

Paris, le 12 octobre 2022

Si vous m'avez compris, c'est sans doute que je me suis mal exprimé *

- ***Le rythme de l'inflation tarde à s'infléchir, l'incertitude et la peur grandissent***
 - *L'espoir d'une inflexion du rythme de l'inflation a fait long feu ce trimestre*
 - *L'incertitude sur le profil futur de la hausse des prix alimente une fuite vers la sécurité*
 - *Toutes les classes d'actifs sont touchées, l'Eurostoxx 50 cède 22,9% depuis le début de l'année*
- ***Les banques centrales doivent afficher leur détermination à agir, quoi qu'il en coûte***
 - *Elles reviennent à leur mission fondamentale consistant à assurer la stabilité des prix*
 - *Le chemin qu'elles doivent encore parcourir est aussi incertain que le profil futur de l'inflation*
 - *La croissance mondiale donne déjà des signes d'essoufflement rapide*
- ***Le réajustement des évaluations à ce nouvel environnement se poursuit***
 - *Il s'agit avant tout d'un retour à la normal dans l'univers des taux*
 - *Ce réajustement est brutal mais proportionné à la hausse des taux*
 - *Un nouvel équilibre entre l'inflation, les taux et la croissance reste à trouver*

Cher Investisseur,

Le trimestre a débuté dans l'optimisme. Il se termine dans la peur. Le pic d'inflation espéré en début d'été tarde à se dessiner. Les banques centrales confirment leur détermination à briser l'étau des anticipations inflationnistes. Les multiples causes de la hausse des prix limitent la visibilité sur son profil futur et donc sur l'ampleur du resserrement monétaire à venir. Seule certitude, les Etats-Unis ont déjà bien avancé sur ce chemin. La BCE s'y engage tout juste avec retard. Son parcours sera semé d'embûches. A la fragmentation potentielle de la zone euro, s'ajoute l'envolée du prix du gaz, de l'électricité ainsi que la hausse du dollar qui entretiennent l'inflation. Les contraintes se multipliant, le discours aujourd'hui martial de Christine Lagarde ne dit rien sur le contenu de ses décisions à venir.

Dans le même temps, le ralentissement rapide de la croissance se confirme. Il n'est pas seulement la conséquence des politiques monétaires plus restrictives. Chaque région du monde affronte des difficultés spécifiques. La Chine paie sa stratégie « 0 covid » et les excès du secteur immobilier. De nombreux pays émergents sont affaiblis par la hausse du dollar. En Europe, le pouvoir d'achat des ménages et la compétitivité des entreprises sont lourdement pénalisés par un gaz et une électricité devenue six fois plus chers qu'aux Etats-Unis. Aux Etats-Unis, le resserrement monétaire produit ses effets en refroidissant une économie mise en surchauffe ces dernières années.

En cette fin de trimestre, le tableau est sombre en particulier en Europe. L'inflation tarde à atteindre son pic, la capacité des banques centrales à créer de l'argent magique se heurte au mur de l'inflation, la croissance s'essouffle. Ce changement de régime se dessinait depuis plusieurs trimestres. Il correspond avant tout à un retour à la normale dans l'univers des taux et conduit à un réajustement brutal des évaluations de toutes les classes d'actifs. La poursuite de ce mouvement dépendra du nouvel équilibre à trouver entre l'inflation, les taux et la croissance. Nous traversons cette période avec une exposition limitée, légèrement au-dessus de 40%, et disposons donc à la fois d'un amortisseur potentiel et de ressources mobilisables pour saisir les opportunités que nous saurons identifier.

****Alan Greenspan, Président du conseil de la Réserve fédérale des Etats-Unis de 1987 à 2006***

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 rythme de l'inflation tarde à s'infléchir, l'incertitude et la peur grandissent

