

Paris, le 16 juillet 2019

Never fight the FED (suite)

- **Les banques centrales confirment le changement de cap de leur politique**
 - Le ralentissement brutal du rythme de l'inflation justifie ce changement
 - L'action des décideurs politiques crée de l'instabilité, de l'inquiétude et donc de la volatilité
 - En Europe, l'Eurostoxx 50 termine le trimestre en hausse de 3,7%
- **Elles semblent même condamnées à être accommodantes**
 - La BCE est le ciment d'une zone euro dont les membres poursuivent des trajectoires divergentes
 - La FED est en première ligne pour soutenir le plus long cycle économique de l'histoire
 - Les tenants de la théorie monétaire moderne veulent que la planche à billets tourne plus vite
- **Le climat est singulier et crée un sentiment d'inconfort**
 - La convergence d'un niveau d'endettement record et de taux bas voire négatifs est singulière
 - Les valeurs de croissance sont les principales bénéficiaires d'un environnement de taux bas
 - Heureusement, il existe toujours des sociétés décotées dont les perspectives sont sous-estimées

Cher Investisseur,

Depuis plusieurs trimestres, l'action des banques centrales est toujours au cœur des préoccupations des investisseurs. Elles ont confirmé un changement de cap de leur politique monétaire. La décélération brutale de l'inflation depuis six mois est le principal argument invoqué pour justifier ce mouvement. En zone euro, la BCE a confirmé début juin qu'elle se préparait à mettre en œuvre de nouvelles mesures non conventionnelles. Toujours d'actualité fin 2018, la hausse des taux directeurs de la FED n'est plus à l'ordre du jour. L'institution se dit prête à inverser le mouvement pour ranimer une croissance moins dynamique. Les marchés apprécient toujours. L'Eurostoxx 50 progresse de +3,7% sur le trimestre et de +15,7% depuis le début de l'année.

Aujourd'hui les banques centrales semblent condamnées à être accommodantes. Chacun compte sur elles pour solvabiliser les Etats impécunieux, soutenir la croissance, éviter les récessions, entretenir la confiance et le moral des investisseurs. Tant que l'inflation reste significativement sous leur cible (2%), elles ont une grande latitude pour agir. Une théorie monétaire moderne propose même de faire tourner la planche à billets encore plus vite. Le postulat sur laquelle elle repose est que la faiblesse de l'inflation serait structurelle. Il serait donc possible de créer de la monnaie pour financer des déficits budgétaires et ainsi soutenir la croissance sans risque inflationniste.

Cette théorie et l'action des banques centrales créent un climat singulier. Partout dans le monde, l'endettement atteint des records et les taux sont très faibles voire négatifs. L'économie ralentit, les bénéfices sont revus en baisse mais les marchés financiers progressent. Ces paradoxes génèrent un sentiment d'inconfort. Heureusement, même dans les périodes singulières, il existe toujours des histoires particulières. Des sociétés dont les actifs sont sous-évalués ou les perspectives sous-estimées. Nous continuons de travailler pour les identifier. Si nos raisonnements sont justes et nos calculs exacts, nos investissements contribueront à la performance future de notre fonds.

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 des fonds diversifiés susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Ce trimestre, les mauvaises nouvelles sont encore de bonnes nouvelles

Ce trimestre, comme le précédent, les mauvaises nouvelles économiques sont de bonnes nouvelles pour les marchés financiers. Le ralentissement synchronisé de la croissance se confirme et les bénéfices attendus sont revus en baisse. L'investissement des entreprises et la production industrielle ralentissent aux Etats-Unis, en Europe et en Chine du fait notamment de la montée des protectionnismes. Aux Etats-Unis, la dynamique associée aux baisses d'impôts adoptées fin 2017 s'estompe. Certes, la consommation (2/3 du PIB) résiste. Le taux de chômage se situe au plus bas de ces 50 dernières années (3,7%). Les salaires augmentent (+3,1% en rythme annuel). Mais contrairement au passé, la hausse des salaires ne se transmet que partiellement dans les prix. L'inflation se situe donc à un niveau très inférieur à ce qui pourrait être attendu à ce stade avancé du cycle économique. Le constat est identique en Europe.

