

Paris, le 15 janvier 2024

Le retour du meilleur des mondes ?

- **Les banques centrales mènent la danse**
 - En décembre Jerome Powell a surpris en annonçant un cycle de baisse de taux en 2024
 - Des deux côtés de l'Atlantique, l'économie et l'inflation ralentissent suffisamment
 - L'Eurostoxx 50 efface les pertes de 2022 et termine l'année 2023 en hausse de 19%
- **Le dérapage de l'inflation est contrôlé, le retour du meilleur des mondes est possible**
 - Les banques centrales ont montré leur capacité à surmonter de multiples crises
 - Les sociétés ont montré leur capacité à prospérer dans un monde peu dynamique
 - Ce monde endetté, fragmenté et belliqueux reste néanmoins très risqué
- **Le retour du « stock-picking »**
 - Les belles et grosses valeurs de croissance n'accaparent plus l'intérêt des investisseurs
 - Après 3 ans de sous-performance, les valeurs hors CAC 40 retrouvent des couleurs ce trimestre

Cher Investisseur,

Quinze jours avant Noël, Jerome Powell, président de la Fed, s'est fendu d'un commentaire inattendu, laissant entendre que trois baisses de taux étaient envisageables en 2024. Un changement de discours majeur, puisque jusque-là, il envisageait de maintenir les taux directeurs plus hauts, plus longtemps. Plus prudemment, la BCE s'engage aussi sur le chemin d'une fin du cycle de hausse des taux. Cette surprise a été saluée avec un certain (excès d') enthousiasme dans les dernières semaines de 2023. Les taux longs se sont détendus à nouveau. Les indices boursiers se sont redressés. L'Eurostoxx 50 termine l'année en hausse de 19%, effaçant les pertes de 2022.

La confirmation de la décélération de la croissance mondiale tout au long de 2023, notamment en fin d'année, explique ce changement de ton. Avec un décalage, la hausse brutale des taux d'intérêts de ces 18 derniers mois produit ses effets. Des conditions de financement moins favorables pèsent sur la consommation des ménages et sur l'investissement, détériorant l'environnement économique. Elles participent à rééquilibrer le marché du travail et à réduire les pressions inflationnistes. Du coup, les banques centrales estiment que leur combat contre l'inflation est en passe d'être gagné. Force est de constater que depuis 2008, la Fed et dans une moindre mesure la BCE ont su gérer avec efficacité les multiples crises qu'elles ont affrontées. Aujourd'hui, chacun se sent à l'abri sous leur protection bienveillante sans trop se soucier de la hausse massive de l'endettement qu'elles ont favorisée. Dans l'ensemble, les sociétés cotées ont aussi démontré leur capacité à prospérer dans un monde chahuté et peu dynamique. Pour la plupart, elles sortent renforcées de ces épreuves. Aussi, le retour du meilleur des mondes est possible. Un monde dans lequel la croissance est suffisamment forte pour assurer la prospérité des entreprises et suffisamment faible pour maintenir l'inflation sous contrôle.

Dans cet environnement en cours de normalisation, les très grosses sociétés du luxe et de la technologie n'accaparent plus l'intérêt des investisseurs au détriment des valeurs n'appartenant pas au CAC 40. Après 3 ans de sous-performance, ces dernières retrouvent progressivement la faveur d'un nombre grandissant d'investisseurs. La progression des volumes d'échanges et les performances de certaines valeurs oubliées en attestent.

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 mènent la danse

Les trimestres se suivent et ne se ressemblent pas. Le moral des investisseurs, les taux longs et les indices boursiers fluctuent amplement au gré des déclarations de la Fed ou de la BCE. Quinze jours avant Noël, Jerome Powell, président de la Fed, s'est fendu d'un commentaire inattendu, laissant entendre que trois baisses de taux étaient envisageables en 2024. Un changement de discours majeur, puisque jusque-là, il insistait sur la lenteur de la transmission de la politique monétaire dans l'économie et se préparait en conséquence à maintenir les taux directeurs plus hauts, plus longtemps. Plus prudemment, la BCE s'engage aussi sur le chemin d'une fin de cycle de hausse des taux.

