

Paris, le 11 avril 2022

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

- ***La guerre en Ukraine renforce l'incertitude et l'inflation***
 - *Un double choc énergétique et alimentaire s'ajoute aux pénuries liées à la crise sanitaire*
 - *L'inflation plus durable qu'anticipé se traduit par des taux réels toujours plus négatifs*
 - *Après un plongeon de plus de 20%, l'Eurostoxx 50 termine le trimestre en baisse de 9,4%*
- ***Les banques centrales sont confrontées à un risque de stagflation***
 - *Les perspectives de croissance sont affectées par la montée des risques et de l'inflation*
 - *La Fed renforce son arsenal anti-inflation, la BCE suit de façon plus mesurée*
 - *L'équation qu'elles doivent résoudre est complexe*
- ***Un changement de régime favorable aux valeurs décotées***
 - *Les taux réels toujours plus négatifs soutiennent les évaluations*
 - *Représentatives d'actifs réels, les actions décotées sont une protection contre l'inflation*
 - *L'investissement dans les valeurs décotées redevient d'actualité*

Cher Investisseur,

Le trimestre a débuté sur la perspective d'un retour progressif à une vie plus normale avec la fin programmée de la crise sanitaire. Il se termine par la crainte d'une récession liée à l'addition d'une guerre meurtrière en Ukraine et du retour de confinements massifs en Chine. Ces chocs modifient brutalement la trajectoire de l'inflation. Elle est plus élevée et probablement plus durable qu'attendu précédemment. L'inflation battant des records, les taux continuent de se tendre. Plus d'incertitudes, plus d'inflation et des taux en hausse affectent le moral des investisseurs. Après avoir chuté de plus de 20% début mars, à la suite de l'invasion russe en Ukraine, l'indice Eurostoxx 50 termine le trimestre en baisse de 9,4%.

La flambée récente du prix de l'énergie est une ponction immédiate sur les revenus des industriels et des consommateurs. Elle affecte donc la croissance sans délai. La révision en baisse des prévisions pour 2022 et 2023 a déjà débuté et devrait se poursuivre. Plus d'inflation et moins de croissance, l'équation que les banques centrales doivent résoudre aujourd'hui est devenue complexe. Elles ne doivent pas pénaliser la croissance en sur-réagissant à une inflation temporaire, mais elles doivent aussi combattre les effets de second tour sur les salaires avant qu'ils ne se produisent. A ce stade, l'hypothèse d'une inflation plus durable et plus structurelle qu'anticipé n'est pas intégrée.

Depuis 2020, l'accumulation exceptionnelle d'événements imprévisibles de portée mondiale se traduit par un changement de régime majeur. La perspective d'une accélération de la hausse des taux et d'une décélération de la progression des bénéfices alimentent les craintes et donc une volatilité accrue des marchés financiers. Dans le même temps, l'aversion pour les taux réels toujours plus négatifs soutient les évaluations. Cet environnement incertain inspire la prudence, notamment vis-à-vis des belles et grosses valeurs de croissance dont les évaluations sont particulièrement sensibles aux variations des taux d'intérêt. Les valeurs décotées, au contraire, bénéficient traditionnellement d'un regain d'intérêt dans ce type d'environnement. Ce fut le cas ce trimestre.

**Karl Otto Pöhl, ancien 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.

Plus d'incertitudes et plus d'inflation affectent le moral des investisseurs

Le trimestre a débuté sur la perspective d'un retour progressif à une vie plus normale avec la fin programmée de la crise sanitaire. Il se termine par la crainte d'une récession liée à l'addition d'une guerre meurtrière en Ukraine et du retour de confinements massifs en Chine. La stratégie « 0 covid », toujours d'actualité dans le pays, entretient la désorganisation des chaînes de production, de transport et de logistique, avec pour conséquences des pénuries et des coûts en forte hausse. La dépendance de l'Europe et du monde aux matières premières énergétiques et agricoles en provenance de Russie (pétrole, gaz, charbon, palladium, engrais azotés, potasse...) et d'Ukraine (blé, tournesol ...), ajoute un double choc énergétique et alimentaire. Les cours s'envolent (+36% pour le Brent). Les pénuries se multiplient. Dans les pays émergents les émeutes de la faim menacent.

