

Paris, le 18 octobre 2023

Good news is bad news

- **Le suspense continue ce trimestre**
 - Les effets de la hausse des taux des banques centrales se diffusent dans l'économie
 - La croissance poursuit son ralentissement mais l'emploi fait de la résistance
 - La bataille que mènent les banques centrales contre l'inflation est à un point d'inflexion
- **Les taux d'intérêt trop élevés trop longtemps ?**
 - Un monde très endetté ne peut supporter des taux trop élevés trop longtemps
 - Les banques centrales semblent placer le curseur de façon adéquate
 - Le ralentissement de la croissance se confirme sans provoquer de récession
- **Les investisseurs demandent de meilleures rémunérations**
 - Depuis ce trimestre, les obligations peuvent offrir un rendement supérieur à l'inflation
 - Le monde des taux dicte une tendance peu favorable aux actions
 - La période des soldes a commencé

Cher Investisseur,

Les publications du trimestre confirment le ralentissement de la croissance mondiale mais aussi la résistance de l'emploi et de l'inflation sous-jacente. Cette situation conduit à anticiper des taux plus hauts plus longtemps. Ce n'est pas une bonne nouvelle pour les perspectives de croissance, ni pour l'évaluation des actifs financiers. La multiplication des tensions géopolitiques ajoute un stress supplémentaire. Dans ce contexte, les principales places financières mondiales ont baissé. Aux Etats-Unis, le S&P 500 recule de 3,5% et le Nasdaq de 4%. L'Eurostoxx 50 finit en baisse de 5,1%.

Les banques centrales estiment néanmoins que leur combat contre l'inflation est à un point d'inflexion. Elles considèrent que la contradiction apparente entre le ralentissement confirmé de la croissance et la solidité du marché de l'emploi ne sera que temporaire. Leur nouvelle préoccupation est la lenteur de la transmission de la politique monétaire dans l'économie. Elles se préparent donc moins à monter leurs taux directeurs qu'à les maintenir hauts, plus longtemps. Le renchérissement dans la durée des conditions de financement participera à rééquilibrer le marché du travail et à réduire les pressions inflationnistes, notamment l'inflation salariale. Dans un monde endetté subissant de nombreux chocs géopolitiques, des taux durablement hauts rendent la période périlleuse. Heureusement, les banques centrales semblent avoir positionné le curseur de façon adéquate pour favoriser un ralentissement économique sans provoquer de récession.

Des taux durablement hauts ne créent pas un environnement favorable aux actions. Elles subissent la concurrence de placements moins risqués redevenus plus rémunérateurs, d'autant que la multiplication des risques géopolitiques alimente la nervosité des intervenants. Toute déception est sanctionnée, d'autant plus lourdement que la nouvelle est inattendue. Nous traversons cette période d'une complexité hors norme avec un volant significatif de liquidités. De cette façon, nous essayons de nous préparer à un large éventail de situations et tenterons de profiter des excès de défiance qui ne manqueront pas de se produire.

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 suspense continue ce trimestre

Aux Etats-Unis comme en zone euro, les publications du trimestre confirment le ralentissement de la croissance mais aussi la résistance de l'emploi et de l'inflation sous-jacente. Du coup, comme les trimestres précédents, l'interrogation principale des investisseurs reste inchangée : les banques centrales devront-elles en faire plus pour ramener l'inflation à leur cible de 2% sans pour autant plonger les économies en récession ?

En moins de 18 mois, la hausse de taux a été brutale. La Fed et la BCE ont respectivement décidé 11 et 10 hausses, mettant fin à une longue période d'argent gratuit. Parti de 0% aux Etats-Unis et de -0,5% en zone euro, les taux directeurs se situent aujourd'hui à respectivement 5% et 4%. Les conditions de financement de l'économie ont été considérablement durcies. L'activité ralentit. Certains secteurs, notamment la construction et l'immobilier sont entrés en crise. Pourtant, à ce stade, les effets des hausses de taux sur l'activité économique dans son ensemble restent mesurés. Le ralentissement se confirme, mais l'économie reste assez solide pour fournir les emplois nécessaires. Tant aux Etats-Unis qu'en zone euro, le taux de chômage reste sur des plus bas historiques (respectivement 3,7% et 6,5% de la population active). Dans ce contexte, l'inflation fait toujours de la résistance. Aux Etats-Unis, elle décélère de mois en mois mais se situe toujours à 4,1% deux fois au-dessus de l'objectif de la banque centrale. En zone euro, elle a été divisée par deux en un an, mais à 5,3%, elle est encore loin de l'objectif de 2%.

