

Paris, le 18 janvier 2022

**TINA, There Is No Alternative**

- **TINA, There Is No Alternative**
  - L'inflation confirme son réveil ce trimestre alors que la croissance ralentit
  - L'aversion pour les placements à taux négatifs soutient les actions
  - L'Eurostoxx 50 progresse de 20,6%
- **Qualifier les perspectives d'inflation reste un sujet de débat ouvert**
  - « Durable » ou « temporaire », la vérité des prix sortira en 2022
  - La Fed sort son arsenal anti-inflation, la BCE attend qu'elle disparaisse d'elle-même
  - Un retour plus durable de l'inflation en zone euro n'est pas anticipé
- **Chacun se sent toujours sous la protection rassurante des banques centrales**
  - La recherche de rendement à tout prix soutient les actions
  - Les valeurs de croissance sont les plus sensibles au risque inflationniste
  - L'investissement dans les valeurs décotées redevient d'actualité

Cher Investisseur,

L'année 2021 se termine avec la confirmation du réveil d'une l'inflation plus durable et plus soutenue qu'anticipé initialement associée au ralentissement de la croissance mondiale. L'apparition d'Omicron, nouveau variant du coronavirus amplifie ces tendances. La dynamique nouvelle de l'inflation et les risques associés n'ont pas refroidi l'ardeur des investisseurs ce trimestre. L'Eurostoxx 50 gagne 6,4%. Il termine l'année en hausse de 20,6%.

Plus encore que les années précédentes, l'action des banques centrales a été déterminante. Les taux qu'elles maintiennent bas alors que l'inflation revient produisent des taux réels chaque jour plus négatifs, érodant le pouvoir d'achat des liquidités et des obligations. L'aversion aux taux négatifs et la recherche de rendement à tout prix soutient les indices. Le coût de la protection contre des risques pourtant bien identifiés devient exorbitant. Qualifier les perspectives d'inflation est un sujet de débat central aujourd'hui. Les analyses de la Fed et de la BCE divergent. Confrontée au plein emploi, la Fed intervient pour éviter l'amorce d'une boucle prix-salaires. La BCE attend pour l'instant que l'inflation disparaisse toute seule.

Chacun retient donc que l'inflation amorcera son déclin dès 2022. Pourtant, même au sein des instances dirigeantes des banques centrales, cette anticipation ne fait pas l'unanimité. Des changements structurels notamment la montée des inégalités, la transition énergétique ou le retour du concept d'Etat-nation, pourraient provoquer une accélération du régime de la hausse des prix. La peur que pourrait légitimement susciter cette perspective est aujourd'hui moins forte que l'aversion pour les placements à taux réels négatifs. Nous estimons donc que les risques sont aujourd'hui asymétriques. Si, conformément aux anticipations chiffrées de la Fed, de la BCE, l'inflation s'assagit dès 2022, cette nouvelle ne serait pas une surprise. Dans le cas contraire, il n'est pas exclu que la peur prenne le dessus. Les belles et grosses valeurs de croissance ayant bénéficié du phénomène TINA seraient alors les plus exposées.

*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.*

## ***Malgré une accumulation confirmée de sujets compliqués, l'année se termine en hausse***

L'année 2021 se clôture avec la confirmation du réveil de l'inflation et de l'essoufflement de la croissance mondiale. Les sujets de préoccupation ont donc continué de s'accumuler ce trimestre. L'apparition d'Omicron, nouveau variant du coronavirus amplifie ces tendances. Moins dangereux mais particulièrement contagieux, il provoque de nouvelles mesures de restrictions d'activité, notamment en Chine où la stratégie « zéro covid » est toujours d'actualité. L'absentéisme, conséquence nouvelle de ce variant, est un frein supplémentaire alors que la multiplication des goulets d'étranglement limite toujours la capacité à satisfaire la demande provoquant des pénuries et alimentant la hausse des prix, notamment ceux de l'énergie et des matières premières.

La dynamique nouvelle de l'inflation et les risques associés n'ont pas refroidi l'ardeur des investisseurs ce trimestre. Au contraire, une inflation ascendante semble entretenir un flux d'investissement ininterrompu vers les belles et grosses valeurs de croissance. En Europe comme aux Etats-Unis, les indices progressent sensiblement. L'Eurostoxx 50 gagne 6,4% et termine l'année en hausse de 20,6%. Aux Etats-Unis, le S&P 500 et le Nasdaq affichent des scores encore supérieurs. Ils grimpent respectivement de +10,6% et +8,3% au dernier trimestre, portant la hausse à +26,9% et +21,4% en 2021.

