

Paris, le 23 janvier 2023

L'inflation, c'est comme le dentifrice, une fois sortie du tube, on peut difficilement l'y remettre (suite) *

- **Trois erreurs d'analyse ont fait de 2022 le pire millésime boursier depuis 2008**
 - Les banques centrales n'ont pas su anticiper le retour brutal de l'inflation
 - Vladimir Poutine a sous-estimé la combativité des Ukrainiens et la solidarité de l'Occident
 - La politique « 0 covid » a cassé la croissance chinoise sans résoudre le problème sanitaire
 - Les principales Bourses mondiales baissent sensiblement en 2022, l'Eurostoxx 50 cède 11,9%
- **L'année 2023 s'ouvre sur une note optimiste mais dans une confusion exceptionnelle**
 - Le reflux de l'inflation et la fin de la politique « 0 covid » en Chine rassurent les investisseurs
 - Ils anticipent une décélération de la hausse des taux, bienvenue pour soutenir l'économie
 - Les banques centrales recherchent un nouvel équilibre entre l'inflation, les taux et la croissance
- **La normalisation des politiques monétaires est une bonne nouvelle**
 - La boussole des évaluations redevient opérationnelle
 - Les conditions d'un retour en grâce des valeurs décotées se met en place
 - Notre expérience et notre processus de gestion sont des atouts pour en profiter

Cher Investisseur,

Trois événements majeurs ont marqué l'année 2022 : la forte hausse des taux d'intérêt, la guerre en Ukraine, la politique « 0 covid » appliquée strictement en Chine. Ils procèdent chacun d'une erreur d'analyse. Les banques centrales n'ont pas su anticiper le retour de l'inflation. En lançant sa guerre, Vladimir Poutine a sous-estimé la combativité du peuple ukrainien et l'importance du soutien occidental. En imposant des confinements massifs, Xi Jinping n'a pas éradiqué le virus et a empêché la population d'accéder à l'immunité collective. Trois chocs et trois erreurs d'analyse plus tard, l'inflation a atteint des records, les taux d'intérêt se sont envolés menaçant de plonger un monde très endetté et fragmenté dans la récession et le désordre financier. Bilan : l'année qui s'achève est le pire millésime boursier depuis 2008. Dans le monde entier, les actions et les obligations ont fortement baissé. En 2022, l'Eurostoxx 50 cède 11,9%.

L'année 2023 s'ouvre dans l'optimisme. L'inflation a enfin atteint un pic fin 2022. Aux Etats-Unis et en Europe, l'économie semble résister aux chocs. Chacun espère que l'inflation se dissipera d'elle-même. Les banques centrales pourraient alors limiter la hausse de leurs taux directeurs, donc la pression sur l'économie. Cette fois-ci, elles ne partagent pas l'optimisme des investisseurs. La recherche d'un nouvel équilibre entre l'inflation, les taux et la croissance, dans laquelle elles s'engagent, n'est pas une science exacte. « *Personne ne peut prévoir l'évolution des taux, non plus que la direction que prendront l'économie ou la Bourse. Oubliez toutes ces prédictions et concentrez-vous sur ce qui se passe dans les sociétés sur lesquels vous êtes investis* ». Avec le retour de l'inflation et de politiques monétaires conventionnelles qui rappellent les années 70-80, cette analyse de Peter Lynch, gérant vedette du fonds Magellan de Fidelity entre 1977 et 1990 redevient d'actualité.

***Karl Otto Pöhl, président de la Bundesbank (1980-1991)**

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.

Trois erreurs d'analyse ont fait de 2022 le pire millésime boursier depuis 2008

Trois événements majeurs ont marqué l'année 2022 : la forte hausse des taux d'intérêt, la guerre en Ukraine, la politique « 0 covid » appliquée strictement en Chine. Ils procèdent chacun d'une erreur d'analyse et font de l'année qui s'achève le pire millésime boursier depuis 2008.