Cette situation conduit à anticiper des taux plus hauts plus longtemps. Ce n'est pas une bonne nouvelle pour les perspectives de croissance, ni pour l'évaluation des actifs financiers. La multiplication des tensions géopolitiques ajoute un stress supplémentaire. Ce trimestre, la décision de l'Arabie Saoudite de réduire sa production de pétrole s'est traduite par une hausse significative du cours du Brent (+22% à 92\$). Ce n'est pas non plus une bonne nouvelle pour les perspectives d'inflation. Dans ce contexte, Les principales places financières mondiales ont baissé. Aux Etats-Unis, le S&P 500 recule de 3,5% et le Nasdaq de 4%. L'Eurostoxx 50 finit en baisse de 5,1%.

Les banques centrales estiment que leur combat contre l'inflation est à un point d'inflexion

En septembre dernier, constatant que le marché de l'emploi est toujours trop dynamique et les chiffres d'inflation trop élevés, la Fed, comme la BCE ont revu légèrement en hausse leurs estimations d'inflation pour 2023 (3,3% en septembre contre 3,2% en juin pour la Fed, 5,6% contre 5,4% pour la BCE). Toutes deux considèrent néanmoins que la contradiction apparente entre le ralentissement confirmé de la croissance et la solidité du marché de l'emploi ne sera que temporaire puisqu'il s'agit d'une conséquence exceptionnelle de la « grande démission » survenue durant la période Covid. Alors que les économies réouvraient à la suite des confinements, de nombreux travailleurs disposant d'une épargne inattendue ont choisi de ne pas revenir travailler. Un déséquilibre entre l'offre et la demande de main d'œuvre est apparu. Il ne se résorbe que progressivement, alors que les bas de laine s'épuisent et que travailler pour vivre redevient une nécessité.

La nouvelle préoccupation des banquiers centraux devient la vitesse (ou plutôt la lenteur) de la transmission de la politique monétaire dans l'économie. Elles se préparent donc moins à monter leurs taux directeurs qu'à les maintenir hauts, plus longtemps et anticipent que le renchérissement dans la durée des conditions de financement pèsera sur la consommation des ménages et sur l'investissement détériorant l'environnement économique, ce qui participera à rééquilibrer le marché du travail et à réduire les pressions inflationnistes, notamment l'inflation salariale.

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.

Un monde très endetté ne peut supporter des taux trop élevés trop longtemps

Jusqu'en 2021, les différentes crises du nouveau siècle (crise financière de 2008, crise de la dette souveraine européenne en 2012, pandémie en 2020) ont été traitées par un soutien monétaire et des déficits budgétaires massifs. En résulte un accroissement rapide de la dette publique mondiale. Selon un rapport de l'ONU de juillet dernier, elle a été multipliée par plus de 5 depuis 2000 passant de 16 600 Md\$ (34% du PIB) à 92 000 Md\$ (100% du PIB) en 2022. La recette étant éprouvée, elle a été employée massivement à l'occasion de la pandémie. En deux ans, l'accroissement de la dette publique mondiale approche 20 000 Md\$ (15 points de PIB supplémentaires), autant que durant la décennie précédente. A eux-seuls, les Etats-Unis ont contribué à la moitié de ces 20 000 Md\$.