Plus encore que les années précédentes, l'action des banques centrales a été déterminante. Malgré le réveil de l'inflation, elles ont continué à créer des billets par dizaines de milliards chaque mois, gonflant leurs bilans à un rythme accéléré et maintenant les taux artificiellement bas. Avec des taux bas et une inflation croissante, les taux réels sont chaque jour plus négatifs, érodant le pouvoir d'achat des liquidités et des obligations. Les investisseurs se détournent des fonds obligataires pour exposer une part croissante de leur patrimoine aux actions. En 2021, le flux d'investissement vers les actions a été 6 fois plus important que la moyenne de ces 20 dernières années. Le Financial Times note qu'il faut remonter à 1999, à l'époque de la bulle Internet, pour retrouver un mouvement similaire. Les indices sont tirés vers le haut. Depuis le début de la pandémie, la corrélation entre la hausse spectaculaire du bilan de la FED et la progression de l'indice S&P 500 est frappante.

### ***There Is No Alternative (TINA)***

Le phénomène TINA (There Is No Alternative) explique la contradiction apparente entre la montée des risques nés de l'accélération de l'inflation d'une part et la performance particulièrement positive des actions européennes et américaines d'autre part. Avec les taux réels négatifs d'aujourd'hui, conserver des disponibilités pour se protéger contre des risques pourtant bien présents représente un coût exorbitant. Complexité supplémentaire, la boussole des évaluations ne fonctionne plus. Dans ce contexte de taux maintenus artificiellement bas, les modèles d'évaluation traditionnellement fondés sur l'actualisation des cash-flows sont inopérants, faute de mesure objective du taux sans risque. Les fluctuations exceptionnelles des bénéfices des sociétés en 2020 (-40%) et 2021 (+98%), puis la normalisation attendue en 2022 (+3,5%) brouillent encore un peu plus les pistes. Les actions des acteurs mondialisés des secteurs du luxe et de la technologie affichant une croissance à la fois visible et soutenue, profitent particulièrement du phénomène TINA. Elles sont tous les jours un peu plus chères tirant les indices vers le haut. Avec l'envolée de leurs cours, donc de leurs valeurs boursières, leurs poids dans les indices ne cessent de progresser, ce qui participe à entretenir la hausse. Ainsi, LVMH (+43% en 2021), L'Oréal (+ 34%), Hermès (+75%) et Kering (+19%) représentent aujourd'hui plus du tiers du CAC 40 et expliquent plus de la moitié de la progression de l'indice en 2021. Le constat est identique aux Etats-Unis lorsqu'on analyse le poids et les performances des Gafam.

*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.*

## **« Temporaire » ou « durable », le débat pour qualifier l'inflation reste ouvert**

Alors qu'il y a moins d'un an, l'inflation était encore négative (-0,3%) et que la BCE tablait sur une hausse des prix de 1% en 2021, l'année se termine sur un rythme de +2,6% hors énergie et alimentation et de +5% en incluant ces éléments volatils, un record depuis la création de l'euro il y a 20 ans. Aux Etats-Unis, le rythme annuel s'établit même à +7% (+5,5% hors énergie). Quel économiste aurait osé afficher de pareilles anticipations ? « Temporaire » ou « durable », le choix de l'adjectif le plus juste pour qualifier le rythme futur de l'inflation a animé les débats tout au long de l'année 2021.

Les arguments en faveur de « temporaire » sont bien identifiés. Les mesures pour lutter contre la pandémie en cours, les successions de confinements-déconfinements et plus récemment la montée de l'absentéisme perturbent la gestion des outils de production et les chaînes logistiques alors que la demande est tirée par les plans de relance mis en place dans la plupart des pays développés. Les goulets d'étranglement et les pénuries se multiplient conduisant à une hausse des prix particulièrement sensible dans les secteurs les plus volatils des matières premières et des composants. Cette situation particulière resterait transitoire. Les tendances déflationnistes structurelles telles que l'abondance de main d'œuvre disponible dans le monde ou la digitalisation de l'économie, ne seraient pas remises en cause.

