

Paris, le 20 avril 2021

## **Never fight the FED**

- **Avec les vaccins, une lumière apparaît au bout du tunnel**
- L'accélération de la diffusion des vaccins ouvre la perspective d'un retour à la normale
- Les Bourses jouent le scénario d'une victoire durable sur les variants
- L'Eurostoxx 50 progresse de 9,7% ce trimestre
- **La perspective d'une reprise solide mais inégale de l'économie mondiale se confirme**
- La Chine et les Etats-Unis sont les moteurs de cette reprise, l'Europe est moins dynamique
- Aux USA, la rapidité de la vaccination et l'audace des plans de relance expliquent le rebond
- L'Europe pâtit de la timidité de ses décisions et de la complexité de son organisation
- **La reprise perceptible de l'inflation sera-t-elle temporaire ou durable ?**
- L'audace budgétaire des Etats soutenus par les banques centrales explique cette interrogation
- Les banques centrales assurent que l'inflation restera maîtrisée
- La sortie ordonnée de la thérapie monétaire n'est donc pas encore à l'ordre du jour

Cher Investisseur,

Ce trimestre, l'accélération de la diffusion des vaccins marque un tournant dans le développement de la crise sanitaire. Une prouesse scientifique exceptionnelle permet aujourd'hui de vacciner à grande échelle les populations des Etats ayant les moyens d'acheter des vaccins et de déployer la logistique nécessaire. Si ces vaccins restent durablement efficaces contre les variants successifs, les confinements et autres mesures restreignant l'activité économique pourraient bientôt n'être qu'un mauvais souvenir. Les marchés continuent de privilégier ce scénario. L'Europe, qui ne brille ni par la rapidité de la campagne de vaccination, ni par l'audace de ses plans de relance, affiche le meilleur score de ce début d'année. Au 31 mars, l'Eurostoxx 50 et le CAC 40 progressent de plus de 9% (respectivement 9,7% et 9,3%).

La perspective d'une reprise solide mais inégale de la croissance se confirme. La Chine et les Etats-Unis en sont les principaux moteurs. Aux Etats-Unis, la rapidité de la vaccination et l'audace des plans de relance nourrissent un rebond qui s'accompagne d'une remontée de l'inflation, dont le rythme a doublé depuis le début de l'année (+2,6% en rythme annuel en mars). Tirant les leçons du resserrement monétaire prématuré de 2018, les banques centrales maintiennent leur politique accommodante. Reste que les plans de relance se multiplient et que les priorités politiques associées (lutte contre les inégalités croissantes, les excès de la mondialisation, ou le réchauffement climatique) sont par nature inflationnistes.

La sortie ordonnée de la thérapie monétaire n'est pas encore à l'ordre du jour. Chacun se sent donc toujours sous la protection des banques centrales. L'impression de « *meilleur des mondes* » se prolonge. Un monde dans lequel la croissance serait assez solide pour dynamiser l'emploi et tirer les bénéfices des sociétés sans pour autant réveiller l'inflation. Une fois de plus ce trimestre, le dicton boursier « *never fight the Fed* » s'applique. La perplexité des investisseurs s'illustre tout de même dans la hausse des taux longs, aux Etats-Unis notamment, où ils ont pratiquement doublé en trois mois (de 0,9% à 1,7%). Dans ce contexte singulier, l'optimisme généralisé nous incite à une certaine prudence.