Tant que les banques centrales n'avaient pas à se préoccuper de l'inflation, elles ont pu rendre le fardeau de la dette supportable en maintenant les taux artificiellement bas. Chacun se sentait à l'abri, sous la protection bienveillante des banques centrales. Depuis 2022, le retour en force mal anticipé de l'inflation conséquence de la pandémie et de la guerre en Ukraine a changé la donne. Les banques centrales ne peuvent échapper à leur obligation de maintenir l'inflation autour d'un objectif de 2% en montant les taux. De nombreux pays en développement, dépendant de financements et d'importations en dollar, sont déjà au bord de l'asphyxie. Dans les pays développés, un maintien dans la durée de taux élevés sur une dette élevée est source d'instabilité financière, comme ce fut le cas lors de la grande crise financière de 2008 ou durant la crise des dettes souveraines européennes en 2012.

Jusqu'ici tout va bien, le ralentissement de la croissance économique se confirme

Une fois de plus ce trimestre, les indicateurs de conjoncture et les études des institutions internationales, notamment le FMI confirment un ralentissement synchronisé de la croissance mondiale. Avec une hausse du PIB de 2,1% attendu en 2023, les Etats-Unis devraient mieux résister qu'anticipé cette année, mais un large consensus attend la poursuite du ralentissement en 2024 (+1,5% en 2024). Le renchérissement du crédit se diffuse et l'excédent d'épargne s'épuise. L'activité industrielle et surtout les services donnent des signes d'essoufflement ce trimestre.

En zone euro, la tendance est identique et le ralentissement plus marqué. La dégradation des indicateurs de confiance des consommateurs le recul de la demande à l'export pénalisent les secteurs industriels, en particulier en Allemagne. L'indice PMI composite de S&P poursuit le recul entamé le trimestre précédent. Il s'enfonce en dessous de 50 (49,9 en juin, 46,8 en août) signalant la poursuite de la dégradation de l'activité durant l'été. En conséquence, le FMI a récemment revu en baisse ses anticipations pour la zone euro (0,7% en 2023 et 1,2% en 2024). La Chine participe aussi à la dégradation du climat des affaires. L'arrêt de la politique « 0 covid », fin 2022, n'a pas provoqué le redémarrage attendu. Une crise immobilière d'ampleur semble parcourir le pays. La consommation intérieure en pâti, alors que la faiblesse de la demande extérieure continue de peser sur l'activité industrielle, l'emploi et la consommation.

Ce ralentissement synchronisé de la croissance mondiale est bienvenu. Il correspond plutôt à un atterrissage en douceur des économies. Compte-tenu de la multiplication des chocs géopolitiques, la performance peut être saluée. Dans une période que le Président de JP Morgan qualifie de « *période la plus dangereuse que le monde ait connue depuis des décennies* », les autorités monétaires semblent avoir positionné le curseur de façon adéquate. Leurs communications récentes confirment qu'elles ont conscience du danger d'en faire trop : la montagne de dettes publiques et privées accumulées ces dernières années dans le monde est en partie le résultat de leur action passée.

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.

Nous cherchons des sociétés capables de rivaliser avec des taux redevenus plus attractifs

La perspective de taux durablement hauts ne crée pas un environnement favorable aux actions. Le durcissement brutal des conditions de financement pèse sur les perspectives bénéficiaires des entreprises. Dans le même temps, les évaluations résultant des modèles traditionnels fondés sur l'actualisation des cash-flows futurs sont pénalisées par la prise en compte de taux plus élevés. Des taux d'actualisation plus élevés conduisent à une dépréciation de la valeur actuelle des flux futurs. Les valeurs de croissance sont les plus sensibles à cet ajustement « mathématique ». Ceci explique, la baisse des valeurs de luxe ce trimestre.

Plus généralement, avec des taux réels (corrigés de l'inflation) redevenus plus attractifs, la période TINA (There Is No Alternative) a laissé place à une période TIPA (There Is Plenty of Alternatives) : les placements à base de produits de trésorerie ou d'obligations peuvent offrir à nouveau des rendements suffisants pour patienter sans s'exposer aux risques associés aux nombreux chocs auquel le monde est confronté aujourd'hui. Ces placements font de l'ombre aux placements plus risqués, notamment les actions.