Moins de croissance et moins d'inflation sont de mauvaises nouvelles qui ont conduit les banquiers centraux à confirmer leurs messages accommodants. Pour les marchés financiers, ces messages sont de bonnes nouvelles. En effet, une politique monétaire accommodante signifie que les taux sont maintenus bas, soutiennent la croissance et dopent la valeur des actifs financiers. Les marchés apprécient. Sur le trimestre, la plupart des places financières ont poursuivi les hausses entamées en première partie de 2019. L'Eurostoxx 50 progresse de +3,7% sur le trimestre et de +15,7% depuis le début de l'année. Seul bémol, l'incertitude politique, notamment l'issue des négociations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis provoque plus de volatilité.

Les banquiers centraux confirment un changement de cap de politique monétaire

En zone euro, la BCE a confirmé début juin qu'elle se préparait à mettre en œuvre de nouvelles mesures non conventionnelles. Aux Etats-Unis, ce changement de cap s'apparente à une volte-face. Fin 2018, la hausse des taux directeurs amorcée en 2015 était toujours d'actualité. C'est aujourd'hui un vieux souvenir. La Fed se dit prête à inverser le mouvement pour ranimer une croissance moins dynamique et ramener l'inflation à un niveau plus proche de son objectif de 2%.

La décélération brutale de l'inflation depuis six mois est le principal argument invoqué pour justifier ce changement de cap. Souvent annoncé, le retour de l'inflation n'est toujours pas confirmé. Ces deux derniers trimestres, le ralentissement de la croissance tant en Europe qu'aux Etats-Unis s'est très rapidement traduit par moins d'inflation. Le changement de dynamique a même été brutal. Alors qu'entre l'automne 2017 et l'automne 2018, le rythme de progression des prix américains hors énergie (indice PCE core) était passé de +1,4% à +2%, il est rapidement retombé à 1,6% aujourd'hui. En zone euro, le constat est plus marqué encore. Après avoir culminé à +2,3% en octobre dernier, l'indice d'inflation suivi par la BCE (ICPH) est lui aussi retombé à +1,2%. Il s'est à nouveau éloigné de l'objectif de la banque centrale (inférieur mais proche de 2%).

Aux Etats-Unis comme en Europe, les décideurs politiques ne facilitent pas le travail des banquiers centraux. L'agitation brouillonne de Donald Trump est aujourd'hui un facteur important d'anxiété. En Europe, la lenteur des processus de décision, la difficulté des décideurs politiques à s'accorder voire leur incapacité à honorer leurs engagements sont des sources d'incertitude grandissante.

Les décisions issues du slogan « America First » sont toujours facteurs d'instabilité

Les Etats-Unis prouvent une fois de plus que la politique issue du slogan « America first » introduit toujours plus d'agressivité et donc d'instabilité dans les relations internationales. Après le Mexique, les négociations commerciales conflictuelles avec la Chine, l'Iran revient sur le devant de la scène. La puissance de l'économie américaine, son indépendance énergétique, la suprématie du dollar sont devenues des armes au service d'une politique et d'une diplomatie ouvertement fondées sur l'intimidation et les sanctions.

Ainsi, ce trimestre, le conflit commercial avec la Chine a suivi le cheminement chaotique d'une négociation à la mode Donald Trump. Qualifié d'imminent en début de trimestre, l'accord n'a toujours pas été scellé. Début mai, le Président américain annonçait via Twitter de nouvelles taxes douanières et menaçait d'étendre les sanctions à la totalité des importations en provenance de Chine. La résistance persistante de la partie chinoise l'amenait quelques semaines plus tard à signer un décret privant Huawei de ses fournisseurs américains. Certes, dans le cadre du G20 d'Osaka, en juin, une rencontre avec Xi Jinping a eu lieu, une trêve a été annoncée ainsi que l'assouplissement des mesures à l'encontre de Huawei. Mais aucun calendrier n'a été validé. Ces rebondissements confirment que l'affrontement Chine-USA dépasse le seul cadre commercial. Il a pris la forme d'une bataille au long cours opposant deux puissants systèmes en quête d'un leadership mondial tant économique que technologique. S'il en était besoin, la dictature technologique de Xi Jinping a prouvé ce trimestre qu'elle n'est pas prête à renoncer aux leviers sur lesquels s'appuie sa quête de leadership, en particulier, la mainmise du parti communiste sur l'économie et les entreprises, le poids des subventions publiques, les transferts forcés voire le pillage de technologies.