Les arguments en faveur de « durable » sont plus nouveaux puisqu'associés aux trois principaux objectifs politiques que partagent les dirigeants des principaux pays du monde développé : la lutte contre des inégalités croissantes, la transition énergétique, le renforcement de la souveraineté. Alors que la hausse des prix des actifs notamment immobiliers continue d'être entretenue par le maintien de taux bas, la perception d'un accroissement des inégalités entre les propriétaires et le reste de la population se renforce. L'inflation naissante s'invite maintenant dans le quotidien des consommateurs. Elle alimente des revendications croissantes justifiées par la hausse de postes essentiels des budgets des ménages : le chauffage, l'alimentation et les déplacements. A partir de 2022, ces revendications risquent d'amorcer un cycle de hausse auto-entretenu des salaires et des prix. Dans le même temps, la multiplication des exigences pour mieux protéger l'environnement augmente les coûts de production des biens et des services. Enfin, le retour du concept d'Etat-Nation et la montée des protectionnismes sont aussi inflationnistes.

## **La FED penche aujourd'hui pour « durable » alors que la BCE maintient « temporaire »**

En zone euro comme aux Etats-Unis, l'inflation défie aujourd'hui les banques centrales. La Fed comme la BCE reconnaissent ne pas avoir su l'anticiper, puis en avoir sous-estimé la dynamique. Après l'avoir qualifiée de « temporaire », puis de « plus durable qu'anticipé », leurs appréciations divergent aujourd'hui. Selon la Fed, le pic d'inflation actuel, au plus haut depuis 1982, représente « une menace sévère » aux Etats-Unis notamment parce que le chômage atteint un point bas (3,9%) et la progression des salaires accélère (+4,7% sur un an). Pragmatique, elle s'engage donc résolument dans une politique monétaire plus restrictive. Plusieurs hausses de taux sont prévues en 2022. La réduction de la taille de son bilan est même envisagée dans le courant de l'année. La BCE continue, pour sa part, de défendre le scénario d'une inflation temporaire qui redescendra d'elle-même vers l'objectif de 2% dès que l'impact de la hausse des prix de l'énergie sera absorbé. Ses dernières prévisions chiffrées dessinent une légère bosse d'inflation en 2022 (+3,2% dont +1,9% hors alimentation et énergie), vite résorbée dès 2023 (+1,8% dont 1,7% hors alimentation et énergie).

*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.*

## ***Chacun espère que le meilleur des mondes se prolongera en 2022***

En ce début 2022, chacun se sent toujours à l'abri, sous la protection bienveillante des banques centrales. Le discours de la BCE rassure. Selon elle, la zone euro est toujours dans le meilleur des mondes où cohabitent une croissance suffisante et une inflation maîtrisée. La nouvelle politique monétaire anti-inflation de la Fed est aussi bien accueillie. Elle est perçue comme un moyen d'éviter que la phase inflationniste actuelle ne perdure avec pour conséquence de faire dérailler la croissance et d'alimenter l'instabilité financière. En annonçant récemment un retour de l'inflation américaine vers son objectif de 2% d'ici deux ans (+2,6% en 2023 après +5,2% en 2022), la Fed crédibilise cette anticipation.

Pourtant, au sein même des instances dirigeantes des banques centrales, cette anticipation rassurante ne fait pas l'objet d'un consensus. Les doutes s'expriment publiquement. Ainsi, dans une interview au journal *Le Monde*, Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE explique que la BCE est consciente des incertitudes autour de ses projections d'inflation, avec un risque à la hausse. Elle précise que si les salaires sont actuellement en hausse modérée, les enquêtes de la BCE auprès des entreprises indiquent « *qu'elles s'attendent à une accélération de l'augmentation* ». En France, le président du Medef confirme cette anticipation. Par ailleurs, la consommation du surplus d'épargne accumulé pendant la pandémie est susceptible d'entretenir la hausse des prix. Considérant que les risques potentiels d'inflation n'étaient pas suffisamment pris en compte, l'allemand Jens Weidmann, a même démissionné de la présidence de la Bundesbank en fin d'année dernière.