Ces chocs modifient brutalement la trajectoire de l'inflation. Elle est plus élevée et probablement plus durable qu'attendu précédemment. En zone euro, elle atteint 7,5% en mars, un record depuis l'adoption de l'euro. Aux Etats-Unis, elle dépasse 8%, niveau jamais atteint depuis janvier 1982 (40 ans). L'inflation battant des records, les taux continuent de se tendre. Ils restent néanmoins encore sages, ce qui se traduit par des taux réels toujours plus négatifs. En France, l'OAT 10 ans progresse de 0,19% à 0,99% sur le trimestre. La référence du taux sans risque en Europe, le 10 ans allemand est revenu en territoire positif. Il finit le trimestre à 0,55%. Aux Etats-Unis la tendance est similaire. Les taux à 10 ans progressent de 0,84 point à 2,35%. Plus d'incertitudes, plus d'inflation et des taux en hausse affectent le moral des investisseurs. A l'exception de la Bourse brésilienne, les principales places boursières mondiales reculent ce trimestre. Après avoir chuté de plus de 20% début mars, à la suite de l'invasion russe en Ukraine, l'indice Eurostoxx 50 termine le trimestre en baisse de 9,4%. Aux Etats-Unis, le Nasdaq affiche une performance comparable (-9,1%). Le S&P 500 cède 4,9%.

Les perspectives de croissance s'assombrissent vite

La flambée récente du prix de l'énergie est une ponction immédiate sur les revenus des industriels et des consommateurs. Elle affecte donc la croissance sans délai. Les économistes calculent qu'au niveau actuel du pétrole et du gaz, l'Europe perdra 1 point de croissance dès 2022. Les bénéfiques seront amputés de 7 points. La baisse du moral de chefs d'entreprises et des consommateurs s'ajoute à ces effets mécaniques. Elle est déjà perceptible dans les enquêtes de conjoncture. Les consommateurs s'inquiètent pour leur pouvoir d'achat. Les entreprises craignent à la fois l'effet de la baisse du moral des consommateurs sur leur activité et le pincement de leurs marges associé à l'inflation des coûts. Ces inquiétudes ainsi que l'incertitude quant à la durée du conflit en Ukraine dépriment la consommation et l'investissement des entreprises. Dans ce contexte, les instituts de conjoncture commencent à revoir en baisse les perspectives économiques en 2022 et 2023. L'Europe, directement impactée par la guerre qui sévit à sa porte est particulièrement touchée. Elle est pénalisée par la dépendance au gaz et au pétrole russe de l'Allemagne et de l'Italie. Le retour de la récession dès 2022 fait déjà partie des hypothèses.

Aux Etats-Unis, l'inflation se diffuse rapidement dans l'économie. Les populations les plus fragiles voient déjà fondre leur pouvoir d'achat. Par ailleurs, bien que premier producteur mondial de pétrole et de gaz, les consommateurs, les industriels et les transporteurs souffrent tout de même de la hausse du prix de l'énergie. Elle profite aux exploitants de pétrole et de gaz de schiste. Ces chocs s'ajoutent à l'effet dépressif de la réduction du déficit budgétaire en 2022 (-7 points de PIB). Le durcissement en cours de la politique monétaire de la Fed est un risque supplémentaire pour la croissance américaine. Comme par le passé, il pénalisera aussi les pays émergents dépendants de l'extérieur, et donc du dollar, pour financer et approvisionner leur économie.

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'équation que doivent résoudre les banques centrales est complexe

Plus d'inflation et moins de croissance, l'équation que les banques centrales doivent résoudre aujourd'hui est devenue complexe. Tant que l'inflation était associée à une crise sanitaire en voie d'extinction donc à des goulets d'étranglement et des pénuries passagères, elles étaient fondées à patienter pour préserver la croissance en attendant que l'inflation ne retrouve d'elle-même un rythme plus conforme à leur objectif de 2% à moyen terme.

