

Paris, le 6 octobre 2019

TINA (There Is No Alternative)

- **Banques centrales accommodantes contre conjoncture dégradée : 1-0 balle au centre**
 - Les banques centrales sont passées de la parole aux actes
 - La politique monétaire redevenue accommodante produit une baisse spectaculaire des taux
 - Malgré une conjoncture dégradée, l'Eurostoxx 50 termine le trimestre en hausse de 8%
- **Vers une « japonisation » des économies développées**
 - La BCE veut que sa politique monétaire soit accompagnée d'un stimulus budgétaire
 - Donald Trump veut que sa politique budgétaire soit accompagnée d'un stimulus monétaire
 - Faire tourner la planche à billets pour financer des déficits et créer de la croissance est tentant
- **Le climat est toujours plus singulier, justifiant une prudence accrue**
 - Des taux toujours plus négatifs compliquent le processus de choix d'investissement
 - TINA devient la nouvelle règle d'investissement sur les marchés d'actions
 - Dans ce climat singulier, une prudence accrue nous semble justifiée

Cher Investisseur,

Le ralentissement de la croissance et de l'inflation se confirmant une fois de plus ce trimestre, les banquiers centraux sont passés de la parole aux actes. Mi-septembre, la BCE a annoncé la reprise de son programme de rachats d'actifs interrompu fin 2018. Elle a aussi augmenté la taxe sur les dépôts (de -0,4% à -0,5%). Au même moment aux Etats-Unis, la FED a abaissé, une seconde fois cette année, ses taux d'intérêt de 0,25 points. Les politiques monétaires redevenues accommodantes ont produit une baisse spectaculaire des taux d'intérêt. Dans un monde de taux toujours plus négatifs, TINA (There Is No Alternative), devient la nouvelle règle d'investissement sur les marchés d'actions. Cette règle, associée à l'essor de la gestion passive, tire les indices un peu partout dans le monde. En Europe, l'Eurostoxx 50 est en hausse de 8% ce trimestre (+18,9% depuis le début de l'année). L'action des banques centrales l'a emporté sur la multiplication des sources de tensions politiques associée à une dégradation de la conjoncture économique.

En zone euro, moins de croissance se traduit aussi par moins d'inflation. Elle est aujourd'hui inférieure de moitié à l'objectif de la BCE. Cette dernière est donc légitime pour agir dans le cadre d'un mandat qui ne cible que l'inflation. Reste que son action ne fait pas l'unanimité notamment en Europe du nord. Après la divergence des trajectoires budgétaires entre l'Europe du nord et l'Italie et la France, la politique monétaire devient une nouvelle source de crispations.

Les taux d'intérêt toujours plus négatifs renforcent le caractère singulier de l'année 2019 en zone euro. Ils entretiennent une inflation des actifs financiers ou immobiliers plutôt agréable pour ceux qui voient leur patrimoine s'apprécier. Mais ils fragilisent les banques, les assureurs, les systèmes de retraite. Dans le même temps ils obligent les épargnants en quête de rendement à accepter plus de risque et moins de liquidité. Notre sentiment d'inconfort n'a pas diminué ce trimestre, justifiant une prudence accrue.

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.

Banques centrales accommodantes contre conjoncture dégradée : 1-0 balle au centre

Le ralentissement de la croissance et de l'inflation se confirmant une fois de plus ce trimestre, les banquiers centraux sont passés de la parole aux actes. Mi-septembre, la BCE a annoncé la reprise de son programme de rachats d'actifs interrompu fin 2018. Dès novembre, elle injectera 20Md€ par mois de liquidités dans le système financier, et ce, aussi longtemps que nécessaire. Par ailleurs, afin de pousser les banques à recycler ces liquidités dans l'économie réelle sous forme de prêts, la BCE a aussi enfoncé un peu plus en territoire négatif (de -0,4% à -0,5%) le taux qu'elle prélève sur les dépôts des banques dans ses livres. Au même moment aux Etats-Unis, la FED a aussi choisi d'abaisser, une seconde fois cette année, ses taux d'intérêt de 0,25 points pour les ramener dans la fourchette de 1,75%-2%.