L'inflation a brusquement retrouvé un rythme à deux chiffres, un record depuis près d'un demi-siècle. Aux Etats-Unis et en zone euro, les banques centrales n'ont pas su anticiper le phénomène. Elles ont longtemps insisté sur le caractère transitoire de la hausse des prix liée au redémarrage brutal des économies après les confinements de 2020 et 2021. Constatant leur erreur, elles ont alors relevé brutalement leurs taux directeurs en 2022, à un rythme inégalé depuis le début des années 1980. En quelques mois, la Fed a fait passer ses taux directeurs de 0%/0,25% à 4,25%/4,5%. La BCE a emboité le pas plus tardivement et de façon plus mesurée. Elle a attendu que l'indice ICPH atteigne 8,6% (juin 2022) pour mettre fin durant l'été à une longue période de taux négatifs et de création monétaire massive. Dans un monde très endetté, le retour de politiques monétaires restrictives est un facteur d'inquiétude légitime.

En février 2022, la guerre en Ukraine n'a pas seulement mis fin à 70 ans de paix en Europe. Elle a provoqué un double choc énergétique et alimentaire du fait de la dépendance de l'Europe et du monde aux matières premières en provenance de Russie (pétrole, gaz, charbon, paladium...) et d'Ukraine (néon, blé, tournesol, phosphate...). En lançant sa guerre, la Russie de Vladimir Poutine a sous-estimé la combativité du peuple Ukrainien et la détermination des Etats-Unis et de l'Europe à soutenir l'Ukraine. Cette erreur transforme « l'opération spéciale » en une guerre de tranchées aux conséquences économiques et géopolitiques grandissantes. Elle menace d'intensifier la confrontation entre un monde occidental dominé par les Etats-Unis et les multiples opposants à ce modèle que sont la Russie, la Chine ou l'Iran. Par ailleurs, comme l'explique Larry Finck, fondateur de BlackRock, premier gestionnaire d'actif mondial, « *L'invasion russe de l'Ukraine a mis fin à la mondialisation que nous avons connue au cours des trois dernières décennies* ».

Enfin, la Chine de Xi Jinping s'est à nouveau enfermée en 2022 dans une stricte politique « 0 covid » confinant massivement sa population afin de pallier l'inefficacité du vaccin national. Le bilan sanitaire n'est pas brillant. Le virus n'a pas été éradiqué et la population n'a pu accéder à l'immunité collective. Le bilan économique est lourd. La croissance chinoise est tombée à son plus bas niveau depuis 1976. La désorganisation des chaînes logistiques mondiales et les pénuries de composants se sont prolongées participant au retour de l'inflation.

Trois chocs et trois erreurs d'analyse plus tard, l'inflation a atteint des records, les taux d'intérêt se sont envolés, la croissance a ralenti brutalement. Pour la première fois depuis des décennies les obligations ont connu une année noire. De nombreuses bulles ont explosé, notamment dans l'univers des crypto-monnaies et des start-ups. Les actions n'ont pas été épargnées. L'indice MCI World synthétisant la performance des Bourses mondiales recule de 19,6% sur l'année. Aux Etats-Unis, l'indice S&P 500 baisse de 19,4% et le Nasdaq de 33,1%. En Europe, l'Eurostoxx 50 cède 11,9%.

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 2023 s'ouvre sur une note optimiste....

Dans la continuité de la fin de l'année 2022, 2023 s'ouvre sur une note optimiste. En Europe et aux Etats-Unis, la résistance de l'économie aux différents chocs qui la secouent semble meilleure qu'anticipé. En Chine, la fin de la politique « 0 covid » a rapidement suivi le congrès du parti communiste chinois d'octobre au cours duquel Xi Jinping a encore renforcé son contrôle sur l'appareil et sur le pays. La prospérité de l'économie, vecteur de paix sociale, redevient une priorité pour 2023.

