes privées, ne sont possibles qu'avec le soutien des banques centrales. Le monde occidental adopte la Théorie Monétaire Moderne pratiquée depuis 2012 au Japon. Il s'agit d'utiliser le pouvoir de création monétaire de la banque centrale pour financer des déficits budgétaires afin de ranimer la croissance et l'inflation. L'unité de mesure est le millier de milliards (trillion). En un an, le bilan de la FED a progressé de près de 80% passant de 4200 Md\$ à 7500 Md\$ (32% du PIB). Celui de la BCE a progressé de plus de 2500 Md€ à 7100 Md€. En quelques mois, elle a été capable de mettre sur pied un plan d'urgence contre la pandémie, une enveloppe totalisant 1850 Mrd€ en décembre. Dans l'ensemble, les banques centrales ont mis 6500 Md\$ sur la table 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.

Chacun se sent à l'abri sous la protection bienveillante des banques centrales

Comme en 2008 puis en 2012, les banques centrales sont une fois de plus la clé de voûte du système. Même en zone euro, où la BCE n'est pas autorisée à financer directement les Etats, ses achats massifs d'obligations auprès des institutions financières maintiennent les taux artificiellement bas et fournissent la liquidité au système financier et aux agents économiques. La thérapie est efficace. Elle permet aux Etats de soutenir l'économie sans que la charge des intérêts associée à leur endettement croissant ne les asphyxie. Ainsi, alors que la dette publique française approche 120% du PIB aujourd'hui, les intérêts de cette dette coutent 1,4% de la richesse nationale. C'est deux fois moins qu'en 2005, alors que la dette ne représentait que 67% du PIB. Pour l'instant, les banques centrales ont réussi à empêcher qu'une crise sanitaire temporaire crée des dommages durables par une mécanique autoentretenu par laquelle l'arrêt des activités liées au confinement provoque des faillites, du chômage de masse déprimant la croissance et mettant un plus grand nombre de sociétés en difficulté jusqu'à contaminer le système bancaire dans son ensemble. Prolonger cette thérapie, comme elles s'engagent à le faire en 2021, est possible parce que l'inflation reste sage pour l'instant. Aux Etats-Unis, l'indice des prix (hors énergie) finit 2020 sur un rythme annuel de 1,6% (0,2% en zone Euro). Un large consensus s'est d'ailleurs formé autour de l'idée que la faiblesse de l'inflation est durable car elle dépend de nombreux facteurs structurels : abondance de main d'œuvre, vieillissement de la population, uberisation de l'économie... Les prévisions d'inflation des banques centrales confirment cette analyse. Ce message rassurant diffuse la conviction que l'association d'un endettement croissant et de taux maintenus artificiellement bas continuera encore longtemps à produire des effets positifs sur la croissance.

Reste à imaginer le chemin pour sortir de façon ordonnée de ce cette thérapie

On peut rêver, mais il est difficile d'imaginer que la création monétaire ex-nihilo puisse durablement financer l'endettement des Etats, des entreprises ou des particuliers, soutenir la croissance, l'investissement et le pouvoir d'achat des ménages sans que la question de la solvabilité des entreprises et des Etats ne se pose, les créanciers ne s'inquiètent, l'inflation ne revienne ou pire, la défiance vis-à-vis des monnaies ne s'installe. Cette thérapie ne peut donc être que temporaire, d'autant que des effets secondaires indésirables apparaissent : affaiblissement des banques et des assureurs, gonflement de l'épargne improductive et de l'endettement, fragilité accrue des systèmes de retraite et de prévoyance, accroissement des inégalités de patrimoine, création de bulles d'actifs, tensions politiques... Il va donc falloir imaginer le chemin y mettant fin de façon ordonnée. Certains espèrent que la croissance revenue normalisera progressivement la situation. Mais, comme l'a constaté Kenneth S. Rogoff dans son livre « *This time is different* », analysant 800 ans de crises financières, « *l'idée que les pays sortent de l'endettement par le simple effet de la croissance n'est pas confirmée par l'observation du passé* ». Une option, défendue par Dominique Strauss-Kahn, serait que les banques centrales financent les plans de relance liés à cette crise sanitaire avec des dettes perpétuelles à cout pratiquement nul. Les dettes ne couteraient alors rien et ne serait pas remboursables, sans pour autant être annulées. Cette pandémie étant exceptionnelle et mondiale, tous les gouvernements auraient intérêt à ce que l'imagination et la souplesse des banquiers centraux s'expriment pour éviter une crise de solvabilité à venir. En matière de souplesse, la BCE a déjà montré la voie. Elle peut en même temps (1) affirmer qu'elle ne finance pas les Etats de la zone euro et (2) se donner les moyens d'ajouter à son stock de dettes souveraines (près de 30% des encours), la totalité des dettes qui seront émises par les pays de la zone euro en 2021 (environ 1100Md€).

Benoît Duval

Alain Lefevre

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 31 décembre 2020	Volatilité 3 ans	Performances						
		T4 2020	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Plan Main Libre PEA *: 14 136,8€	13,6	+9,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%	+4,9%	+14,7%
Euro-Flexible (Morningstar)	12	+5,4%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%	+2,1%	+3,3%
Classement (base 100)	na	nc	88	88	11	15	22	3

* 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 2020	Valeurs	Evolutions						
		T4 2020	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 571,59	+11,8%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%	+0,7%	+4,5%
Rémunération exigée en Europe*	3,33	-0,65	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07	-1	-1,3
CAC 40 (France)	5 551,41	+15,6%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%	+4,9%	+8,5%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	3 756,07	+11,7%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%	+9,3%	-0,5%
Nasdaq (USA technologies)	12 888,28	+15,4%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%	+6,1%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	27 231,13	+16,1%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%	+0,4%	-7,2%
Nikkei (Japon)	27 444,17	+18,4%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%	+0,4%	+9,1%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	119 017,24	+25,8%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%	+38,9%	-13,3%
Russie (RTS Index)	1 387,46	+17,7%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%	+52,2%	-4,3%
Inde (Sensex)	47 868,98	+25,7%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%	+2,6%	-5,6%
Chine (SSE Composite)	3 473,07	+7,9%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%	-12,3%	+9,4%
Taux 10 ans								
France (OAT)	-0,34%	-0,10	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11	-0,24	+0,09
Allemagne (Bund)	-0,57%	-0,05	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22	-0,43	+0,09
Italie	0,50%	-0,37	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19	+0,21	-0,27
Espagne	0,04%	-0,21	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20	-0,41	+0,17
Grèce	0,63%	-0,40	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91	-1,31	-1,26
USA (US Notes)	0,92%	+0,23	-1	-0,88	-0,27	-0,04	+0,18	+0,10
Japon	0,02%	0	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01	-0,24	-0,06
Autres								
Parité €/§	1,2134	+3,6%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%	-3,8%	-10,7%
Pétrole (BRENT §)	51,72	+26,3%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%	+54,8%	-36,3%
Or (Once §)	1 901,60	+0,3%	+24,9%	+21,2%	+5,7%	+13,7%	+8,5%	-10,3%

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.