*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'accélération de la diffusion des vaccins est une lumière au bout du tunnel***

Ce trimestre, l'accélération de la diffusion des vaccins marque un tournant dans le développement de la crise sanitaire. Si le virus et ses variants continuent de se propager dans le monde, une prouesse scientifique exceptionnelle permet aujourd'hui de vacciner à grande échelle les populations des Etats ayant les moyens d'acheter des vaccins et de déployer la logistique nécessaire. Aux Etats-Unis, Joe Biden annonce l'immunité collective pour l'été prochain. L'Europe vise la vaccination de 70% de sa population pour l'été. Si ces vaccins restent durablement efficaces contre les variants successifs, les confinements et autres mesures restreignant l'activité économique pourraient bientôt n'être qu'un mauvais souvenir. Selon, le CEO de Pfizer, « *un retour à une vie normale est possible à l'automne en Europe* ». Les marchés continuent de privilégier ce scénario dans lequel les vaccins auront bientôt remporté le match contre les variants, assurant un retour rapide de la croissance économique. Ce trimestre, les performances des indices sont néanmoins inversement proportionnelles aux succès des Etats dans la lutte contre la pandémie. La Bourse chinoise baisse de 0,9%. Aux Etats-Unis, le S&P500 progresse de 5,8% et le Nasdaq de 2,8%. L'Europe, qui ne brille ni par la rapidité de la campagne de vaccination ni par l'audace de ses plans de relance affiche le meilleur score de ce début d'année. Au 31 mars, l'Eurostoxx 50 et le CAC 40 progressent de plus de 9% (respectivement 9,7% et 9,3%). Ils rattrapent une partie du retard accumulé ces derniers trimestres.

## ***Plus d'un an après le début de pandémie, les résultats de la lutte sont contrastés***

Il y a à peine plus d'un an, tous les pays du monde étaient pratiquement sur la même ligne de départ face à une pandémie venue de Chine. La Covid 19 frappait sans discernement. Les différentes stratégies mises en œuvre depuis pour combattre ce virus ont produit des résultats contrastés. Les îles (notamment l'Australie, Singapour, Taiwan), les Etats isolés derrière leurs frontières (Israël, la Corée du Sud...) et les dictatures (en particulier la Chine) ont gagné la partie. Elles ont en commun d'avoir su mettre rapidement en œuvre une stratégie « 0 covid » en imposant 1) un confinement initial strict 2) le respect généralisé des gestes barrières 3) une politique de test de traçage et d'isolement efficace. Les Etats-Unis ont raté cette étape mais se rattrapent en vaccinant à marche forcée (150 millions de doses administrées début avril, 30% de la population ayant reçu au moins une dose). L'administration Biden bénéficie aujourd'hui du succès de l'ambitieux programme OWS (Operation Warp Speed) mis en place dès avril 2020 (plus de 10 Milliards de fonds fédéraux mobilisés pour le développement de vaccins). Comme les Etats-Unis, la Russie et la Chine ont aussi investi massivement sur le vaccin avec des succès controversés mais rapides. Parmi les grands pays, le Brésil et l'Inde n'ont pas su (voulu) imposer le respect des gestes barrières et la distanciation sociale. L'épidémie y est toujours virulente. Les autorités peinent à en prendre le contrôle, avec des conséquences sanitaires et économiques problématiques. Plus généralement, les pays en développement souffrent du manque de moyens et de structures pour gérer cette crise. Le FMI estime à 95 millions, le nombre de personnes qui basculeront dans l'extrême pauvreté en 2021.

Les démocraties européennes n'ont pas brillé dans cette compétition. Elles n'ont pas su mettre en place une stratégie « 0 covid » et n'ont pas non plus sécurisé suffisamment vite leur approvisionnement en vaccins. Elles ont donc multiplié les séquences de confinement-déconfinement, plombant le moral des populations et l'activité économique. De surcroit, la France et l'Europe du Sud, ont été plus particulièrement affectées, du fait d'une exposition marquée à certains secteurs particulièrement malmenés (tourisme, hôtellerie-restauration, événementiel ou aéronautique).