Le ralentissement de la hausse des prix rassure aussi. Sous l'effet du recul des cours de l'énergie et des matières premières, le pic d'inflation tant attendu s'est matérialisé au quatrième trimestre 2022. Aux Etats-Unis, l'indice PCE passe de 6,2% en septembre à 5,5% en novembre (dernier chiffre connu). En zone euro, l'indice IPC termine l'année à 9,2% après avoir culminé à 10,6% en octobre. Une inflation plus sage ouvre la porte à un ralentissement du rythme de hausse des taux directeurs à court terme des banques centrales. Sur les marchés financiers, cette perspective suffit à provoquer une détente brutale des taux d'intérêt à long terme et donc une hausse des marchés obligataires. Au cours des deux premières semaines de 2023, le rendement du 10 ans américain a baissé d'environ 10% passant de 3,88% à 3,49%. Le mouvement est encore plus marqué en Europe. Les taux du 10 ans allemand et français baissent de 20% à respectivement 2,1% et 2,54%. Cette détente de plus de 50 points de base provoque une réappréciation mécanique des actions.

.... mais dans une confusion exceptionnelle notamment au sujet des perspectives d'inflation

Malgré l'optimisme du début d'année, 2023 s'ouvre dans la confusion. Cette nouvelle année s'inscrit dans la continuité d'une période exceptionnelle ayant débuté en 2020 par une pandémie mondiale suivie d'une guerre en Europe, deux chocs qui s'ajoutent à deux bouleversements majeurs : la numérisation de l'économie et la transition écologique. Ce cumul d'événements ne perturbe pas seulement la sphère économique en désorganisant les chaînes logistiques, provoquant des pénuries, une crise énergétique et accélérant le retour de l'inflation. Il a des conséquences multiples et profondes qui s'additionnent : les variations de cycle économique sont plus rapprochées plus amples donc plus brutales, les Etats, les entreprises et les ménages doivent intégrer la fin de la période d'argent gratuit alors que le monde porte un endettement historique. Dans les pays développés, les aspirations individuelles et les priorités collectives sont même modifiées. Les salariés exigent plus de qualité de vie, les nations plus de souveraineté. Ces aspirations nouvelles, associées à la transition écologique, menacent aussi d'entretenir une inflation plus durable.

Le monde est non seulement plus endetté, plus brutal, plus fragmenté, moins égalitaire, plus belliqueux. Il devient aussi moins dynamique et plus inflationniste. Les enquêtes de conjoncture et les prévisions des institutions internationales confirment le ralentissement synchronisé des principales économies. La perspective d'une inflation plus soutenue et plus durable est toujours un sujet de préoccupation. D'autant que l'erreur d'anticipation récente des banques centrales fait peser un risque supplémentaire. En laissant le temps à l'inflation de s'installer dans le quotidien des consommateurs, elles ont favorisé la grogne sociale et la multiplication des revendications salariales. Le risque d'une inflation auto-entretenue par une spirale prix-salaires en formation menace toujours les perspectives des années à venir. Selon l'économiste Patrick Artus, le coût de cette erreur sera la nécessité de taux d'intérêt plus élevés, donc un affaiblissement plus marqué de la croissance.

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.

Si la situation est complexe, les paramètres de l'équation sont précisément identifiés

Si la situation est complexe, les paramètres de l'équation sont précisément identifiés. La croissance et l'inflation ralentissent dans un monde toujours plus endetté, fragmenté, belliqueux, numérique et écologique. Les interrogations ne portent pas sur le sens mais sur le rythme de la décélération de l'économie et de l'inflation. En 2023, la tâche des banquiers centraux consiste à trouver le nouvel équilibre des années à venir entre l'inflation, les taux et la croissance. Ce n'est pas une science exacte.

Le camp des optimistes, dans lequel s'est longtemps rangée Christine Lagarde assure qu'une action mesurée des banques centrales et un bref ralentissement de l'activité seront suffisants pour dompter une inflation essentiellement nourrie par des facteurs temporaires (les prix de l'énergie et les pénuries). Depuis que l'inflation a atteint son pic, c'est aussi l'anticipation de la majorité des investisseurs.