En Europe, l'absence de dynamique devient source d'inquiétude

Après plus de trois ans de discussions, le Brexit est toujours en suspens. La date butoir du divorce ayant été reportée à fin octobre, les britanniques ont donc participé aux élections européennes de mai dernier. Avec 30% des voix, le principal parti pro Brexit est arrivé en tête. En même temps, les partisans d'un nouveau referendum ont capté plus de voix que les deux partis pro Brexit. Du « no deal » au « no Brexit », toutes les options restent donc ouvertes. En mai, l'élection du parlement européen a confirmé qu'une part grandissante de la population n'adhère plus au rêve européen. En Italie comme en France, la Ligue et le Rassemblement National ont attiré de nombreux eurosceptiques et ont fini en tête avec respectivement (33% et 23% des électeurs).

La divergence de trajectoire politique économique et budgétaire des trois principaux pays du cœur de la zone euro (Allemagne, Italie, France) s'accroît. L'Allemagne continue de générer des excédents commerciaux et budgétaires. L'Italie et la France partagent la même difficulté à honorer leurs engagements. Leur endettement public enfle. Il atteint aujourd'hui respectivement 133% et 100% du PIB, loin de l'objectif du Pacte de stabilité et de croissance (60%). L'Europe du nord, adepte de la rigueur et de la discipline budgétaire s'éloigne de l'Europe du sud, toujours prête à soutenir la croissance en creusant les déficits. La zone euro reste une construction inachevée. Il est notamment peu probable que l'Allemagne accepte aujourd'hui de partager la responsabilité des dettes avec ses partenaires du sud de la zone euro. Or sans mutualisation des dettes, les pays fragiles sont seuls face aux investisseurs. La hausse des taux qui accompagnerait un épisode de défiance pourrait créer une crise comparable à celle qui a secoué la Grèce et la zone euro en 2011.

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 des fonds diversifiés susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Les banques centrales semblent condamnées à être accommodantes...

Des décideurs politiques aux investisseurs, chacun compte aujourd'hui sur les banques centrales pour mettre en œuvre une politique monétaire capable à la fois de solvabiliser les Etats impécunieux, soutenir la croissance, éviter les récessions, entretenir la confiance et le moral des investisseurs. Tant que l'inflation, reste significativement sous leur cible (2%), elles ont une grande latitude pour agir.

En zone euro, une politique accommodante n'est pas seulement utile. Elle est indispensable pour solvabiliser les Etats qui n'ont pas su contenir leur endettement. En effet, sans les taux bas voire négatifs résultant de la politique monétaire de la BCE, la charge d'intérêt supportée par l'Italie ou la France deviendrait vite incompatible avec les ressources budgétaires de ces deux pays.

Aux Etats-Unis, la FED se retrouve en première ligne pour soutenir la croissance. Alors que le cycle économique américain actuel dure depuis plus de 10 ans et bat ce mois-ci son record de longévité depuis la création des statistiques (1854), certains indicateurs, notamment l'inversion de la courbe des taux, annoncent une récession prochaine. Même les pays émergents, par exemple le Brésil et la Turquie, dépendant des capitaux extérieurs pour financer leur endettement, ont besoin du soutien des banquiers centraux occidentaux. Ils seraient fragilisés une fois de plus par un retrait massif de capitaux, conséquence d'une politique monétaire plus restrictive.

Enfin, parce que depuis 20 ans les crises financières provoquent les récessions et non l'inverse, les banques centrales se préoccupent aussi de l'effet de leur politique sur le moral des investisseurs. La forte baisse des marchés au quatrième trimestre 2018 a montré le danger d'un resserrement monétaire mené à contretemps alors que l'économie ralentissait, la guerre commerciale s'intensifiait, les risques politiques se multipliaient et les divergences s'accroissaient.

