

Paris, le 19 octobre 2021

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

- ***La dynamique d'activité s'essouffle ce trimestre***
 - *Dans le monde développé, les pénuries en tout genre se multiplient*
 - *En Chine, les injonctions politiques et la résurgence sporadique du virus pèsent sur l'activité*
 - *L'Eurostoxx 50 cède 0,4% ce trimestre*
- ***L'inflation n'est plus seulement un sujet de débat théorique entre experts***
 - *Elle s'invite dans la vie quotidienne des consommateurs et des électeurs*
 - *La BCE et la Fed continuent de gagner de temps et attendent un ralentissement de l'inflation*
 - *Quoi qu'il arrive, les finances publiques, l'économie et l'euro ont besoin de leur soutien*
- ***Moins de croissance et plus d'inflation, un changement de régime s'annonce***
 - *Les conditions d'un retour en grâce des valeurs décotées se met en place*
 - *Un nombre croissant de professionnels, souvent talentueux, anticipe ce mouvement*
 - *Notre expérience et notre processus de gestion sont des atouts pour en profiter*

Cher Investisseur,

Les sujets de préoccupation se sont accumulés ce trimestre. L'économie ralentit. La désorganisation des outils industriels, logistiques et de transport liée aux confinements/déconfinements successifs provoque des à-coups de l'offre et de la demande et crée des goulets d'étranglement. Dans la plupart des pays développés, le soutien budgétaire aux économies provoque un surplus de demande amplifiant le phénomène. En Chine, les injonctions politiques et la résurgence sporadique du virus freinent l'activité et provoquent des tensions géopolitiques. L'inflation, au contraire, confirme sa vigueur de trimestre en trimestre. Cet environnement associé à l'atterrissage inéluctable des bénéfices en 2022 alimente la nervosité des investisseurs et donc la volatilité des marchés. Sur le trimestre, les principales Bourses du monde ont fait du surplace. L'Eurostoxx 50 et le Nasdaq américain cèdent chacun 0,4%. Le CAC 40 et le S&P 500 progressent de 0,2%.

L'inflation n'est plus seulement un sujet de débat théorique entre économistes ou banquiers centraux. Elle s'invite dans le quotidien des consommateurs et des électeurs et alimente des revendications salariales croissantes. Difficile de savoir aujourd'hui si l'inflation sera durable ou temporaire. La Fed et la BCE continuent de gagner du temps ce trimestre. Pour qualifier l'inflation, elles ont récemment créé le concept de « *temporaire mais plus durable qu'anticipé* ». Quoi qu'il arrive, elles semblent condamnées à continuer d'assurer la solvabilité des Etats.

Pris entre l'essoufflement de la croissance, le regain d'inflation et la crainte d'un durcissement des politiques monétaires, les marchés financiers sont potentiellement confrontés à un changement majeur de régime. Dans ce nouvel environnement, l'écart d'évaluation entre les valeurs de croissance et les valeurs décotées serait moins justifié. Notre processus de gestion structuré et notre expérience dans ce domaine seront des atouts pour profiter d'un retour en grâce des valeurs décotées.

****Alan Greenspan, Président de la Reserve fédéral 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.

Les marchés à l'épreuve d'une accumulation de sujets compliqués ce trimestre

Les sujets de préoccupation se sont accumulés ce trimestre. L'économie ralentit. Elle souffre aujourd'hui des fragilités spécifiques de cette période post-confinement. D'une part, la pandémie a bouleversé le quotidien de la plupart des terriens. Les comportements, les aspirations, les habitudes de vie et de consommation ont été modifiés. Si la composante structurelle de ces changements reste à évaluer, ils ont parfois modifié sensiblement la dynamique d'activité par secteur. D'autre part, les successions de confinements/déconfinements ont provoqué des à-coups sur l'offre mais aussi sur la demande, désorganisant les outils industriels, les chaînes logistiques et de transport. Dans un nombre croissant de secteurs, des pénuries de matières premières, de composants ou de main-d'œuvre apparaissent. Les soutiens budgétaires massifs et certains facteurs spécifiques, tels que les préoccupations politiques et environnementales chinoises accentuent la tendance. Par endroit, les menaces ponctuelles de résurgence de la pandémie amplifient le phénomène. La multiplication des goulets d'étranglement limite la capacité à satisfaire la demande. Elle provoque aussi des hausses de prix parfois très brutales dans un nombre croissant de secteurs. L'inflation confirmant son réveil, les taux longs, bien que toujours sages grâce aux banques centrales, se tendent. Dans certains secteurs, notamment la promotion immobilière en Chine, la baisse d'activité (-36% en un an) se traduit par des défauts de paiement. La hausse du prix de l'énergie et des matières premières, tout comme les pénuries menace la reprise. Des tensions géopolitiques alimentées par l'expansionnisme chinois (accord Aukus, revendications sur Taiwan...) ajoutent du stress. Cette accumulation refroidit un peu plus l'optimisme d'investisseurs déjà préoccupés par l'atterrissage inéluctable des bénéficiaires en 2022 après une année 2021 exceptionnelle. La volatilité, expression de la nervosité ambiante, a progressé ce trimestre. Les principales Bourses du monde ont fait du surplace. L'Eurostoxx 50 et le Nasdaq américain cèdent chacun 0,4%. Le CAC 40 et le S&P 500 progressent de 0,2%.