*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.*

## ***La perspective d'une reprise solide mais inégale de l'économie mondiale se confirme***

Comme on pouvait l'anticiper, dès que les restrictions sont allégées, l'économie rebondit instantanément. L'efficacité de la gestion du volet sanitaire de cette crise est donc un déterminant essentiel du rythme de la reprise. Dans cette compétition, la Chine et les Etats-Unis dominent. Début avril, le FMI a une nouvelle fois relevé ses anticipations pour la croissance économique dans le monde de 5,5% à 6% en 2021 et de 4,2% à 4,4% en 2022. Après la contraction de 3,3% en 2020, l'ampleur et la rapidité du rebond attendu se confirme. Le rythme de cette reprise devrait être néanmoins inégal en fonction des pays et des secteurs. L'Europe y participe plus modestement. Sans surprise, la Chine et les Etats-Unis sont les principaux moteurs de cette accélération. De nombreux pays émergents resteront à la traîne.

## ***La Chine et les Etats-Unis en sont les principaux moteurs***

La Chine était déjà le seul pays à afficher une croissance économique en 2020. Elle continuera à creuser l'écart en 2021 (+8,4% attendu) et 2022 (+5,6%). Aux Etats-Unis, la reprise attendue accélère aussi. Les dernières prévisions du FMI sont en hausse de 1,3 point en 2021 (+6,4% contre 5,1% précédemment) et de 1 point en 2022 (+3,5% contre 2,5% précédemment). L'économie américaine bénéficie de la combinaison d'une campagne de vaccination de masse efficace et de plans de relance audacieux décidés et mis en œuvre avec une rapidité exceptionnelle. Ainsi, les 2/3 des 1 900 Mrd\$ de mesures de soutien aux ménages et aux entreprises prévus par l'American Rescue Plan de la nouvelle administration Biden devraient être dépensés d'ici la fin de l'année 2021. Par ailleurs, Joe Biden a aussi dévoilé un nouveau plan pluriannuel d'investissement dans les infrastructures, les technologies, la recherche et la transition énergétique. Cette enveloppe supplémentaire de 2 250 Mrd\$ (10% du PIB) doit être étalée sur 8 ans. Elle sera en partie financée par une hausse de la fiscalité des entreprises (taux minimum d'imposition des multinationales de 21%, hausse de 21% à 28% du taux d'impôt sur les sociétés) mais gonflera encore un endettement public estimé à 22 500 Mrd\$ avant ses mesures (102,3% du PIB selon les chiffres du Congrès). En Europe, les perspectives économiques sont bridées par la lenteur des processus de décision et le manque d'audace des mesures de soutien à l'économie. Trop timide dans sa stratégie vaccinale, l'Europe peine aussi à mettre en œuvre le plan de relance « Next generation UE ». Son calibrage est modeste (4% du PIB de l'Union). Son exécution pâtit de la complexité de la gouvernance européenne. Dans le meilleur des cas, ce plan devrait être opérationnel en fin d'été 2021, plus d'un an après son annonce. Aussi, après un recul de 6,6% en 2020 (deux fois plus intense que la moyenne mondiale), le rebond attendu de l'activité en zone euro devrait être inférieur à la moyenne mondiale (+4,4% en 2021 puis +3,8% en 2022). Le niveau d'activité d'avant crise ne serait alors atteint que mi-2022.

## ***Cette reprise s'accompagne d'une remontée de l'inflation***

Au secours ! l'inflation semble de retour, particulièrement dans les pays dynamiques comme les Etats-Unis et la Chine. A partir d'une base de comparaison affaiblie par les premières mesures de confinement prises il y a un an, la reprise produit une hausse du prix pétrole et des matières premières, l'envolée des tarifs du fret maritime, des tensions sur les composants notamment électroniques. Ainsi, début avril, la hausse des prix à la production chinois atteint 4,4% (4,2% aux Etats-Unis). Les prix à la consommation américains accélèrent aussi (+2,6% sur un an en avril). Le rythme est deux fois plus élevé qu'en début d'année 2021. Même atténuée, cette tendance est aussi perceptible en zone euro où l'indice des prix est passé de -0,3% à +1,3% depuis le début de l'année.