... des voix s'élèvent même pour que la planche à billets tourne encore plus vite

Venue des Etats-Unis, une théorie monétaire moderne rassemble de plus en plus d'adeptes. Elle prône d'accroître les déficits budgétaires par la création de monnaie pour soutenir des programmes d'investissement, préparer la transition énergétique et assurer le plein emploi. Le Japon serait un précurseur. Il est sorti de la déflation par une création monétaire massive. Avec le soutien de la banque centrale qui détient aujourd'hui la moitié des emprunts émis par l'Etat japonais, 20 ans de déficits publics et de taux négatifs ont assuré la croissance, garanti le plein emploi et mené la dette publique à 230% du PIB sans pour autant créer d'inflation ou de défiance vis-à-vis de la monnaie.

Cette théorie repose sur le principe que la déflation japonaise comme la faible inflation actuelle en Europe et aux Etats-Unis reposent sur plusieurs fondements structurels. D'une part, le vieillissement de la population, le recul démographique (dans le cas du Japon), l'instabilité professionnelle grandissante et la montée des inégalités conduisent à une baisse tendancielle de la demande. D'autre part, l'innovation technologique réduit les barrières à l'entrée et exerce une pression sur les prix. Enfin, la mondialisation continue de favoriser une baisse constante des coûts de production. Avec le temps, les ménages et les entreprises anticipent la poursuite du phénomène et reportent leurs décisions d'investissement et de consommation. La faiblesse de la croissance et de l'inflation serait donc auto-entretenue.

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 des fonds diversifiés susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Appliquée à la zone euro, cette théorie suggère que les pays du sud de l'Europe ont compris le sens de l'histoire et que les pays du nord passent à côté d'un changement structurel en continuant de prôner la rigueur budgétaire et le contrôle de l'endettement public. Reste à convaincre les Allemands de se transformer en cigales, ce qui n'est pas gagné d'avance.

Appliquée aux marchés, la théorie monétaire moderne suggère que le potentiel de hausse des actions reste significatif. Avec les taux négatifs d'aujourd'hui, le risque associé à un investissement en actions européennes est mieux rémunéré qu'il ne l'était au plus bas du marché en mars 2009. En effet, l'écart de rentabilité entre les actions européennes d'une part (6,62% soit l'inverse du PER de l'année en cours) et un taux sans risque symbolisé par l'emprunt allemand à 10 ans (-0,3%) s'élève à 6,92% contre 5,85% en mars 2009. C'est sur ce principe que Donald Trump affirmait récemment que si la Fed avait pris les bonnes décisions (ie baisser les taux), les indices boursiers afficheraient des milliers de points de plus.

La faiblesse structurelle et durable de l'inflation est le postulat sur lequel repose cette théorie. Les ressorts classiques de la macroéconomie ne fonctionneraient plus. Certes, même les banquiers centraux n'ont pas d'explication assurée concernant le recul des indices des prix de ces derniers mois. Il nous semble néanmoins un peu tôt pour en conclure que la tendance est durable et que l'inflation ne reviendra pas. Gardons en mémoire qu'il y a six mois à peine, le rythme de l'inflation s'avancé progressivement vers les objectifs de la FED et de la BCE.

Le climat est singulier et crée un sentiment d'inconfort

Qui aurait pu prévoir que dix ans après une crise financière majeure traitée partout dans le monde par un recours croissant à l'endettement, les taux d'intérêts seraient très faibles voire négatifs dans la plupart des grands pays. La convergence d'un endettement record et de taux très bas crée un sentiment singulier d'inconfort qui se traduit notamment par la hausse du cours de l'or. Les repères et les baromètres traditionnels disparaissent. Pour de nombreux actifs, les références aux évaluations historiques n'ont progressivement plus de sens. La faiblesse des taux d'intérêts entretient une inflation des actifs financiers et immobiliers. Elle creuse les inégalités entre les détenteurs de patrimoine et les autres. Les taux négatifs génèrent de l'incompréhension et de l'inquiétude. Les banques et les assureurs sont fragilisés. Les systèmes de retraite et plus généralement les investisseurs doivent accepter plus de risques et moins de liquidité pour espérer un rendement positif.

