

Paris, le 19 juillet 2018

« Les Etats n'ont pas d'amis, ils n'ont que des intérêts »¹

- **Les sujets de préoccupation continuent de s'accumuler ce trimestre**
 - Les thèmes traditionnels (Brexit, politique monétaire, inflation...) restent d'actualité
 - La menace d'une montée du protectionnisme prend de l'ampleur
 - La fragilité politique s'accroît dans un nombre grandissant de pays du cœur de l'Europe
- **Les filets de sécurité des banques centrales disparaissent, l'incertitude augmente**
 - Les banques centrales avancent toujours plus franchement sur le chemin de la normalisation
 - L'inflation est aujourd'hui plus conforme à leur objectif, leur marge de manœuvre se réduit
 - Dans un contexte d'évaluations toujours tendues, les idées nouvelles se font plus rares
 - L'exposition de nos fonds aux actions a significativement diminué au premier semestre

Cher Investisseur,

Ce trimestre, la multiplication des sujets d'inquiétude s'est poursuivie. Aux thèmes traditionnels du Brexit ou de l'inversion du régime des politiques monétaires des banques centrales, s'ajoutent deux sujets de préoccupation nouveaux. D'une part, les négociations commerciales voulues par l'Amérique de Donald Trump entrent dans une phase agressive faisant craindre une escalade susceptible de pénaliser une croissance mondiale toujours soutenue mais en décélération. D'autre part, la fragilité politique s'accroît dans un nombre grandissant de pays du cœur de l'Europe. Tiré par un nombre très limité de grandes valeurs de qualité, l'Eurostoxx 50 a progressé de 1% au cours du trimestre.

Les menaces de Donald Trump provoquent une surenchère de mesures de rétorsion. Sa méthode semble aller à l'encontre des objectifs annoncés et des intérêts des agriculteurs, des consommateurs et des entreprises américaines. Pour cette raison, il n'est pas encore exclu que l'escalade ne reste que verbale, qu'elle serve des objectifs électoraux ou qu'elle vise une réforme des institutions multilatérales (OMC, OTAN...) jugées trop faibles pour imposer à leurs membres le respect des règles définies en commun. Ces négociations s'ouvrent à un moment difficile pour des européens, affaiblis par l'instabilité politique en Allemagne et en Espagne et par la trajectoire singulière de l'Italie. Heureusement, les surtaxes décidées à ce jour concernent un volume d'affaires anecdotique.

Malgré cette détérioration de l'environnement, les évaluations n'ont pas faibli. Les idées d'investissement se font donc plus rares et l'exposition aux actions de nos fonds a significativement diminué. Nous continuons de nous concentrer sur la recherche de sociétés ayant une histoire singulière. Des titres pour lesquels nous estimons que les risques sont surestimés ou le potentiel sous-estimé. Cette approche a fait ses preuves au cours des dernières années.

¹ Charles de Gaulle

Les sujets de préoccupation continuent de s'accumuler ce trimestre

La multiplication des sujets d'inquiétude s'est poursuivie ce trimestre. Les thèmes traditionnels tels que le Brexit ou l'inversion du régime des politiques monétaires des banques centrales, s'ajoutent deux nouveaux sujets de préoccupation. D'une part, le rééquilibrage des échanges commerciaux voulu par les Etats-Unis de Donald Trump est dans une phase de négociation agressive faisant craindre une surenchère de mesures protectionnistes susceptible de pénaliser une croissance mondiale toujours soutenue mais en décélération ce trimestre. D'autre part, la fragilité politique s'accroît dans un nombre grandissant de pays du cœur de l'Europe, notamment l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie.

Dans ce contexte les marchés financiers européens ont fait du surplace. L'Eurostoxx 50 progresse de 1% sur le trimestre et recule de 3% depuis le début de l'année. Les disparités des performances sectorielles sont particulièrement importantes. La hausse des valeurs pétrolières et d'un nombre très limité de titres de qualité notamment dans le secteur du luxe et des technologies, masque une baisse généralisée des indices européens sur le trimestre.