L'essoufflement de la croissance est particulièrement sensible en Chine

Même si l'essoufflement de l'activité est général, sa dynamique est très inégale selon les régions du monde. Les pays en développement sont particulièrement fragilisés par le manque de moyens, d'infrastructures et d'organisation pour lutter contre la pandémie. Les démocraties occidentales s'en sortent bien. Même revue en baisse, la croissance américaine reste solide. Elle bénéficie de l'énorme stimulus (15% de déficit budgétaire en 2021) mis en œuvre pour lutter contre la pandémie et réduire les inégalités. Jusqu'à septembre, des indemnités de chômage fédérales exceptionnelles ont soutenu la consommation. La hausse du salaire horaire moyen (4,6% sur un an) prend le relais. L'industrie manufacturière bénéficie particulièrement de cet environnement. La situation est comparable en Europe. La conjoncture y est moins soutenue mais toujours vive. Les pénuries de composants expliquent l'essentiel du ralentissement. Elles participent de façon temporaire aux tensions inflationnistes grandissantes. En Chine, la pression est plus forte du fait d'une accumulation de facteurs spécifiques. D'une part, une volonté politique de reprise en main de nombreux secteurs s'affirme sous le concept de « prospérité commune ». D'autre part, la résurgence ponctuelle de l'épidémie de COVID dans plusieurs régions du pays a conduit à de nouveaux confinements. Ils impactent la demande mais aussi l'offre, en désorganisant les industries manufacturières et les activités logistiques et portuaires concernées. Enfin, à l'approche des jeux Olympiques d'hiver de Pékin (février 2022), les préoccupations environnementales ont conduit à des fermetures administratives de centrales électriques à charbon ou d'outils industriels polluants. Plus généralement, la croissance mondiale ayant été tirée par des éléments exceptionnels en 2021, l'année 2022 s'annonce moins dynamique. La durée des perturbations de l'organisation du travail, des chaînes logistiques et des pénuries associées est une incertitude supplémentaire.

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'inflation s'invite dans le quotidien des consommateurs et des électeurs...

Alors que la croissance toujours solide donne des signes d'essoufflement, l'inflation au contraire confirme sa vigueur de trimestre en trimestre. Aux Etats-Unis, elle culmine à 5,3% en septembre. En zone euro, l'indice publié par la BCE s'envole aussi. Il passe de +1,9% en juin à +3,4% en septembre. Particulièrement pénalisés par la hausse des intrants (énergie, matières premières, composants) les prix à la production s'affolent un peu partout dans le monde. Ils atteignent un rythme de +9,5% en Chine, de +8,3% aux Etats-Unis et même de +13,4% en zone euro. Ce dernier chiffre est deux fois plus élevé qu'en juin.

L'inflation n'est plus uniquement un sujet de débat théorique entre économistes ou banquiers centraux. Elle s'invite aussi dans le quotidien des consommateurs et des électeurs. Les déplacements, le chauffage et l'alimentation, trois des piliers essentiels des budgets des ménages sont aujourd'hui en première ligne. Dans les pays développés, ces tendances nouvelles s'additionnent à la hausse des prix des actifs. Alors qu'une part croissante de la population ne peut déjà plus s'offrir un logement, elle voit maintenant son pouvoir d'achat rogné par la hausse rapide de ses dépenses contraintes. La perception d'un accroissement des inégalités entre les propriétaires d'actifs immobiliers ou financiers, et le reste de la population, notamment les plus jeunes, se renforce.

... et légitime des revendications salariales croissantes

Ces hausses de prix alimentent des revendications salariales croissantes. Les secteurs confrontés à des pénuries de main-d'œuvre sont les plus concernés. Dans les démocraties occidentales, ces revendications sont de plus en plus considérées comme légitimes et leur prise en compte politiquement nécessaire.