Les politiques monétaires redevenues accommodantes ont produit une baisse spectaculaire des taux d'intérêt. Le mouvement amorcé en début d'année s'est amplifié ce trimestre. Le 10 ans américain affiche fin septembre un rendement de 1,67% contre 2,11% fin juin et 2,80% fin 2018. Les émetteurs capables d'emprunter à taux négatifs se multiplient. L'Allemagne, référence européenne du taux sans risque, a vu sa dette à 10 ans passer de -0,21% fin juin à -0,52% fin septembre. Même la France peut emprunter en dessous de 0 sur toutes les échéances jusqu'à 10 ans (-0,27% à fin septembre contre +0,18% fin juin). Au niveau mondial, l'encours d'obligations à taux négatifs dépasse 17000Mds\$. Dans ce monde, TINA (There Is No Alternative), devient la nouvelle règle d'investissement sur les marchés d'actions. Cette règle, associée à l'essor de la gestion passive, tire les indices un peu partout dans le monde. En Europe, l'Eurostoxx 50 est en hausse de 8% (+18,9% depuis le début de l'année). Aux Etats-Unis, la performance du S&P 500 est comparable (respectivement +8,5% et +20,4%). En Asie, la tendance est plus contrastée. La Bourse de Hong Kong baisse de 2,4% (+1,3% depuis le début de l'année). En Chine l'indice SSE progresser de 1,5% (15,5% depuis le début de l'année). Au total, à part en Asie, l'action des banques centrales l'a emporté sur la multiplication des sources de tensions politiques associée à une dégradation de la conjoncture économique.

Les tensions politiques et diplomatiques se multiplient

Ce trimestre, le Brexit et le conflit commercial opposant les Etats-Unis et la Chine, deux sujets de préoccupation bien installés, ont connu un regain de tension. Au Royaume-Uni, le nouveau Premier ministre, Boris Johnson, a ajouté une couche de complication institutionnelle au sujet du Brexit. Il continue de défendre l'option d'une sortie sans accord au 31 octobre prochain alors même que le parlement a voté une loi empêchant un Brexit sans accord. A quelques semaines de l'échéance, l'issue est toujours plus incertaine. Fin septembre à New-York, Donald Trump a confirmé que la confrontation avec la Chine dépassait largement le cadre d'une négociation tarifaire : « *La Chine a adopté un modèle économique reposant sur les barrières commerciales massives, de lourdes aides d'Etat, une manipulation des devises, (...) des transferts de technologie contraints, le vol de la propriété intellectuelle, ainsi que des secrets commerciaux à grande échelle (...). Pendant des années, ces abus ont été tolérés, ignorés, voire encouragés (...). En ce qui concerne l'Amérique, ces jours sont révolus* ». La perspective d'un accord rapide avec la Chine est incertaine. A ce contexte déjà bien perturbé, s'ajoute un regain de tension au Moyen-Orient matérialisé ce trimestre par une attaque iranienne d'envergure visant les installations pétrolières saoudiennes. Par ailleurs, l'attitude de la Chine vis-à-vis de Hong Kong, troisième place financière mondiale, suscite une vive opposition et de violentes manifestations.

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.

Le ralentissement de la croissance mondiale se confirme

Le ralentissement de la croissance mondiale s'est poursuivi ce trimestre. Les économies manufacturières tournées vers l'exportation et donc exposées à la santé du commerce mondial, notamment l'Allemagne et la Chine, sont particulièrement touchées. De la BCE à l'OCDE en passant par le FMI, chaque institution revoit en baisse ses prévisions de croissance pour 2019 et 2020.