Maintenant que l'inflation menace de s'installer très au-dessus de leur objectif, un changement de régime de politique monétaire s'impose. En particulier, là où une spirale auto-entretenu de hausse des prix et des salaires se met en place, notamment aux Etats-Unis. Certains banquiers centraux européens n'excluent plus que le phénomène ne rattrape l'Europe dès 2022. Alors que les déplacements, le chauffage et l'alimentation, trois postes essentiels du budget des ménages, flambent, le sujet de l'indexation des salaires minimum et des retraites revient dans le débat public. Même si les banques centrales sont impuissantes face aux chocs d'offre que provoquent la pandémie et le conflit en Ukraine, leur mandat leur impose d'agir pour domestiquer ce changement de régime de l'inflation. Sans quoi, la hausse des prix détruira le pouvoir d'achat des consommateurs et des retraités, euthanasiera les épargnants, participera un peu plus à la montée des inégalités et de la colère des citoyens. Malheureusement, la hausse de taux, remède monétaire contre l'inflation, accélèrera le ralentissement des économies à un moment où elles affrontent des vents contraires et où l'endettement des Etats, des ménages et des entreprises atteint des records historiques. En zone euro, La BCE, devra aussi veiller à ce que ses décisions ne provoquent pas de nouvelles tensions sur les dettes souveraines des pays fragilisés par le niveau de leur dette et de leurs déficits publics.

La Fed renforce son arsenal anti-inflation, la BCE suit de façon plus mesurée

En moins d'un semestre, l'inquiétude des banquiers centraux a changé de nature. La Fed ou la BCE ne craignent plus de sur-réagir à une inflation temporaire. Elles considèrent que l'erreur consisterait à ne pas agir maintenant pour contenir l'inflation. La Fed renforce son arsenal anti-inflation. Après avoir annoncé la fin de la hausse de son bilan (9 000Md\$) à partir du mois de mars, elle envisage aujourd'hui d'en réduire la taille de 95Md\$ par mois. Depuis le 16 mars, chacune de ses communications est l'occasion d'augmenter le nombre de hausses des taux à venir et leurs amplitudes. Leur nombre a doublé de 3 à 6 en moins d'un mois. L'amplitude cible a aussi doublé de 0,25 point à 0,5 point. Avec les 6 hausses de 0,5% envisagées en 2022, le taux directeur de la Fed progressaient de 3 points d'ici la fin de l'année à 3,5%. Alors que l'inflation dépasse 8%, que la croissance est encore solide (4% attendus en 2022 après 5,7% en 2021) et que le chômage est au plus bas depuis 1969, ce niveau ne paraît pas excessif. La BCE emboîte le pas avec encore plus de retenue. Constatant que la hausse des prix en zone euro est, à plus de deux tiers, due aux chocs énergétique et alimentaire, et que la spirale prix-salaire n'est pas enclenchée, elle se donne encore du temps. Elle maintient pour l'instant le taux directeur en dessous de 0 (-0,5% depuis 2016) et programme la fin des rachats d'actifs pour le troisième trimestre 2022. Ce rythme mesuré ne fait pas l'unanimité au sein du Conseil des gouverneurs. Les divergences d'opinion s'expriment parfois publiquement. Ainsi, Klaas Knot, Président de la Banque centrale néerlandaise, considère que « *le risque est plutôt que l'inflation à moyen terme augmente encore* ». Il poursuit : « *plus longue sera la période de forte inflation et plus importante sera la probabilité que les salaires commencent à augmenter plus tard dans l'année* ». Il insiste donc sur la nécessité de combattre les effets de second tour sur les salaires avant qu'ils ne se produisent.

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.

A ce stade, l'hypothèse d'une inflation plus durable ou plus structurelle n'est pas intégrée

De l'avis même d'un pilier de la BCE, la politique monétaire en zone euro n'intègre donc pas, à ce stade, l'hypothèse d'une inflation plus durable, entretenue par une boucle prix-salaire. Elle ne prend pas non plus en compte une inflation durablement alimentée par un choc énergétique et alimentaire entretenu par l'enlisement du conflit ukrainien ou la poursuite de la crise sanitaire. Ce constat vaut aussi pour la politique monétaire américaine. L'économiste Patrick Artus calcule qu'un tour de vis aussi énergique que durant la période Paul Volker (1979-1987), à la suite du second choc pétrolier de 1979, conduirait le taux directeur américain à 8%. S'il est probable que l'inflation soit plus durable qu'anticipé, il n'est pas exclu qu'elle soit aussi alimentée par trois forces plus structurelles : la transition énergétique, la démondialisation, la lutte contre les inégalités.