*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'accélération de l'inflation sera-t-elle temporaire ou deviendra-t-elle durable...***

Une hirondelle fera-t-elle le printemps ? Appliquée à l'inflation, la question de la pérennité des tendances observées ces derniers trimestres mérite d'être posée. Particulièrement lorsqu'il s'agit des Etats-Unis, où la Fed et Wall-Street dictent toujours la tendance en Europe, tant sur les taux que sur les actions. L'orientation des politiques monétaires, notamment le calendrier et le rythme de leur normalisation inéluctable, donc la fébrilité des investisseurs, en dépend.

Jusqu'à présent, l'accélération de l'inflation est perçue comme temporaire. Un consensus s'est installé autour de l'idée qu'une inflation faible est durable parce que dépendant de facteurs structurels : 1) la mondialisation offre un réservoir sans cesse renouvelé de main d'œuvre abondante, même lorsque le taux de chômage est bas, 2) le vieillissement, voire la baisse de la population de certains pays développés, pénalise la consommation, 3) la hausse des inégalités comprime la demande, 4) les changements technologiques « uberisent » des pans entiers de l'économie. Des deux côtés de l'Atlantique, les discours des banques centrales et leurs prévisions chiffrées illustrent cette perspective. Après une poussée à 2,4% en 2021, la Fed anticipe un retour vers 2% à partir de 2022. Le profil retenu par la BCE est identique (1,5% en 2021, 1,2% en 2022).

### ***... alimentée par l'audace budgétaire des Etats et le soutien des banques centrales***

Reste qu'avec la multiplication de plans de relance toujours plus massifs, la question de la surchauffe à venir de l'économie se pose. Particulièrement aux Etats-Unis, où la somme des deux plans de la nouvelle administration démocrate représente plus de 20% du PIB du pays. Les priorités politiques associées à ces plans (lutte contre les inégalités croissantes, transition énergétique, renforcement de la souveraineté...) portent aussi en elles un potentiel inflationniste. La lutte contre les inégalités se traduit par la distribution de pouvoir d'achat et par un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux salariés. La multiplication des exigences associées à la protection de l'environnement augmente les coûts de production des biens et des services. Le retour du concept d'Etat-Nation et la montée des protectionnismes sont aussi inflationnistes. D'ailleurs, les anticipations d'inflation progressent significativement depuis quelques trimestres. En un an, elles ont doublé pour atteindre 2,4% (10-year Breakeven Inflation Rate). Ce niveau est maintenant supérieur à celui qui prévalait avant la crise sanitaire (1,65%) et tutoie les sommets de ces dix dernières années.

### ***La Fed et la BCE ont tiré les leçons du resserrement monétaire trop précoce de 2018***

Durable ou temporaire, cette question s'est déjà posée durant l'été 2018, alors que l'inflation rejoignait voire dépassait le seuil de 2% inscrit dans le mandat des principales banques centrales. La Fed, comme la BCE, avaient alors décidé de normaliser progressivement leur politique monétaire. L'économie ainsi que les marchés financiers en avaient souffert au second semestre 2018. L'inflation avait reculé rapidement. Tirant les leçons de cette expérience, les banques centrales continuent d'apporter leur concours aux efforts budgétaires des Etats. Aux Etats-Unis, la Fed confirme que sa priorité reste de favoriser la reprise du marché de l'emploi. Elle constate que les 12,5 millions d'emplois créés ces derniers trimestres ne compensent pas les 22 millions d'emplois détruits au printemps 2020. 9,5 millions d'emplois manquants justifient à eux-seuls le maintien d'une politique accommodante.

*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.*

***La sortie ordonnée de la thérapie monétaire n'est pas encore à l'ordre du jour***

Un rythme de croissance historique et des plans de relance toujours plus massifs ne suffisent pas à infléchir l'orientation de la politique monétaire. Puisque la sortie de la thérapie monétaire n'est pas à l'ordre du jour, chacun se sent donc toujours à l'abri, sous la protection bienveillante des banques centrales. L'impression de « *meilleur des mondes* », dans lequel la croissance serait assez solide pour dynamiser l'emploi et tirer les bénéfices des sociétés sans pour autant réveiller l'inflation se prolonge. Une fois de plus ce trimestre, le dicton boursier « *never fight the Fed* » s'applique.