Le trimestre a débuté dans l'optimisme, il se termine dans la peur. Tant aux Etats-Unis, qu'en Europe, quelques chiffres publiés en juillet annonçaient un ralentissement du rythme de l'inflation entre mars et juin et confirmaient le ralentissement de l'activité économique. L'espoir de voir les banques centrales alléger la pression haussière sur les taux d'intérêt a soutenu les indices actions. Ces espoirs ont été déçus mi-août, alors que la diffusion de l'inflation dans l'économie se confirmait notamment aux Etats-Unis. Le rendez-vous annuel des banquiers centraux fin août à Jackson Hole a confirmé leur détermination à combattre l'inflation, même au risque d'une croissance plus faible et d'un chômage plus élevé. « *L'inflation se nourrit en partie d'elle-même, donc une partie de notre travail pour retourner à une économie plus stable et plus productive doit consister à briser l'étau des anticipations inflationnistes* ». Ces propos de Paul Volker, l'homme ayant terrassé l'inflation des années 70 en portant les taux à 20% en 1980, repris à son compte par Jerome Powell, donnent le ton. L'accélération de la hausse des taux d'intérêts particulièrement sensible cette fin de trimestre et la perspective d'un atterrissage brutal des économies revient au centre des préoccupations, plombant le moral des investisseurs, habitués depuis plus de 40 ans à une baisse continue des taux. L'enlisement du conflit en Ukraine, et les tensions grandissantes autour de la souveraineté de Taiwan renforcent la nervosité ambiante. Partout dans le monde, les indices boursiers plongent. Tant en Europe qu'aux Etats-Unis, la chute des dernières semaines de septembre (-15% environ) a effacé l'embellie de l'été. L'Eurostoxx 50 finit le trimestre en baisse de 4%. Depuis le début de l'année, il recule de 22,9%. Aux Etats-Unis, les indices affichent des performances comparables. Le S&P 500 perd un quart de sa valeur en 2022 (-5,4% sur le trimestre) et le Nasdaq chute de 32,4% (-4,1%).

Les multiples causes de la hausse des prix limitent la visibilité sur le profil futur de l'inflation

Le réveil de l'inflation n'est plus contestable. En septembre, elle atteint 6,2% aux Etats-Unis (indice PCE) et 10% en moyenne dans la zone euro, avec des disparités fortes entre les différents Etats membres. Elle dépasse 20% dans les pays baltes, 17% aux Pays-Bas, et 10% en Allemagne (10,9% précisément). L'Espagne et l'Italie suivent de près (respectivement 9,3% et 9,5%). Grâce aux efforts budgétaires en faveur du pouvoir d'achat, la France s'en sort mieux (6,2%). Elle fait même son retour au Japon, pays historique de la déflation structurelle (+3,8%).

Les causes de ce réveil sont multiples et différenciées selon les pays. Certaines sont temporaires d'autres plus structurelles. Même si la stratégie « 0 covid » appliquée strictement en Chine entretient le phénomène en 2022, les pénuries et les problèmes d'offre provoqués par la crise sanitaire mondiale apparue en 2020 sont par nature temporaires. A l'opposé, le coût de la transition écologique à venir, la « démondialisation » associée à la fragmentation croissante du monde et la montée des inégalités sont des facteurs plus structurels de hausse des prix. La guerre en Ukraine est plus difficile à classer. A ce stade, ces conséquences sur le prix du pétrole et des matières premières agricoles ont été temporaires. Les cours du Brent et du blé sont revenus durant l'été en dessous des prix auxquels ils se traitaient avant l'invasion russe. La puissance du choc d'offre de gaz dépendra par contre, de l'évolution imprévisible du conflit. L'enjeu est majeur en Europe, où le prix de l'électricité est corrélé au prix du gaz, conduisant à une explosion de la facture énergétique des ménages et des entreprises. L'Allemagne et l'Italie, particulièrement dépendantes du gaz russe sont les plus touchées. Seule certitude, la crise ukrainienne est avant tout européenne. Les Etats-Unis, producteurs majeurs de pétrole et de gaz de schiste, ne sont pas concernés. Au contraire, ils exportent leur gaz liquéfié et bénéficient d'un prix du gaz et de l'électricité 6 fois inférieur à celui que doivent supporter les économies européennes.

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.

Les banques centrales rattrapent, comme elles le peuvent, le retard accumulé...

Comme on pouvait le craindre, la création monétaire massive et la politique monétaire entretenant des taux nuls ou négatifs se heurtent maintenant au mur de l'inflation, et ce dans un contexte d'endettement historiquement élevé. Alors que les banques centrales n'ont pas su ou pas voulu anticiper ce retour de l'inflation, elles n'ont plus le choix. Garantées de la stabilité des prix, elles doivent maintenant afficher leur détermination à respecter leur mandat et la ramener vers l'objectif de 2%, quoi qu'il en coûte à l'économie et aux marchés financiers.