La tension monte au sujet du commerce mondial

Les discussions sur le rééquilibrage des échanges commerciaux lancées par Donald Trump sont entrées ce trimestre dans une phase de négociation plus tendue avec les partenaires de L'Alena (Canada, Mexique), l'Europe et la Chine. Après la surtaxe sur l'acier et l'aluminium en provenance d'Europe et de l'Alena, près de 1000 produits importés de Chine doivent supporter depuis le 4 juillet une surtaxe de 25%. Les partenaires commerciaux des USA annoncent des mesures de rétorsion sur des montants équivalents. L'escalade se poursuit. Le 11 juillet, Donald Trump a annoncé la mise en œuvre d'ici deux mois d'une surtaxe de 10% sur 200Md\$ de marchandises chinoises. A l'issue de ce bras de fer, la totalité des importations chinoises aux Etats-Unis est susceptible d'être concernée.

La méthode menaçante de Donald Trump est difficile à déchiffrer. Elle cible tant ses partenaires historiques que ses adversaires désignés et va à l'encontre de l'objectif affiché. Par l'escalade qu'elle provoque, elle renforce au lieu d'éliminer les barrières douanières « injustement » mises en place contre les agriculteurs, les travailleurs et les entreprises américaines. A l'approche des élections de mi-mandat en novembre prochain, Donald Trump a probablement une pensée pour son électorat de cols bleus et d'agriculteurs déçus de la mondialisation. Pourtant, une surenchère de mesures protectionnistes n'est ni de leur intérêt, ni de celui des grandes entreprises américaines dont l'empreinte industrielle s'étend sur tous les continents. Les agriculteurs sont les premières cibles des mesures de rétorsion chinoises. Les consommateurs souffriraient d'une hausse des prix des produits importés aujourd'hui incontournables pour satisfaire leur appétit de consommation à crédit. La croissance des entreprises serait obérée par les conséquences de cette surenchère sur leur expansion internationale et sur leurs coûts. Plus généralement, la détérioration du climat des affaires pénaliserait l'investissement, l'emploi et la consommation. Pour ces raisons, l'escalade pourrait ne rester que verbale. Elle servirait alors des objectifs électoraux à l'approche des élections de mi-mandat ou viserait une réforme profonde des institutions multilatérales (OMC, OTAN...).

Plus généralement Donald Trump remet en cause l'architecture des relations internationales

Avec obstination, Donald Trump déploie sa doctrine America First. « *Les Etats n'ont pas d'amis ; ils n'ont que des intérêts* ». Sur ce principe, le président américain ne bouscule pas seulement ses rivaux. La Chine est bien sûr l'ennemi économique déclaré. Son plan « Made in China 2025 » vise à transformer le pays en une puissance mondiale manufacturière et à donner aux grandes entreprises d'Etat les moyens de concurrencer les grands groupes mondiaux, majoritairement américains. Le leadership américain sur l'économie mondiale notamment dans les nouvelles technologies est en jeu. L'Amérique de Donald Trump attaque aussi ses partenaires historiques, notamment L'UE et surtout les institutions multilatérales (OMC, OTAN...) sur lesquelles se fonde l'architecture des relations internationales. Elles sont accusées d'être trop faibles pour imposer à leurs membres le respect des règles décidées en commun. Concernant l'OMC, les Etats-Unis exigent aujourd'hui que la Chine adopte les règles de l'économie de marché, fondements de cette institution. Au sujet de l'OTAN, ils pointent la faiblesse de la contribution de certains membres notamment l'Allemagne.