## ***Dans cette période d'incertitude élevée, la cupidité l'emporte sur la peur***

Le retour potentiel d'une inflation soutenue et plus durable qu'anticipé aurait alors toutes les caractéristiques d'un cygne noir : un événement rare et inattendu, très difficile à prévoir, aux conséquences très significatives. La croissance économique et la stabilité financière seraient menacées. L'endettement généralisé et les évaluations particulièrement généreuses des actifs financiers et immobiliers amplifieraient le phénomène. Les investisseurs inquiets exigeraient alors des rendements plus attractifs mettant éventuellement en cause la solvabilité de nombreux agents économiques, notamment certains Etats trop dépensiers et endettés. De nombreux pays émergents seraient fragilisés, en particulier ceux dont l'économie dépend de financements et d'importations libellés en dollars. En zone euro, les divergences persistantes de trajectoires économiques et budgétaires entre les Etats membres seraient susceptibles de fragiliser une nouvelle fois l'euro. Les craintes que pourrait susciter cette perspective sont aujourd'hui moins fortes que l'aversion pour les placements à taux réels négatifs. La quête de rendement continue donc de soutenir les évaluations. Au cours d'un forum organisé par Bloomberg le 16 novembre dernier, le président de Goldman Sachs résumait la situation de façon imagée : « *Durant mes 40 ans de carrière, j'ai vu des périodes où la cupidité l'emportait largement sur la peur. Nous sommes dans l'une de ces périodes. Mais quelque chose viendra rééquilibrer le marché. Au vu de l'inflation, il y a de fortes chances que les taux d'intérêt augmentent et que cela calme l'exubérance de certains marchés* ». Nous estimons aussi que les risques sont aujourd'hui asymétriques. Si, conformément aux anticipations chiffrées de la Fed et de la BCE, l'inflation s'assagit dès 2022, la nouvelle ne serait pas une surprise. Dans le cas contraire, il n'est pas exclu que la peur prenne le dessus.

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 31 décembre 2021	Volatilité 3 ans	Performances						
		T4 2021	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Plan Main Libre PEA *: 14 699,1 €	13,45	-2,2%	+3,9%	-7,6%	+4,4%	-4,2%	+11,7%	+4,9%
Euro-Flexible (Morningstar)	11,35	nc	+10,9%	+0,2%	+12,1%	-9,9%	+6,8%	+2,1%
Classement (base 100)	nc	nc	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 décembre 2021	Valeurs	Evolutions						
		T4 2021	2021	2020	2019	2018	2017	2016
<b>Europe</b>								
Eurostoxx 50 (Europe)	4 306,07	+6,4%	+20,6%	-4,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%	+0,7%
Rémunération exigée en Europe*	5,92	+0,04	+0,66	-2,62	-1,09	+0,63	-0,07	-1
CAC 40 (France)	7 153,03	+9,7%	+28,9%	-7,1%	+26,4%	-8,4%	+9,3%	+4,9%
<b>Etats-Unis</b>								
S&P 500 (USA)	4 766,18	+10,6%	+26,9%	+16,3%	+28,9%	-6,4%	+19,4%	+9,3%
Nasdaq (USA technologies)	15 645,00	+8,3%	+21,4%	+43,6%	+35,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%
<b>Asie</b>								
Hang Seng (Hong Kong)	23 397,67	-4,8%	-14,1%	-3,4%	+9,1%	-14,4%	+36%	+0,4%
Nikkei (Japon)	28 791,71	-2,3%	+4,9%	+16%	+18,2%	-4,7%	+19,1%	+0,4%
<b>Emergents</b>								
Brésil (Bovespa Index)	104 822,00	-5,5%	-11,9%	+2,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%	+38,9%
Russie (RTS Index)	1 595,76	-10,2%	+15%	-10,4%	+44,9%	-13,6%	+0,2%	+52,2%
Inde (Sensex)	58 253,82	-1,5%	+21,7%	+15,9%	+16,2%	+7,8%	+27%	+2,6%
Chine (SSE Composite)	3 639,78	+2%	+4,8%	+13,9%	+22,3%	-20,4%	+6,6%	-12,3%
<b>Taux 10 ans</b>								
France (OAT)	0,19%	+0,04	+0,54	-0,47	-0,58	-0,09	+0,11	-0,24
Allemagne (Bund)	-0,18%	+0,02	+0,39	-0,39	-0,44	-0,18	+0,22	-0,43
Italie	1,17%	+0,33	+0,67	-0,92	-1,38	+0,80	+0,19	+0,21
Espagne	0,57%	+0,13	+0,53	-0,43	-0,93	+0,35	+0,20	-0,41
Grèce	1,28%	+0,36	+0,66	-0,86	-2,88	+0,19	-2,91	-1,31
USA (US Notes)	1,51%	+0,02	+0,59	-1	-0,88	-0,27	-0,04	+0,18
Japon	0,06%	+0,01	+0,05	+0,04	-0,07	-0,08	+0,01	-0,24
<b>Autres</b>								
Parité €/ \$	1,1376	-1,8%	-6,2%	+8,2%	-2%	-7,5%	+14,1%	-3,8%
Pétrole (BRENT \$)	79,08	+0,7%	+52,9%	-21,6%	+22,7%	-23,2%	+17,8%	+54,8%
Or (Once \$)	1 823,35	+3,9%	-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.*