En zone euro, les signes d'affaiblissement de la conjoncture se multiplient. La locomotive allemande ne joue plus son rôle historique. Au contraire, la contraction actuelle du secteur manufacturier de la zone s'explique par la décroissance brutale de la production industrielle en Allemagne. Selon Markit, la fin de l'été a été particulièrement délicate. La contraction du secteur manufacturier se renforce en septembre, avec des conséquences sur l'emploi et la confiance des consommateurs. La décélération se propage aux activités de services et à la consommation. La récession pointe notamment en Allemagne. La France, plus tournée vers elle-même, ralentit aussi mais résiste mieux.

Aux Etats-Unis, alors que le cycle économique actuel a battu son record historique de longévité (10 ans), les indicateurs tant macroéconomiques que microéconomiques confirment l'atterrissage de la croissance. A travers ses sondages auprès de milliers de décideurs économiques, Markit constate un fort ralentissement durant l'été tant dans l'industrie manufacturière que dans les services. La saturation des outils et les pénuries de main d'œuvre évoquées en début d'année ne sont plus d'actualité. Les entreprises interrogées se focalisent aujourd'hui sur la maîtrise des coûts, ralentissent les recrutements à mesure qu'elles constatent la diminution du taux d'utilisation de leurs outils. Cette observation conduit Markit à estimer la croissance de l'économie autour de 1,5% aujourd'hui (contre +3,1% au premier trimestre 2019). Certains indicateurs, notamment l'inversion de la courbe des taux, annoncent même la possibilité d'une récession en 2020.

Les banques centrales ont donc toute latitude pour agir

En zone euro, moins de croissance se traduit aussi par moins d'inflation. L'indice ICPH y est tombé à 0,9% en rythme annuel en septembre. La décélération brutale de l'inflation depuis le début de l'année 2019 se confirme. Hors effet de la baisse du prix de l'énergie, l'inflation est aujourd'hui inférieure de moitié à l'objectif de la BCE (1% contre un objectif proche mais inférieur à 2%). Cette dernière est donc légitime pour agir dans le cadre d'un mandat qui ne cible que l'inflation.

Aux Etats-Unis, le ralentissement de l'inflation perceptible au premier semestre n'est pas confirmé ce trimestre. L'indice PCE reste stable à 1,4% grâce à la baisse du prix de l'énergie. Hors énergie, il est remonté à +1,8% en septembre (contre 1,5% en juin), proche de l'objectif de la FED. Reste que contrairement à la BCE, la FED n'a pas seulement pour cible l'inflation mais aussi le plein emploi et des taux d'intérêt à long terme modérés. Elle a donc, en toute circonstance, une plus grande marge de manœuvre.

Plus généralement, les principes d'analyse macroéconomique ne fonctionnent plus en ce moment. La création monétaire issue de l'action des banques centrales n'a pas d'effet inflationniste. La règle historique selon laquelle le plein emploi tire les salaires, entraîne l'inflation et provoque la hausse des taux d'intérêt ne fonctionne pas non plus. Comme le souligne Alain Minc, il faudrait qu'un penseur du niveau de Keynes ou de Friedman analyse et explique ce qui est et ce qui va advenir.

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 économies développées en voie de « japonisation » ?

En l'absence de pensée économique aboutie, les banques centrales lancent des réflexions sur leurs missions. A court terme, la solution adoptée au Japon depuis 2012 (Abenomics) rassemble de plus en plus d'adeptes. Il s'agissait alors de sortir le pays de la déflation par une combinaison de création monétaire et de déficits budgétaires afin de ranimer la croissance et l'inflation. Sept ans après, les moyens mis en œuvre ont été colossaux. Le bilan de la banque centrale est passé de 30% à 100% du PIB. La dette publique est l'une des plus élevées du monde (238% du PIB) et la BOJ détient près de la moitié de la dette publique du pays. En contrepartie d'un gonflement majeur de la masse monétaire et de la dette publique, une modeste croissance assure aujourd'hui le plein emploi, la déflation a laissé place à une légère inflation. Enfin, pour l'instant, l'énorme création monétaire n'a pas provoqué de défiance vis-à-vis de la monnaie. Le Yen n'est pas aujourd'hui assimilé à un assignat.