L'Union Européenne approuve la perspective d'une réforme de l'OMC afin de garantir les conditions d'une concurrence plus équitable. *"Nous avons besoin de nouvelles règles en matière de subventions au secteur industriel, de propriété intellectuelle et de transferts forcés de technologie, de réduction des coûts des échanges commerciaux, ainsi que d'une nouvelle approche du développement et d'un règlement des différends plus efficace."* Cette déclaration récente de Donald Tusk, président du Conseil européen, confirme que si l'Europe n'approuve pas la méthode de négociation de Donald Trump, elle partage l'objectif consistant à garantir les conditions d'une concurrence plus équitable, particulièrement en provenance de Chine. Depuis son adhésion en 2001, la Chine n'a pas avancé sur le chemin d'une économie de marché. Elle a même reculé sur le chemin de la démocratie. Dans cet état-parti, l'emprise du pouvoir central sur l'économie et la société s'est sensiblement renforcée depuis l'arrivée de Xi Jinping.

Le paysage politique européen se complique

Au traditionnel Brexit, dont l'échéance fin mars 2019 approche sans que l'on sache encore comment la séparation sera négociée, s'ajoutent de nouveaux sujets dans un nombre croissant de pays de la zone euro. Alors que la France, la Grèce et le Portugal font des progrès notables dans la gestion des déficits publics, l'Allemagne, Espagne et l'Italie sont entrés dans une période d'instabilité grandissante. En Allemagne, la position d'Angela Merkel est fragilisée par les divergences des membres de sa coalition au sujet du traitement de la crise migratoire. En Espagne, une alternance brutale et fragile vient de se produire conduisant à une révision en baisse des objectifs de réduction de la dette publique. En Italie, le nouveau président du Conseil, Giuseppe Conte, juriste inconnu au CV arrangé est devenu le troisième membre d'un triumvirat improbable associant les leaders du mouvement M5S et de la Ligue, deux partis à l'opposé de l'échiquier politique. Ils sont unis dans un contrat de gouvernement inquiétant pour les finances publiques italiennes et les bailleurs de fonds d'un pays affichant une dette publique de 130% du PIB. Ces divergences de trajectoires politiques en zone euro sont préoccupantes dans une période de négociation intense au sujet du commerce mondial et des relations avec le Royaume-Uni post-Brexit.

Ces tensions pourraient peser sur une croissance mondiale solide mais en décélération

A ce stade, les surtaxes décidées concernent un volume d'affaires anecdotique de quelques dizaines de milliards de dollars. Elles n'ont qu'un impact marginal sur la croissance. Les économistes de Natixis l'estiment à moins de 0,1% du PIB mondial. La menace américaine d'imposer dès septembre une taxe sur 200Md\$ de produits chinois supplémentaires et les mesures de rétorsion équivalentes déjà annoncées auraient un impact plus significatif. La BCE calcule qu'une surtaxe de 10% sur toutes les importations américaines (hypothèse envisagée par Donald Trump) réduirait la croissance mondiale de 1% et celle des Etats-Unis de 2,5%.

Pour l'instant, la croissance mondiale reste robuste. Le FMI anticipe toujours une progression de 3,9% pour 2018 et 2019, sans changement depuis le début de l'année. Aux Etats-Unis, le long cycle de croissance se poursuit tant dans l'industrie que dans les services. Le dernier indicateur PMI de Markit suggère même une accélération de la croissance à un rythme supérieur à 3% au deuxième trimestre. Une relance budgétaire de grande ampleur soutient les perspectives alors que la demande finale reste portée par un taux de chômage au plus bas depuis près de 50 ans (3,9%) et un salaire moyen horaire en progression de +2,9% en base annuelle. Néanmoins, Markit note que, pour la première fois cette année, les commandes à l'industrie en juin progressent moins vite que la production suggérant qu'un pic du cycle économique a été atteint. En Europe, la perspective d'un ralentissement du rythme de croissance se confirme du fait d'un climat général plus incertain, moins propice à l'investissement. Après la BCE, le FMI a revu récemment en baisse les perspectives de la zone euro pour 2018 de 2,4% à 2,2%. Les pays dans lesquels l'incertitude politique et la plus forte et les exportations les plus dynamiques, notamment l'Allemagne et l'Italie expliquent l'essentiel de cette dégradation. En résumé, à part aux Etats-Unis, où la politique budgétaire expansionniste de Donald Trump a réussi à prolonger le très long cycle de croissance de l'économie, la croissance est robuste mais donne des signes d'essoufflement. De nombreux pays émergents sont fragilisés par la remontée des taux américains et la réappréciation du dollar.