Contrairement au trimestre dernier, la question n'est donc plus de savoir si les banques centrales envisagent d'en faire plus pour ramener l'inflation à leur cible de 2% mais d'anticiper le calendrier et l'amplitude des baisses de taux qu'elles envisagent. Les marchés apprécient. Les taux longs se détendent à nouveau. Les indices boursiers en profitent. Le S&P 500 et le Nasdaq progressent respectivement de +11,2% et +13,6% en 3 mois. Ils finissent l'année sur un gain de +24% et +43%, compensant la contre-performance de 2022 (-19% et -33%). En valeur absolue, ils retrouvent donc les niveaux de fin 2021. Chacun anticipe qu'avec un temps de retard, la BCE suivra le chemin de la Fed. L'Eurostoxx 50 progresse de 8% ce trimestre et de 19% en 2023.

Le ralentissement de la croissance attendu se confirme

La confirmation de la décélération de la croissance mondiale tout au long de l'année 2023, notamment en fin de période, explique le changement de ton de la Fed. Avec un décalage, la hausse brutale des taux d'intérêts de ces 18 derniers mois produit ses effets. Le renchérissement dans la durée des conditions de financement pèse sur la consommation des ménages et sur l'investissement détériorant l'environnement économique, ce qui participe à rééquilibrer le marché du travail et à réduire les pressions inflationnistes, notamment l'inflation salariale.

En effet, avec un taux de chômage de 3,7% aux Etats-Unis et de 6,4% en zone euro, la solidité du marché de l'emploi est toujours un sujet de préoccupation, menaçant d'enclencher une boucle prix-salaires. A ce stade, les données publiées sur ce sujet ne confirment pas cette crainte. Aux Etats-Unis, le déséquilibre entre l'offre et la demande de main d'œuvre apparu durant la « grande démission » de la période Covid se résorbe progressivement. La progression du taux de participation à l'emploi le confirme. L'excédent d'épargne accumulé durant les confinements se résorbe progressivement. Pour beaucoup, travailler pour vivre redevient une nécessité. Du coup, le rythme de progression du salaire moyen fléchit (+4,1% en fin d'année contre 5% début 2023). Après une année 2023 plus résiliente que prévu, l'économie américaine entame l'année 2024 en décélération, notamment dans l'industrie. Cette tendance devrait continuer de peser sur le marché de l'emploi.

En zone euro, le tableau est différent. L'économie a moins bien résisté qu'attendu en 2023. Le FMI ne prévoit plus aujourd'hui qu'une maigre croissance de 0,7% contre 1% anticipé il y a un an. La récession guette, notamment en Allemagne pénalisée par le poids d'un secteur manufacturier vulnérable à la hausse des prix de l'énergie et dépendant des exportations vers une économie chinoise en souffrance. Au final, depuis le début de l'année 2023, la croissance mondiale décélère un peu plus chaque trimestre. Cette tendance négative qui se maintient incite les banques centrales à anticiper la fin du cycle de hausse des taux initié en 2022.

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 dérapage de l'inflation étant contrôlé, le retour du meilleur des mondes est possible