Traditionnellement, les taux bas ne favorisent pas particulièrement les valeurs décotées ou de rendement. En revanche, les produits à effet de levier, notamment le private equity, ainsi que les sociétés de croissance (luxe, technologies...) en profitent. Les évaluations des valeurs de croissance dépendent en effet de modèles d'actualisation de cash flows futurs très sensibles au niveau des taux d'intérêt. Ainsi ce trimestre, quatre valeurs du luxe (LVMH, Hermès, Kering et l'Oréal) représentant un quart de l'indice CAC 40 expliquent les deux tiers de sa progression (2,4% des 3,5% de performance affichée). Heureusement, même dans les périodes singulières, il existe toujours des histoires particulières. Des sociétés dont les actifs sont sous-évalués ou les perspectives sous-estimées. Nous continuons de travailler pour les identifier. Si nos raisonnements sont justes et nos calculs exacts, nos investissements contribueront à la performance future de notre fonds.

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 des fonds diversifiés susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

8, rue de l'Isly • 75008 Paris
téléphone : 01 44 69 30 76 • www.hausmann-im.com

Société par actions simplifiée au capital de 300 000 € • RCS Paris 519 740 674 • Agrément AMF GP10000004

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Au 28 juin 2019	Volatilité 3 ans	Performances						
		T2 2019	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Plan Main Libre *: 15 172,8 €	6,37	+0,52%	+3,5%	-4,24%	+11,7%	+4,93%	+14,73%	+2,33%
Euro-Flexible (Morningstar)	7,53	+2,57%	+7,72%	-9,91%	+6,87%	+2,10%	+3,39%	+3,04%
Classement (base 100)	nc	nc	81	11	15	22	3	60

* 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 28 juin 2019	Valeurs	Evolutions						
		T2 2019	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3473,69	+3,7%	+15,7%	-10,7%	+6,5%	+0,7%	+4,5%	+1,2%
Rémunération exigée en Europe*	6,62%	-0,23	-0,42	+0,63	-0,07	-1	-1,3	-1,1
CAC 40 (France)	5538,97	+3,5%	+17,1%	-8,4%	+9,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2941,76	+3,8%	+19,0%	-6,4%	+19,4%	+9,3%	-0,5%	+11,4%
Nasdaq (USA technologies)	7671,07	+4,0%	+21,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%	+6,1%	+13,40%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	28542,62	-1,8%	+10,8%	-14,4%	+36%	+0,4%	-7,2%	+1,3%
Nikkei (Japon)	21275,92	-1,1%	+5,5%	-4,7%	+19,1%	+0,4%	+9,1%	+7,1%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	100967,20	+5,8%	+17,3%	+0,8%	+26,9%	+38,9%	-13,3%	-2,9%
Russie (RTS Index)	1380,52	+14,4%	+28,2%	-13,6%	+0,2%	+52,2%	-4,3%	-45,2%
Inde (Sensex)	39394,64	+1,9%	+10,8%	+7,8%	+27%	+2,6%	-5,6%	+29,9%
Chine (SSE Composite)	2978,88	-3,6%	+18,4%	-20,4%	+6,6%	-12,3%	+9,4%	+52,90%
Taux 10 ans								
France (OAT)	-0,01%	-0,33	-0,71	-0,09	+0,11%	-0,24	+0,09	-1,60
Allemagne (Bund)	-0,33%	-0,26	-0,58	-0,18	+0,22%	-0,43	+0,09	-1,40
Italie	2,09%	-0,39	-0,72	0,80	+0,19%	+0,21	-0,27	-2,21
Espagne	0,40%	-0,70	-1,00	0,35	+0,20%	-0,41	+0,17	-2,53
Grèce	2,46%	-1,27	-1,91	0,19	-2,91%	-1,31	-1,26	+1,03
USA (US Notes)	2,01%	-0,43	-0,79	-0,27	-0,04%	+0,18	+0,10	-0,86
Japon	-0,16%	-0,08	-0,20	-0,08	+0,01%	-0,24	-0,06	-0,41
Autres								
Parité €/ \$	1,1370	+1,2%	-0,3%	-7,5%	+14,1%	-3,8%	-10,7%	-11,1%
Pétrole (BRENT \$)	66,55	-2,7%	+23,4%	-23,2%	+17,8%	+54,8%	-36,3%	-48,1%
Or (Once \$)	1412,50	+9,0%	+12,4%	5,7%	+13,7%	+8,5%	-10,3%	-1,7%

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 des fonds diversifiés susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.