Les filets de sécurité des banques centrales disparaissent alors que l'incertitude augmente

Même si Mario Draghi, dont le mandat arrive à échéance fin octobre 2019, assure que la BCE adoptera une approche « patiente » et « graduelle » lors de la remontée de ses taux d'intérêt, les filets de sécurité d'une politique monétaire accommodante disparaissent progressivement. La BCE a récemment confirmé l'arrêt fin 2018 du programme de rachat d'actifs initié en 2015. Les Etats-Unis sont déjà bien engagés sur le chemin d'une politique monétaire plus restrictive. Pour la deuxième fois ce semestre, la FED a relevé mi-juin ses taux directeurs de 0,25% pour les porter dans la fourchette de 1,75%-2%. Ce mouvement devrait se poursuivre à un rythme qui sera notamment dicté par les chiffres d'une inflation en accélération, tirée par une meilleure utilisation des capacités de production, la décreue du chômage et le renchérissement du prix du pétrole. Aux Etats-Unis, l'indice PCE se situe à 1,9% en fin de trimestre contre un rythme de 1,5% précédemment. En zone euro, l'indice des prix à la consommation a atteint 2% en juin. Il a même passé le cap des 2% en Allemagne (+2,1% en juin) et en France (+2,3%). Ces chiffres sont à présent en ligne avec les objectifs des banquiers centraux. Leur marge de manœuvre se réduit donc alors que l'incertitude croît. D'une part, une montée des protectionnismes constituerait un moteur inflationniste supplémentaire. D'autre part, l'évolution du paysage politique en zone euro commence à provoquer une divergence des taux souverains rappelant le mauvais souvenir de la crise de l'euro de 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.

La nervosité augmente et la prudence s'impose

Ce trimestre, de nombreux secteurs notamment les plus cycliques et les plus exposés aux conséquences de la montée éventuelle des protectionnismes affichent des performances significativement négatives. Alors que les sujets de préoccupation se multiplient, les marchés financiers deviennent plus volatils. Toute communication d'une entreprise moins positive qu'anticipé, notamment dans l'univers des valeurs moyennes, provoque une correction brutale.

Dans le même temps, la forte hausse d'un nombre très limité de valeurs de grande taille et de qualité a soutenu les indices. Ce qui était déjà cher est devenu encore plus cher. Aux Etats-Unis, les sociétés technologiques, notamment les GAFAM ont profité de cette « fuite vers la qualité ». En France, trois valeurs du luxe (LVMH, Kering et l'Oréal) représentant ensemble plus de 20% de l'indice CAC 40, progressent respectivement de +44%, +20% et +18%, contribuant pour 4 points à la hausse de l'indice au deuxième trimestre. Sans cette contribution, l'indice CAC 40 n'afficherait pas une hausse de 3% mais une baisse de 1%.