En annonçant une hausse de 0,75% de ses taux directeurs pour les porter à 3%-3,25%, la Fed a décidé fin septembre de joindre la parole à l'action. Le mouvement est rapide. Il s'agit de la troisième hausse consécutive de cette ampleur. Le resserrement en cours est le plus brutal depuis l'ère Volker du début des années 80. Il devrait conduire les taux directeurs aux environs de 4,5% en fin d'année. Il est aujourd'hui possible que l'essentiel du chemin soit déjà parcouru. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) se stabilise ces derniers mois sous les 5% (4,9% en août). La réduction importante du déficit budgétaire américain en cours (8 points de PIB par rapport à 2021) et la hausse du dollar devrait favoriser la décélération de l'inflation d'ici le début de l'année 2023. En Europe, la visibilité est plus faible. La BCE suit la Fed avec retard. Elle est tout juste sortie des taux négatifs durant l'été, alors qu'elle doit combattre une inflation à deux chiffres, renforcée par l'affaiblissement de l'euro et l'envolée du prix du gaz et de l'électricité. Ses taux directeurs, positionnés aujourd'hui entre 0,75% et 1,5%, sont encore loin du niveau adéquat. Le chemin restant à parcourir est semé d'embûches. La hausse massive des coûts de l'énergie liée à la guerre en Ukraine pénalise le pouvoir d'achat des ménages et la compétitivité des entreprises, imposant des mesures de soutien budgétaires financées, comme à l'accoutumée, par un recours accru aux déficits publics. Cette difficulté nouvelle s'ajoute aux divergences historiques des trajectoires économiques et budgétaires des pays partageant la monnaie unique. Elle contraint un peu plus la liberté d'action de la BCE. Son discours martial d'aujourd'hui ne dit rien sur le contenu de ses décisions futures.

... alors que la croissance donne des signes d'essoufflement rapide

Dans ce contexte compliqué, l'essoufflement de la croissance mondiale s'accroît. L'OCDE, la Banque Mondiale et le FMI poursuivent la révision en baisse de leurs prévisions. Illustration du pessimisme croissant, le mot récession trouve une place grandissante dans le vocabulaire actif des représentants de ces institutions. Chaque région du monde affronte des difficultés spécifiques. De nombreux pays émergents souffrent de la réappréciation du dollar. L'économie chinoise subit les conséquences de la politique « 0 covid » dans un contexte d'explosion d'une bulle immobilière. De façon assez classique, aux Etats-Unis, la politique restrictive de la Fed associée à la contraction du déficit budgétaire décidée par l'administration Biden, produit les effets attendus. L'économie, en surchauffe ces dernières années, ralentit. Les derniers indicateurs de conjoncture PMI publiés début octobre sont tombés au-dessous de 50, reflétant une contraction de l'activité tant dans l'industrie que dans les services. La croissance 2022, attendue en hausse de +1,7% en juin dernier, ne devrait être que symboliquement positive (+0,2%). En Europe, la guerre en Ukraine se prolonge. Elle participe à la dégradation de la conjoncture. Le coût de l'énergie, le maintien de difficultés d'approvisionnement, la réduction de la demande de biens et de services notamment en provenance de Chine, tirent l'indice PMI au-dessous de 50 (48,1), signalant une accélération de la contraction de l'activité. La confiance chute à des niveaux inégalés depuis la crise de la dette souveraine de 2012. En Allemagne, particulièrement dépendante du gaz russe et des échanges avec la Chine, la récession pointe. L'Italie est sur la même trajectoire.

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 réajustement des évaluations à ce nouvel environnement se poursuit

En cette fin de trimestre le tableau est donc bien sombre. L'inflation tarde à atteindre son pic. Les banques centrales n'ont plus la capacité de créer de l'argent magique. La croissance s'essouffle. Ce changement de régime se dessinait depuis plusieurs trimestres. Il se confirme.