Mais aujourd'hui, les banquiers centraux ne partagent plus cet optimisme. « *Le risque est qu'en raison de la multiplicité des chocs, nous commençons à faire la transition vers un régime d'inflation plus élevé. Notre travail consiste à empêcher que cela ne se produise, et nous l'empêcherons* ». Ces propos de Jérôme Powell le confirment. Christine Lagarde est aussi de cet avis, tout comme la directrice générale du FMI, Gita Gopinath qui a récemment averti : « *La page de l'inflation n'est pas encore tournée aux Etats-Unis* ». Selon elle, le marché du travail donne encore des signes de tension entretenant notamment une inflation soutenue dans le secteur des services. Blackrock partage cette analyse, estimant que l'inflation ne sera pas transitoire et que les actions s'ajusteront à une récession devenue inévitable.

« *Personne ne peut prévoir l'évolution des taux, non plus que la direction que prendront l'économie ou la Bourse. Oubliez toutes ces prédictions et concentrez-vous sur ce qui se passe dans les sociétés sur lesquels vous êtes investis* ». Peter Lynch, auteur de ces lignes, fut le gestionnaire vedette du fonds Magellan de Fidelity entre 1977 et 1990. Il a prospéré dans la période Volker, le banquier central ayant terrassé l'inflation des années 70-80 en portant les taux directeurs de la Fed à 20%. Nous partageons son analyse. Le travail de recherche que nous synthétisons dans nos lettres ne consiste pas à prévoir. Il vise à analyser l'environnement économique et financier dans lequel évoluent les sociétés que nous étudions. Notre objectif consiste plus que jamais à déceler des thématiques porteuses. Elles sont nombreuses aujourd'hui. Avec Dassault Aviation, nous avons trouvé une valeur bien gérée et décotée qui tirera profit de la fragmentation grandissante du monde. Dans de nombreux secteurs traditionnellement peu sensibles à la conjoncture, notamment la santé, les progrès technologiques sont sources d'opportunités. Enfin, la numérisation de l'économie et la transition écologique sont aussi des thématiques porteuses.

Un vœu pour 2023 : que nos travaux nous amènent à identifier quelques opportunités supplémentaires. Les liquidités dont nous disposons permettront de les saisir et de les conserver le temps nécessaire à leur maturation.

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 décembre 2022	Volatilité 3 ans	Performances						
		T4 2022	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Plan Main Libre PEA *	14,37	+2,85%	-9,45%	+3,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%
Euro-Flexible (Morningstar)	nc	+2,54%	-11,1%	+10,9%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%
Classement (base 100)	nc	nc	42	86	88	88	11	15

* 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 décembre 2022	Valeurs	Evolutions						
		T4 2022	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 793,62	14,3%	-11,9%	+20,6%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%
Rémunération exigée en Europe*	7,58%	-1,04	+1,48	+0,66	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07
CAC 40 (France)	6 473,76	12,3%	-9,5%	+28,9%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	3 839,50	7,1%	-19,4%	+26,9%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%
Nasdaq (USA technologies)	10 466,48	-1%	-33,1%	+21,4%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	19 781,41	14,9%	-15,5%	-14,1%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%
Nikkei (Japon)	26 094,50	0,6%	-9,4%	+4,9%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	109 735,00	-0,3%	4,7%	-11,9%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%
Russie (RTS Index)	970,60	-8,1%	-39,2%	+15%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%
Inde (Sensex)	60 840,74	5,9%	4,4%	+21,7%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%
Chine (SSE Composite)	3 089,26	2,1%	-15,1%	+4,8%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%
Taux 10 ans								
France (OAT)				+0,54	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11
Allemagne (Bund)	2,56	+0,45	+2,75	+0,39	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22
Italie	4,70	+0,01	+3,54	+0,67	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19
Espagne	3,65	+0,36	+3,08	+0,53	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20
Grèce	4,57	-0,30	+3,28	+0,66	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91
USA (US Notes)	3,88	+0,05	+2,37	+0,59	-1	-0,88	-0,27	-0,04
Japon	0,41	+0,17	+0,34	+0,05	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01
Autres								
Parité €//\$	1,0704	9,2%	-5,9%	-6,2%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%
Pétrole (BRENT \$)	86	-2,2%	8,8%	+52,9%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%
Or (Once \$)	1 830,10	9,5%	0,4%	-4,1%	+24,9%	+21,2%	+5,7%	+13,7%

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.