Les mauvaises nouvelles au sujet de la croissance sont de bonnes nouvelles pour l'inflation. Elle décélère rapidement. Aux Etats-Unis, l'indice PCE (suivi par la Fed) est retombé à un rythme de 2,6% au troisième trimestre 2023 (dernier chiffre connu). Il avait atteint 7,3% au pic de l'été 2022. En zone euro, l'indice IPC suivi par la BCE atteint un point bas à 2,4% en novembre alors que le pic de l'automne 2022 dépassait 10% (10,6%). Par rapport à l'objectif de 2%, l'essentiel du chemin est parcouru. Jerome Powell reconnaît même que : « *le risque d'en faire trop par rapport au risque d'en faire trop peu se rapproche de l'équilibre* ». Le gouverneur de la Banque de France ne dit pas autre chose : « *tester jusqu'à ce que ça casse n'est pas une façon raisonnable de tester la politique monétaire* ». Certes, des éléments ponctuels sont susceptibles de provoquer une légère reprise temporaire de la hausse des prix (effets de base sur les prix de l'énergie, fin de mesures de soutien tel le bouclier tarifaire en France). La Fed et la BCE estiment néanmoins que le combat contre l'inflation est en passe d'être gagné. Elles anticipent un retour à leur objectif de 2% fin 2025 début 2026. Force est de constater que depuis 2008, la Fed et, dans une moindre mesure, la BCE ont su gérer avec efficacité les multiples crises qu'elles ont affrontées. Aujourd'hui, chacun se sent à l'abri sous leur protection bienveillante sans trop se soucier de la hausse massive de l'endettement qu'elles ont favorisée. Dans le contexte monétaire favorable ainsi créé, les sociétés cotées ont démontré, dans l'ensemble, leur capacité d'adaptation. C'est particulièrement vrai depuis la pandémie. Pour beaucoup d'entre-elles, la période nouvelle d'inflation a plutôt été une opportunité d'augmenter les prix et de protéger, voire d'augmenter, leurs marges. Que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis, ces marges atteignent des records historiques et dépassent de près d'un point les niveaux d'avant-Covid (source : Facset). Aussi, le retour du meilleur des mondes est possible. Un monde dans lequel la croissance est suffisamment forte pour assurer la prospérité des entreprises et suffisamment faible pour éviter le retour de l'inflation et le maintien de taux trop élevés trop longtemps.

Mais ce monde endetté, fragmenté et belliqueux est aussi très risqué

Les bonnes surprises de 2023 ne doivent pas faire oublier que le monde est toujours plus endetté, fragmenté et belliqueux. Les risques de dérapage sont nombreux, notamment le sujet de la soutenabilité des dettes publiques ou celui des guerres (Ukraine, Moyen-Orient) et de leurs conséquences sur la croissance, les prix des matières premières et de l'énergie, ou les chaînes d'approvisionnement. Aux Etats-Unis, la résilience de l'économie doit beaucoup au soutien budgétaire massif décidé par l'administration Biden. Les déficits budgétaires s'accumulent (plus de 6% sur le dernier exercice fiscal, 8% attendu au cours de l'année électorale qui s'ouvre). L'accroissement de l'endettement public est massif (+10 000 md\$ depuis la pandémie). Les besoins de financement, donc les émissions d'obligations, sont en constante augmentation. Selon le Financial Times, le marché des titres de dette américaine a été multiplié par 8 depuis 2008. Sans inflexion de cette trajectoire ascendante, le Trésor américain pourrait bien tester les limites de l'appétit des investisseurs pour cette dette croissante. Même Jerome Powell s'en inquiète, qualifiant cette dérive d'insoutenable. La hausse des taux longs qui pourrait en résulter serait un cygne noir. Dans son ensemble, la zone euro paraît aujourd'hui plus vertueuse que les Etats-Unis. Le déficit public cible pour 2024 s'élève à 2,8% contre 3,2% en 2023. De ce côté de l'Atlantique, le risque est moins lié à la poursuite de l'accumulation de dettes publiques qu'à l'effet négatif sur la croissance d'une conjonction de politiques monétaires et budgétaires trop restrictives. Les disparités de trajectoires budgétaires et d'endettement public de ses membres (90% en moyenne mais 142% pour l'Italie, 111% pour la France et 64% pour l'Allemagne) sont des risques spécifiques supplémentaires. Une nouvelle crise de confiance touchant les Etats les plus endettés ne peut être exclue.

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 du « stock-picking »

La perspective d'une fin rapide du cycle de hausse des taux a été saluée avec un certain (excès d') enthousiasme dans les dernières semaines de 2023. Ce nouvel environnement n'est pas sans conséquence sur l'attractivité potentielle des différentes classes d'actifs.

La conjonction de la baisse rapide de l'inflation, du niveau atteint par les taux d'intérêt et de la perspective d'une baisse à venir devrait bénéficier aux obligations. A l'opposé, les belles et grosses valeurs de croissance du secteur de la technologie et du luxe devraient souffrir de l'expansion des multiples dont elles ont bénéficié au cours des dernières années. Aux USA, malgré le support de l'IA (Intelligence Artificielle), les « 7 magnifiques » ne tirent plus les indices depuis plusieurs trimestres, tout comme les 4 groupes de luxe français ne tirent plus le CAC 40. Au plus fort de leur domination, ils représentaient 1/3 environ du CAC 40 et contribuaient aux 2/3 de sa performance. Sur le dernier trimestre 2023, leur progression est comparable à celle de l'indice.