Enfin, la multiplication des risques géopolitiques, en particulier la perspective d'une escalade des tensions au Proche-Orient alimente la nervosité des marchés. Les publications décevantes des entreprises ou les mauvaises surprises sont lourdement sanctionnées. La sanction est d'autant plus lourde que la nouvelle est inattendue. Au cours des trois derniers mois, l'indice SBF120 baissait de 4,8%, mais plus de 20% des actions composant cet indice (25 valeurs sur les 120) reculaient de 20% ou plus. Aucun secteur n'est épargné. LVMH et Pernod Ricard font partie de la liste, tout comme Téléperformance, Valeo, Fnac Darty, Air France, Nexity, Interparfums, Alstom ou Euroapi.

Sur certaines thématiques, notamment les valeurs endettées, il nous semble que la période des soldes a commencé, mais l'anxiété générale n'incite pas à aller faire ses courses. C'est l'une des caractéristiques particulières de l'univers boursier : l'investisseur fuit les marchés pendant les soldes. Pourtant, en Bourse comme ailleurs, c'est pendant les soldes que l'on fait les meilleures affaires. Nous traversons cette période d'une complexité hors norme avec un volant significatif de liquidités. Elles représentent plus de la moitié de nos fonds. De cette façon, nous essayons de nous préparer à un large éventail de situations et tenterons de profiter des excès de défiance qui ne manqueront pas de se produire.

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 29 septembre 2023	Volatilité 3 ans	Performances							
		T3 2023	2023 ytd	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Plan Main Libre PEA *	10,6	-2,1%	-0,5%	-9,45%	+3,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%
Euro-Flexible (Morningstar)	nc	-1,4%	+3,6%	-11,1%	+10,9%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%
Classement (base 100)	nc	nc	72	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 29 septembre	Valeurs	Evolutions							
		T3 2023	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Europe									
Eurostoxx 50 (Europe)	4 173,35	-5,1%	+10%	-11,9%	+20,6%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%
Rémunération exigée en Europe*	7%	+0,2	-0,6	+1,48	+0,66	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07
CAC 40 (France)	7 142,44	-3,5%	+10,3%	-9,5%	+28,9%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%
Etats-Unis									
S&P 500 (USA)	4 288,05	-3,6%	+11,7%	-19,4%	+26,9%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%
Nasdaq Composite	13 219,32	-4,1%	+26,3%	-33,1%	+21,4%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%
Asie									
Hang Seng (Hong Kong)	17 822,00	-5,8%	-9,9%	-15,5%	-14,1%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%
Nikkei (Japon)	31 861,50	-4,0%	+22,1%	-9,4%	+4,9%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%
Emergents									
Brésil (Bovespa Index)	116 565,00	-1,3%	+6,2%	4,7%	-11,9%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%
Russie (RTS Index)	1 007,58	+2,5%	+3,8%	-39,2%	+15%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%
Inde (Sensex)	65 828,41	+1,7%	+8,2%	4,4%	+21,7%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%
Chine (SSE Composite)	3 110,48	-5,8%	+0,7%	-15,1%	+4,8%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%
Taux 10 ans									
France (OAT)	+3,41	+0,48	+0,31	+2,91	+0,54	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11
Allemagne (Bund)	+2,85	+0,46	+0,29	+2,75	+0,39	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22
Italie	+4,78	+0,72	+0,07	+3,54	+0,67	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19
Espagne	+3,95	+0,57	+0,30	+3,08	+0,53	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20
Grèce	+4,30	+0,66	-0,26	+3,28	+0,66	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91
USA (US Notes)	+4,58	+0,74	+0,70	+2,37	+0,59	-1	-0,88	-0,27	-0,04
Japon	+0,75	+0,35	+0,34	+0,34	+0,05	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01
Autres									
Parité €/§	1,0572	-3,1%	-1,2%	-5,9%	-6,2%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%
Pétrole (BRENT §)	92,09	+22,5%	+7,1%	8,8%	+52,9%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%
Or (Once §)	1 864,60	-3,3%	+1,9%	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.