Ainsi, aux Etats-Unis, l'administration Biden a fait de la lutte contre les inégalités une des priorités de son mandat, avec pour objectif de ramener vers l'emploi une part significative de la population active aujourd'hui disparue des statistiques. Sur un an, les salaires horaires moyens progressent de +4,6% en septembre. En zone euro, l'Espagne fait office de pionnier. Entre 2019 et 2021, le salaire minimum y a été augmenté de près de 30%. La poursuite de ce mouvement est déjà programmée jusqu'à 2023 afin de hisser ce minimum au niveau de la moyenne européenne. Dans la plupart des pays de la zone euro, notamment en France, les secteurs dans lesquels les pénuries de main d'œuvre sont structurelles (restauration, BTP, services à la personne...), des revalorisations salariales significatives ont été annoncées récemment ou sont en cours de négociation. Ainsi, le vice-président de la BCE, Luis de Guindos, s'inquiétait récemment des risques de dérapage des salaires à venir. D'autant qu'une inflation plus structurelle est inscrite dans les trois principaux objectifs politiques des plans de relance massifs en cours d'adoption aux Etats-Unis et en Europe : La lutte contre les inégalités par la hausse des salaires qu'elle implique, la transition énergétique par le renchérissement du prix de l'énergie qu'elle provoque déjà et la souveraineté par le protectionnisme qu'elle promeut.

Si les arguments en faveur d'une inflation plus durable ont pris de l'épaisseur ce trimestre, les facteurs temporaires restent bien identifiés. Dans les phases de reprise, les hausses de l'énergie et des matières premières en font traditionnellement partie. Les goulets d'étranglement de cette période particulière amplifient le phénomène en particulier pour les biens durables. Le débat reste ouvert. Comme l'avouait Bruno Lemaire récemment : « *[Phénomène] transitoire ou non, personne n'a la réponse* ».

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 principales banques centrales continuent de gagner du temps

Moins de croissance et plus d'inflation, les banques centrales sont potentiellement confrontées à un changement de régime significatif. Le « meilleur des mondes », dans lequel elles pouvaient créer de la monnaie pour soutenir l'activité et les finances publiques sans se soucier de l'inflation est en voie de disparition. La hausse rapide du prix de l'énergie et des matières premières fait même renaître le spectre d'une stagflation, combinaison désagréable d'une croissance anémique et d'une inflation forte.

Dans ce contexte de transition à l'issue incertaine, quelques banques centrales ont déjà annoncé un durcissement de leur politique monétaire. La liste est courte mais s'allonge. En Russie, c'est en mars dernier qu'a débuté un cycle de hausse des taux. A 7,4%, l'inflation y est deux fois supérieure à l'objectif. En Norvège, la décision a été annoncée fin septembre. Au même moment, en Angleterre, la perspective d'une inflation temporairement supérieure à 4% d'ici la fin de l'année 2021 a conduit la banque centrale à stopper par anticipation ses achats d'obligations. Elle prépare même les esprits à une hausse des taux début 2022. De leur côté, la Fed et la BCE continuent de gagner du temps ce trimestre. Pour qualifier l'inflation, elles ont récemment créé le concept de « *temporaire mais plus durable qu'anticipé* ». Comme l'expliquait récemment Christine Lagarde, Présidente de la BCE, « *le principal défi est de s'assurer que nous ne réagissons pas de manière excessive à des chocs d'approvisionnement transitoires qui n'ont aucune incidence sur le moyen terme* ». La Fed partage cette opinion. En scrutant plus attentivement le marché de l'emploi que l'inflation, elle tente de ne pas reproduire l'erreur du resserrement monétaire prématuré initié à partir de l'été 2018.

Des politiques monétaires plus durablement « non conventionnelles » qu'anticipé ?

Si personne ne sait aujourd'hui si l'inflation est temporaire ou durable, on comprend aisément pourquoi la Fed et la BCE préféreraient qu'elle soit temporaire. Contribuer à la solvabilité des Etats, comme elles le font depuis des années, et lutter contre l'inflation sont deux objectifs difficiles à concilier. Or, la solvabilité des Etats et la dynamique de la plupart des économies développées dépendent aujourd'hui des taux bas résultant des politiques monétaires « non conventionnelles ». Sans elles, les principales économies de la planète ne pourraient plus être stimulées par des déficits budgétaires et des dettes publiques records. L'Euro, lui, aurait même du mal à survivre aux divergences des trajectoires économiques et budgétaires de ses membres.