La multiplication exceptionnelle de crises majeures de ces dernières années explique la concentration tout aussi exceptionnelle de l'intérêt des investisseurs pour un nombre très limité de très grosses sociétés. Conséquence de cette « fuite vers la sécurité, la visibilité et la liquidité », le désintérêt pour la plupart des autres valeurs s'est traduit par une sous-performance des titres n'appartenant pas au CAC 40. Ainsi, alors que l'indice phare de la Bourse de Paris affiche une performance cumulée de +36% en 3 ans, les indices regroupant les 80 plus gros groupes suivants ont fait du surplace. Les indices de valeurs petites et moyennes ont encore plus souffert. L'indice « CAC Small » d'Euronext recule de 4%. Les lourdes sanctions qu'ont subies les titres de sociétés lors de publications décevantes et inattendues ont contribué à cette sous-performance.

Pourtant, dans la période d'une complexité hors norme que nous venons de traverser, la plupart des sociétés cotées ont fait preuve d'une agilité remarquable. Elles sont donc nombreuses à sortir renforcées de l'épreuve. Puisque, dans le même temps, elles se sont dépréciées, elles retrouvent progressivement la faveur d'un nombre grandissant d'investisseurs. La progression des volumes d'échanges et les performances de certaines valeurs oubliées en attestent.

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 décembre 2023	Volatilité 3 ans	Performances							
		T4 2023	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Plan Main Libre PEA *	nc	+2,5%	+2%	-9,4%	+3,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%
Euro-Flexible (Morningstar)	nc	nc	+8,3%	-11,1%	+10,9%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%
Classement (base 100)	nc	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 29 décembre 2023	Valeurs	Evolutions							
		T4 2023	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Europe									
Eurostoxx 50 (Europe)	4 521,65	19,2%	8,3%	-11,9%	+20,6%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%
Rémunération exigée en Europe*				+1,48	+0,66	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07
CAC 40 (France)	7 543,18	16,5%	5,6%	-9,5%	+28,9%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%
Etats-Unis									
S&P 500 (USA)	4 769,83	24,2%	11,2%	-19,4%	+26,9%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%
Nasdaq Composite	15 011,35	43,4%	13,6%	-33,1%	+21,4%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%
Asie									
Hang Seng (Hong Kong)	17 047,39	-13,8%	-4,3%	-15,5%	-14,1%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%
Nikkei (Japon)	33 464,17	28,2%	5%	-9,4%	+4,9%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%
Emergents									
Brésil (Bovespa Index)	134 185,00	22,3%	15,1%	4,7%	-11,9%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%
Russie (RTS Index)	1 083,48	11,6%	7,5%	-39,2%	+15%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%
Inde (Sensex)	72 240,26	18,7%	9,7%	4,4%	+21,7%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%
Chine (SSE Composite)	2 974,93	-3,7%	-4,4%	-15,1%	+4,8%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%
Taux 10 ans									
France (OAT)	+2,56	-0,85	-0,54	+2,91	+0,54	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11
Allemagne (Bund)	+2,03	-0,82	-0,54	+2,75	+0,39	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22
Italie	+3,71	-1,07	-0,99	+3,54	+0,67	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19
Espagne	+2,99	-0,96	-0,66	+3,08	+0,53	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20
Grèce	+3,08	-1,23	-1,49	+3,28	+0,66	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91
USA (US Notes)	+3,87	-0,71	-0,01	+2,37	+0,59	-1	-0,88	-0,27	-0,04
Japon	+0,62	-0,13	+0,21	+0,34	+0,05	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01
Autres									
Parité €/§	1,1036	3,10%	4,4%	-5,9%	-6,2%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%
Pétrole (BRENT §)	77,04	-10,4%	-16,3%	8,8%	+52,9%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%
Or (Once §)	2 071,80	13,2%	11,1%	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.