L'impression de meilleur des mondes associée à la concomitance d'une économie dynamique, d'une inflation mesurée et de banquiers centraux facilitant le recours au crédit bon marché a laissé place à un environnement plus anxieux. La croissance décélère, l'inflation et le prix du pétrole se redressent réduisant la marge de manœuvre des banquiers centraux à un moment où la menace nouvelle d'une guerre commerciale apparaît. Pourtant, malgré ces modifications de l'environnement, les évaluations n'ont pas faibli. Tant aux Etats-Unis qu'en Europe, elles restent dans le haut des fourchettes historiques. Les idées d'investissement se font donc plus rares et l'exposition de nos fonds a significativement diminué. Nous continuons de nous concentrer sur la recherche de valeurs ayant une histoire singulière dont nous estimons que les risques sont surestimés ou le potentiel sous-estimé. Cette approche a fait ses preuves au cours des dernières années.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 29 juin 2018	Volatilité 3 ans	Performances						
		T2 2018	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Plan Main Libre*: 15 143,33€	7,04	-4,1%	-1,1%	+11,7%	+4,93%	+14,73%	+2,33%	+15,14%
Plan Bâtitteur**: 14 343,26€	7,17	-3,9%	-0,2%	+10,43%	+3,94%	+14,06%	+4,03%	+14,76%
Euro-Flexible (Morningstar)	7,58	+1%	-1,4%	+5,23%	+2,22%	+4,68%	+5,46%	+5,47%

* Fonds créé le 25 mars 2010

Sources : HIM/ Morningstar

** Fonds créé le 8 juillet 2011

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Repères

Au 29 juin 2018	Valeurs	Evolutions						
		T2 2018	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 395,60	+1,0%	-3,1%	+6,5%	+0,7%	+4,5%	+1,2%	+17,9%
Rémunération exigée en Europe*	6,67%	+0,07	+0,26	-0,07	-1	-1,3	-1,1	-2
CAC 40 (France)	5 323,53	+3,0%	+0,2%	+9,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%	+18%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2 718,37	+2,9%	+1,7%	+19,4%	+9,3%	-0,5%	+11,4%	+29,6%
Nasdaq (USA technologies)	7 040,80	+7,0%	+10,1%	+31,5%	-3,2%	+6,1%	+13,40%	+38,3%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	28 955,11	-3,8%	-3,2%	+36%	+0,4%	-7,2%	+1,3%	+2,9%
Nikkei (Japon)	22 304,51	+5,4%	-2,0%	+19,1%	+0,4%	+9,1%	+7,1%	+56,7%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	72 762,51	-14,8%	-4,8%	+26,9%	+38,9%	-13,3%	-2,9%	-15,5%
Russie (RTS Index)	1 154,16	-7,4%	0%	+0,2%	+52,2%	-4,3%	-45,2%	-5,6%
Inde (Sensex)	35 423,48	+7,4%	+4,8%	+27%	+2,6%	-5,6%	+29,9%	+8,8%
Chine (SSE Composite)	2 847,42	-9,9%	-13,9%	+6,6%	-12,3%	+9,4%	+52,90%	-6,7%
Taux 10 ans								
France (OAT)	+0,67%	-0,06%	-0,12%	+0,11%	-0,24	+0,09	-1,60	+0,44
Allemagne (Bund)	+0,31%	-0,19%	-0,12%	+0,22%	-0,43	+0,09	-1,40	+0,63
Italie	+2,68%	+0,89%	+0,67%	+0,19%	+0,21	-0,27	-2,21	-0,44
Espagne	+1,33%	+0,17%	-0,24%	+0,20%	-0,41	+0,17	-2,53	-1,17
Grèce	+3,96%	-0,33%	-0,16%	-2,91%	-1,31	-1,26	+1,03	-3,27
USA (US Notes)	+2,86%	+0,12%	+0,46%	-0,04%	+0,18	+0,10	-0,86	+1,27
Japon	+0,03%	-0,01%	-0,02%	+0,01%	-0,24	-0,06	-0,41	-0,05
Autres								
Parité €/§	1,1705	-5,0%	-2,5%	+14,1%	-3,8%	-10,7%	-11,1%	+4,2%
Pétrole (BRENT §)	79,42	+13,1%	+18,8%	+17,8%	+54,8%	-36,3%	-48,1%	+1,1%
Or (Once §)	1 251,30	-6,2%	-4,4%	+13,7%	+8,5%	-10,3%	-1,7%	-27,3%

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'Haussmann 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.