Pourtant, il est toujours aussi difficile d'imaginer que la création monétaire ex-nihilo et un endettement croissant puissent financer les plans de relance des Etats, l'investissement des entreprises et le pouvoir d'achat des ménages, sans que la question de la solvabilité des agents économiques ne se pose, les créanciers ne s'inquiètent, l'inflation ne revienne ou pire, la défiance vis-à-vis des monnaies ne s'installe.

Ce trimestre, la perplexité des investisseurs s'illustre tout de même dans la hausse des taux long. Aux Etats-Unis notamment, où ils ont pratiquement doublé en trois mois (de 0,9% à 1,7%). Si elle se prolongeait, cette hausse des taux pénaliserait, en premier lieu, les valeurs de croissance notamment dans le secteur du luxe et des technologies. Les modèles d'actualisation de cash-flows futurs utilisés pour évaluer ce type de société sont particulièrement sensible au paramètre « taux ». Ainsi, selon notre modèle, une hausse de 100 points (1%) du taux d'actualisation retenu réduit mécaniquement l'évaluation d'une société de plus de 20%. Dans ce contexte singulier, l'optimisme généralisé nous incite à une certaine prudence.

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 26 mars 2021	Volatilité 3 ans	Performances						
		T1 2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Plan Main Libre PEA *:	13,4	+1,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%	+4,9%	+14,7%
Euro-Flexible (Morningstar)	12	+4,1%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%	+2,1%	+3,3%
Classement (base 100)	na	77	88	88	11	15	22	3

\* 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 2021	Valeurs	Evolutions						
		T1 2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Europe</b>								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 919,21	+9,7%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%	+0,7%	+4,5%
Rémunération exigée en Europe*	3,33	0	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07	-1	-1,3
CAC 40 (France)	6 067,23	+9,3%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%	+4,9%	+8,5%
<b>Etats-Unis</b>								
S&P 500 (USA)	3 972,89	+5,8%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%	+9,3%	-0,5%
Nasdaq (USA technologies)	13 246,87	+2,8%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%	+6,1%
<b>Asie</b>								
Hang Seng (Hong Kong)	28 366,00	+4,2%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%	+0,4%	-7,2%
Nikkei (Japon)	29 178,80	+6,3%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%	+0,4%	+9,1%
<b>Emergents</b>								
Brésil (Bovespa Index)	116 633,72	-2%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%	+38,9%	-13,3%
Russie (RTS Index)	1 477,11	+6,5%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%	+52,2%	-4,3%
Inde (Sensex)	49 509,15	+3,4%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%	+2,6%	-5,6%
Chine (SSE Composite)	3 441,91	-0,9%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%	-12,3%	+9,4%
<b>Taux 10 ans</b>								
France (OAT)	-0,05%	+0,29	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11	-0,24	+0,09
Allemagne (Bund)	-0,30%	+0,28	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22	-0,43	+0,09
Italie	0,66%	+0,16	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19	+0,21	-0,27
Espagne	0,33%	+0,29	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20	-0,41	+0,17
Grèce	0,86%	+0,23	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91	-1,31	-1,26
USA (US Notes)	1,73%	+0,81	-1	-0,88	-0,27	-0,04	+0,18	+0,10
Japon	0,10%	+0,09	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01	-0,24	-0,06
<b>Autres</b>								
Parité €/§	1,1727	-3,4%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%	-3,8%	-10,7%
Pétrole (BRENT §)	63,57	22,9%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%	+54,8%	-36,3%
Or (Once §)	1 707,9	-10,2%	+24,9%	+21,2%	+5,7%	+13,7%	+8,5%	-10,3%

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.