Or, si l'inflation était plus forte et plus structurelle, chacun attendrait que les banques centrales réduisent puis arrêtent leurs achats d'obligations. Cette normalisation des politiques monétaires serait nécessaire parce que la lutte contre l'inflation est au cœur du mandat des banques centrales, mais aussi pour rassurer les investisseurs et éviter qu'ils n'exigent une rémunération plus élevée pour souscrire de nouvelles obligations. La Fed, comme la BCE, ont d'ailleurs commencé à s'engager sur ce chemin. En septembre, la BCE a « recalibré » son programme « urgence pandémie ». L'enveloppe de 80Md€ par mois serait réduite d'environ 10Mds€ (montant non confirmé). Dans ses communications récentes, la Fed suggère qu'elle pourrait aussi entamer une réduction de ses interventions dès novembre prochain, à un rythme potentiel de 10Mds\$ par mois. Mais ce chemin est semé d'embûches. Si la solvabilité des Etats, la croissance économique ou l'euro étaient en danger, alors, laisser l'inflation filer un peu plus vite serait un moindre mal. D'autant qu'une longue période de taux réels négatifs réduirait l'endettement des Etats par la hausse du PIB née de l'inflation et non par une contraction des déficits trop préjudiciable à l'activité. S'ils penchaient pour ce scénario, les banquiers centraux éviteraient soigneusement d'expliquer clairement leur choix.

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 revanche des valeurs décotées

Pris entre l'essoufflement de la croissance, le regain d'inflation et la crainte d'un durcissement des politiques monétaires, les marchés financiers sont potentiellement confrontés à un changement majeur de régime. L'accélération de la hausse des taux et la décélération de la progression des bénéfices au programme aujourd'hui renforcent cette crainte. Ce serait la fin du « meilleur des mondes ».

Les belles et grosses valeurs de croissance, en particulier dans les secteurs des technologies et du luxe seraient alors fragilisées par l'ajustement des évaluations associé à la hausse des taux d'intérêt plus que par le ralentissement de la croissance de leurs bénéfices. Notre modèle d'actualisation des flux de trésorerie réduit de 20% la valeur d'un actif pour chaque point de hausse des taux. La perspective d'un ralentissement chinois plus structurel qu'anticipé aujourd'hui serait un facteur de risque supplémentaire pour les valeurs du luxe. Dans ce nouvel environnement, l'écart d'évaluation entre les valeurs de croissance et les valeurs décotées serait moins justifié.

Un nombre croissant de professionnels, souvent talentueux, se prépare à une revanche des valeurs décotées. ODDO BHF a annoncé récemment l'acquisition de Métropole Gestion, spécialiste historique de la gestion « value », à un point de retournement selon eux. Le fonds activiste Amber Capital partage cette analyse et explique : « *Il y a eu une asymétrie dans la remontée des Bourses avec des secteurs comme la tech en surchauffe et d'autres délaissés. Cela crée des opportunités sur les actions européennes...* ». Les conditions d'un retour en grâce des valeurs décotées nous semblent réunies. Notre processus de gestion structuré et notre expérience dans ce domaine seront des atouts pour profiter de ce mouvement.

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 24 septembre 2021	Volatilité 3 ans	Performances						
		T3 2021	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Plan Main Libre PEA *: 15 030,2 €	13,44	+3,1%	+6,3%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%	+4,9%
Euro-Flexible (Morningstar)	11,97	-0,1%	+8%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%	+2,1%
Classement (base 100)	na	nc	60	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 30 septembre 2021	Valeurs	Evolutions						
		T3 2021	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	4 048,08	-0,4%	+13,8%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%	+0,7%
Rémunération exigée en Europe*	5,88%	+0,56	+0,62	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07	-1
CAC 40 (France)	6 520,01	+0,2%	+17,4%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%	+4,9%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	4 307,54	+0,2%	+14,7%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%	+9,3%
Nasdaq (USA technologies)	14 448,60	-0,4%	+12,1%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	24 575,64	-14,8%	-9,8%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%	+0,4%
Nikkei (Japon)	29 462,56	+2,3%	+7,4%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%	+0,4%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	110 979,00	-12,5%	-6,8%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%	+38,9%
Russie (RTS Index)	1 777,74	+7,5%	+28,1%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%	+52,2%
Inde (Sensex)	59 126,36	+12,7%	+23,5%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%	+2,6%
Chine (SSE Composite)	3 568,17	-0,6%	+2,7%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%	-12,3%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,15%	+0,02	+0,50	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11	-0,24
Allemagne (Bund)	-0,20%	0	+0,37	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22	-0,43
Italie	0,84%	+0,02	+0,34	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19	+0,21
Espagne	0,44%	+0,02	+0,40	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20	-0,41
Grèce	0,93%	+0,10	+0,30	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91	-1,31
USA (US Notes)	1,48%	+0,02	+0,57	-1	-0,88	-0,27	-0,04	+0,18
Japon				+0,04	-0,07	-0,08	+0,01	-0,24
Autres								
Parité €/ \$	1,1581	-2,3%	-4,6%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%	-3,8%
Pétrole (BRENT \$)	78,52	+4,5%	+51,8%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%	+54,8%
Or (Once \$)	1 755,50	-0,9%	-7,7%	+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.