Cette solution japonaise repose sur le principe que l'inflation est structurellement faible du fait d'une combinaison de facteurs démographiques (vieillesse voire baisse de la population), technologiques (uberisation de l'économie) associée à la montée des inégalités (qui comprime la demande) et à la mondialisation (qui favorise une baisse continue des coûts et donc des prix des biens manufacturés). Dans ce contexte, la création monétaire des banques centrales peut être associée à des déficits budgétaires pour soutenir la croissance sans pour autant réveiller l'inflation.

Aux Etats-Unis, le pouvoir politique, adepte des déficits budgétaires, réclame avec insistance plus de soutien monétaire de la part de la FED. Confronté à l'atténuation des effets sur la croissance du stimulus fiscal et budgétaire mis en œuvre depuis son élection, Donald Trump y voit un moyen de prolonger le cycle actuel en dynamisant une croissance chancelante par la dépréciation du dollar qui en résulterait. A un an des élections, ses critiques adressées à une institution indépendante de Washington sont aussi destinées à mobiliser son électorat. Sous pression du pouvoir politique mais aussi des marchés, la FED tente de stimuler la croissance par une politique mesurée de baisse des taux. Elle ne semble pas aujourd'hui prête à s'engager sur la voie tracée par la banque centrale du Japon. Reste qu'en reconnaissant les difficultés à expliquer le « mystère » de la disparition actuelle de l'inflation et en comparant sa politique à une navigation aux étoiles, Jérôme Powell, Président de la FED, laisse toutes les options ouvertes.

En zone Euro, la banque centrale personnifiée pour un mois encore par Mario Draghi insiste sur la nécessité d'accompagner la politique monétaire expansionniste de la BCE par une politique budgétaire moins restrictive. Les pays de nord (Pays-Bas et Allemagne) affichant des excédents budgétaires sont les principales cibles de ces remarques. Alors que la divergence des trajectoires budgétaires est une source historique de tensions entre le nord et le sud de l'Europe, l'orientation de politique monétaire devient un sujet de frictions supplémentaires. Il est peu probable que les pays du nord de l'Europe, acceptent que la zone euro s'engage sur le chemin des déficits budgétaires financés par de la création monétaire massive. Alors qu'ils critiquent depuis longtemps la France et de l'Italie incapables de tenir leurs engagements de réduction de la dette publique, ils s'opposent maintenant aux rachats d'actifs annoncés mi-septembre. Le président de la banque centrale hollandaise s'est même fendu d'un communiqué : *« Ce large paquet de mesures, et en particulier la relance du programme d'achat d'actifs, est disproportionné par rapport à la situation économique actuelle et il y a de bonnes raisons de douter de son efficacité ».*

En Europe, le climat est toujours plus singulier justifiant une prudence accrue

Les taux d'intérêt toujours plus négatifs renforcent le caractère singulier de l'année 2019 en zone euro. Ils entretiennent une inflation des actifs financiers ou immobiliers plutôt agréable pour ceux qui voient leur patrimoine s'apprécier. Mais ils fragilisent les banques, les assureurs, les systèmes de retraite. Ils creusent aussi les inégalités entre les détenteurs de patrimoine et ceux qui ne possèdent rien ou n'ont plus les moyens d'investir, notamment dans un logement.

Dans le même temps, ils obligent les épargnants en quête de rendement à accepter plus de risque et moins de liquidité. Finalement, ils génèrent de l'incompréhension et de l'inquiétude peu compatibles avec l'objectif des banques centrales d'inciter les agents économiques à investir pour doper la croissance de l'économie réelle. Ainsi, dans de nombreux pays, les sommes placées sur des supports improductifs mais liquides augmentent massivement. En France, l'encours des dépôts à vue a progressé de 8% en 2018 (+50% en 10 ans) pour atteindre 422Md€. L'Allemagne l'Italie et l'Espagne connaissent le même phénomène. Tout se passe comme si l'épargnant redoublait d'effort pour compenser la baisse de rémunération de ses avoirs. L'argent qui dort ne circule pas, ce qui participe à la faiblesse de l'inflation.