Sur les marchés financiers, la peur s'empare des esprits. Elle se traduit par une fuite vers la sécurité et la liquidité. Les sondages auprès des investisseurs expriment une aversion au risque inégalée depuis plus de 20 ans. Le niveau de cash dans les portefeuilles tutoie le record historique ayant suivi les attentats du 11 septembre 2001. Toutes les classes d'actifs et tous les secteurs économiques sont touchés. Comme souvent, le dollar, est l'un des rares bénéficiaires de ce mouvement. Les placements obligataires connaissent la pire période de ces 40 dernières années. Pour la première fois depuis les années 70, les obligations et les actions décrochent simultanément. Les sociétés fortement endettées, celles évoluant sur des secteurs très concurrentiels, celles sensibles aux cycles économiques ou celles dont le métier est pénalisé par la hausse des taux (immobilier notamment) voient leurs cours de Bourse se déprécier rapidement. Toute difficulté, même passagère, toute déception, même sur des secteurs réputés défensifs comme la santé est sanctionnée violemment. En ces temps d'inflation, les valeurs de croissance disposant pourtant d'une grande capacité à imposer leurs prix et à préserver leurs marges ne sont pas épargnées. Elles sont rattrapées par l'effet mécanique de la hausse des taux sur leur évaluation. Au total, parmi les 120 sociétés les plus importantes de la Bourse de Paris, 10% baissent de plus de 50% depuis le début de l'année et 40% de plus de 30%.

Certes, le réajustement des évaluations, conséquence de la hausse des taux, est violent. Il est globalement proportionné. La baisse de 22,9% de l'indice depuis le 1^{er} janvier se traduit par une augmentation de la rentabilité exigée pour investir dans les actions européennes de 250 points, en ligne avec la progression du taux sans risque. En effet, sur la même période, le Bund, 10 ans allemand, référence du taux sans risque en Europe, est passé de -0,18% à 2,11%, progressant de 230 points.

La poursuite du réajustement des évaluations dépendra principalement de deux facteurs. De la vigueur de la hausse des taux directeurs des banques centrales restant à venir, d'une part. Des conséquences probables du ralentissement économique sur les anticipations de bénéfices des sociétés d'autre part. En Europe, l'issue de la guerre d'Ukraine est l'un des paramètres essentiels de l'équation, tant en matière d'inflation que de croissance. Cette issue étant imprévisible, la volatilité, baromètre de la peur, pourrait rester élevée. Nous traversons cette période avec une exposition limitée, légèrement au-dessus de 40%. Nous disposons donc à la fois d'un amortisseur potentiel et de ressources mobilisables pour saisir les opportunités que nous saurons identifier.

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 septembre 2022	Volatilité 3 ans	Performances						
		T3 2022	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Plan Main Libre PEA *:	14,15	-7%	-11,9%	+3,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%
Euro-Flexible (Morningstar)	nc	-2,5%	-14,4%	+10,9%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%
Classement (base 100)	nc	nc	24	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 septembre 2022	Valeurs	Evolutions						
		T3 2022	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 318,20	-4%	-22,9%	+20,6%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%
Rémunération exigée en Europe*	8,62%	+0,68	+2,52%	+0,66	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07
CAC 40 (France)	5 762,34	-2,7%	-19,4%	+28,9%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	3 585,62	-5,3%	-24,8%	+26,9%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%
Nasdaq (USA technologies)	10 575,62	-4,1%	-32,4%	+21,4%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	17 222,83	-21,2%	-26,4%	-14,1%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%
Nikkei (Japon)	25 937,21	-1,7%	-9,9%	+4,9%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	110 037,00	11,7%	5%	-11,9%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%
Russie (RTS Index)	1 055,72	-21,5%	-33,8%	+15%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%
Inde (Sensex)	57 426,92	8,3%	-1,4%	+21,7%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%
Chine (SSE Composite)	3 024,39	-11%	-16,9%	+4,8%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%
Taux 10 ans								
France (OAT)	2,73	+0,78	+2,54	+0,54	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11
Allemagne (Bund)	2,11	+0,75	+2,30	+0,39	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22
Italie	4,69	+1,32	+3,52	+0,67	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19
Espagne	3,29	+0,84	+2,72	+0,53	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20
Grèce	4,86	+1,26	+3,58	+0,66	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91
USA (US Notes)	3,83	+0,87	+2,32	+0,59	-1	-0,88	-0,27	-0,04
Japon	0,24	+0,02	+0,18	+0,05	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01
Autres								
Parité €/ \$	0,9799	-6,5%	-13,9%	-6,2%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%
Pétrole (BRENT \$)	87,96	-19,3%	+11,2%	+52,9%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%
Or (Once \$)	1 672,00	-7,5%	-8,3%	-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.