D'une part, les exigences climatiques vont augmenter le prix de l'énergie fossile et provoquer une coûteuse vague d'investissement dans des technologies propres. Dans un premier temps au moins, cette transition alimentera une inflation par les coûts. D'autre part, avec la pandémie puis le conflit ukrainien, la recherche de souveraineté devient un objectif politique prioritaire. Larry Fink, fondateur de BlackRock, premier gestionnaire d'actif mondial, écrivait même récemment : « *L'invasion russe de l'Ukraine a mis fin à la mondialisation que nous avons connue au cours des trois dernières décennies* ». Les relocalisations de productions dans les pays développés ne manqueront pas d'ajouter une pression supplémentaire sur les coûts. Enfin, alors qu'au cours des dernières années, les taux bas ont propulsé les prix des actifs notamment immobiliers à des niveaux historiques, la perception d'un accroissement des inégalités s'est diffusée. Elle se renforce aujourd'hui avec la montée brutale de l'inflation. En s'attaquant aux trois postes essentiels du budget des ménages (le chauffage, l'alimentation et les déplacements), elle rogne en priorité le pouvoir d'achat des moins fortunés et des plus précaires.

Pour l'investisseur, un changement de régime majeur se profile

Depuis 2020, l'accumulation exceptionnelle d'événements imprévisibles de portée mondiale se traduit par un changement de régime majeur. Les marchés sont confrontés à plus de conflits, d'incertitude, d'inflation et maintenant à moins de croissance. La perspective d'une accélération de la hausse des taux et d'une décélération de la progression des bénéfices met fin au « meilleur des mondes », un monde dans lequel la croissance était suffisamment forte pour assurer la prospérité sans pour autant réveiller l'inflation. Les craintes suscitées par cette perspective alimentent une plus grande prudence et donc une volatilité accrue des marchés financiers. Dans le même temps, l'aversion pour les taux réels toujours plus négatifs soutient les évaluations. Cet environnement incertain inspire la prudence, notamment vis-à-vis des belles et grosses valeurs de croissance dont les évaluations sont particulièrement sensibles aux variations des taux d'intérêt.

Représentatives d'actifs réels et affichant des évaluations raisonnables, les valeurs décotées bénéficient traditionnellement d'un regain d'intérêt dans ce type d'environnement. Ce fut le cas ce trimestre. Nous nous concentrons donc toujours sur la recherche de sociétés capables d'offrir une protection contre l'inflation et dont le prix ne reflète pas la valeur résultant de notre travail d'évaluation.

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 25 mars 2022	Volatilité 3 ans	Performances						
		T1 2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Plan Main Libre PEA *: 14 142,5 €	13,5	-3,8%	+3,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%	+4,9%
Euro-Flexible (Morningstar)	nc	-4,6%	+10,9%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%	+2,1%
Classement (base 100)	nc	35	86	88	88	11	15	22

* 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 mars 2022	Valeurs	Evolutions						
		T1 2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 902,52	-9,4%	+20,6%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%	+0,7%
Rémunération exigée en Europe*	6,85%	+0,75	+0,66	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07	-1
CAC 40 (France)	6 659,87	-6,9%	+28,9%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%	+4,9%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	4 530,41	-4,9%	+26,9%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%	+9,3%
Nasdaq (USA technologies)	14 220,52	-9,1%	+21,4%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	22 062,00	-5,7%	-14,1%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%	+0,4%
Nikkei (Japon)	27 821,43	-3,4%	+4,9%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%	+0,4%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	119 999,00	14,5%	-11,9%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%	+38,9%
Russie (RTS Index)	1 021,28	-36%	+15%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%	+52,2%
Inde (Sensex)	58 568,51	0,5%	+21,7%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%	+2,6%
Chine (SSE Composite)	3 252,20	-10,6%	+4,8%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%	-12,3%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,99%	+0,79	+0,54	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11	-0,24
Allemagne (Bund)	0,55%	+0,73	+0,39	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22	-0,43
Italie	2,04%	+0,88	+0,67	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19	+0,21
Espagne	1,44%	+0,87	+0,53	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20	-0,41
Grèce	2,66%	+1,38	+0,66	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91	-1,31
USA (US Notes)	2,35%	+0,84	+0,59	-1	-0,88	-0,27	-0,04	+0,18
Japon	0,19%	+0,12	+0,05	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01	-0,24
Autres								
Parité €/ \$	1,1089	-2,5%	-6,2%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%	-3,8%
Pétrole (BRENT \$)	107,91	+36,5%	+52,9%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%	+54,8%
Or (Once \$)	1 947,60	+6,8%	-4,1%	+24,9%	+21,2%	+5,7%	+13,7%	+8,5%

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.