Certes, à court terme, l'action de la BCE préserve l'euro d'une nouvelle crise en solvabilisant les Etats les moins vertueux. Malgré la hausse continue de leur endettement, la charge d'intérêt associée diminue, réduisant l'urgence d'un contrôle plus strict des dépenses. Pour certains, notamment la France et l'Italie, l'équilibre devient de plus en plus précaire. A mesure que leur dette enfle, la capacité de la BCE à maintenir durablement les taux bas devient un paramètre essentiel de leur solvabilité.

Notre sentiment d'inconfort n'a pas diminué ce trimestre. La nouvelle orientation de la politique monétaire de la BCE associée à la dégradation en cours de la conjoncture et au maintien de fortes tensions politiques et diplomatiques justifie, selon nous, une prudence accrue.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Au 27 septembre 2019	Volatilité 3 ans	Performances						
		T3 2019	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Plan Main Libre *: 15 085,93 €	6,34	-0,36%	+2,91%	-4,24%	+11,7%	+4,93%	+14,73%	+2,33%
Euro-Flexible (Morningstar)	7,37	-0,87%	+8,98%	-9,91%	+6,87%	+2,10%	+3,39%	+3,04%
Classement (base 100)	nc	nc	86	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 30 septembre 2019	Valeurs	Evolutions						
		T3 2019	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3569,45	+8%	+18,9%	-10,7%	+6,5%	+0,7%	+4,5%	+1,2%
Rémunération exigée en Europe*	7,07%	+0,45	+0,28	+0,63	-0,07	-1	-1,3	-1,1
CAC 40 (France)	5677,79	+8,4%	+20%	-8,4%	+9,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2976,73	+8,5%	+20,4%	-6,4%	+19,4%	+9,3%	-0,5%	+11,4%
Nasdaq (USA technologies)	7749,45	+11,1%	+22,4%	-3,8%	+31,5%	-3,2%	+6,1%	+13,40%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	26092,27	-2,4%	+1,3%	-14,4%	+36%	+0,4%	-7,2%	+1,3%
Nikkei (Japon)	21755,84	+6,6%	+7,9%	-4,7%	+19,1%	+0,4%	+9,1%	+7,1%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	104745,32	+8,0%	+21,7%	+0,8%	+26,9%	+38,9%	-13,3%	-2,9%
Russie (RTS Index)	1333,91	+2,1%	+23,8%	-13,6%	+0,2%	+52,2%	-4,3%	-45,2%
Inde (Sensex)	38667,33	-3,8%	+8,8%	+7,8%	+27%	+2,6%	-5,6%	+29,9%
Chine (SSE Composite)	2905,19	+1,5%	+15,5%	-20,4%	+6,6%	-12,3%	+9,4%	+52,90%
Taux 10 ans								
France (OAT)	-0,27%	-0,46	-0,97	-0,09	+0,11	-0,24	+0,09	-1,60
Allemagne (Bund)	-0,57%	-0,36	-0,82	-0,18	+0,22	-0,43	+0,09	-1,40
Italie	0,83%	-1,70	-1,98	0,80	+0,19	+0,21	-0,27	-2,21
Espagne	0,15%	-0,53	-1,25	0,35	+0,20	-0,41	+0,17	-2,53
Grèce	1,38%	-1,49	-2,99	0,19	-2,91	-1,31	-1,26	+1,03
USA (US Notes)	1,67%	-0,44	-1,13	-0,27	-0,04	+0,18	+0,10	-0,86
Japon	-0,20%	-0,10	-0,24	-0,08	+0,01	-0,24	-0,06	-0,41
Autres								
Parité €/ \$	1,0899	-3,1%	-4,4%	-7,5%	+14,1%	-3,8%	-10,7%	-11,1%
Pétrole (BRENT \$)	59,41	-2,4%	10,2%	-23,2%	+17,8%	+54,8%	-36,3%	-48,1%
Or (Once \$)	1468,55	10,4%	+16,8%	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.