

Paris, le 17 juillet 2020

***Les prévisions vous en disent beaucoup sur ceux qui les font, elles ne vous disent rien sur l'avenir \****

- ***Ce trimestre aura une place particulière dans les livres d'histoire***
  - *La chute d'activité due au confinement est suivie d'une reprise violente lors du déconfinement*
  - *Dans cette crise, seules les banques centrales peuvent aligner les trillions nécessaires*
  - *Ce trimestre, les Bourses du monde entier ont retrouvé des couleurs*
- ***Les perspectives économiques dépendent d'aléas positifs ou négatifs imprévisibles***
  - *L'évolution de la pandémie est une énigme même pour les spécialistes*
  - *Son impact sur le moral des agents économiques est une inconnue supplémentaire*
  - *Chacun s'interroge sur les contours du « monde d'après »*
- ***Ce contexte alimente une exubérance (pas totalement) irrationnelle des marchés***
  - *Les taux négatifs, puisque administrés, entretiennent une inflation des actifs*
  - *Les rares sociétés surfant sur des tendances porteuses sont tous les jours plus chères*
  - *Les cours de nombreuses sociétés anticipent un effondrement de la valeur de leurs actifs*
  - *Nous cherchons à identifier celles qui sortiront renforcées de cette crise, par nature temporaire*

Cher Investisseur,

La séquence confinement / déconfinement de ce trimestre aura une place particulière dans les livres d'histoire. La chute brutale de l'activité associée au confinement a été suivie par une reprise tout aussi exceptionnelle lors du déconfinement. Pour tenter d'éviter que cette crise sanitaire ne se transforme en une récession durable, les gouvernements ont mis en place des mesures de soutien exceptionnelles. Leur coût cumulé dépasse 10 000 Mds\$ (15% d'une année d'activité économique dans le monde). Cette réponse budgétaire massive est financée par un recours tout aussi massif à l'endettement. Il n'est possible qu'avec le soutien des banques centrales. Elles seules peuvent à la fois créer ex-nihilo l'argent nécessaire à l'achat de ces emprunts, décider du taux avantageux appliqué à ces nouvelles dettes et, un jour peut-être, faire en sorte qu'elles disparaissent.

Ce trimestre, les marchés financiers mondiaux ont applaudi. En Europe, l'Eurostoxx 50 progresse de 16%. Pourtant, les perspectives économiques et l'évolution des bénéfices des sociétés dépendent d'aléas positifs ou négatifs imprévisibles (l'évolution de la pandémie, son impact sur le moral des agents économiques, le résultat de la course au vaccin, les contours du « monde d'après »). L'envolée des Bourses mondiales peut donc paraître exubérante. Elle n'est pas totalement irrationnelle. Avec des taux durablement négatifs, puisqu'administrés par les banques centrales, la rémunération du risque associé à un investissement en actions européennes se maintient à bon niveau.

Notre univers de valeurs décotées, attaqué lors du confinement, a aussi profité du rebond. Dans cette période singulière, le vivier de sociétés dont le cours anticipe un effondrement de la valeur des actifs s'est sensiblement étoffé. Nous travaillons à identifier celles disposant des atouts nécessaires pour tenir puis sortir renforcées de cette crise, par nature temporaire mais d'une durée indéterminée.

\*Warren Buffet

*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.*

## ***Chute brutale d'activité due au confinement, reprise violente lors du déconfinement***

COVID-19 continue de parcourir le monde. Les conséquences économiques et financières des mesures prises pour contrôler sa diffusion font de ce trimestre un moment historique. Dans un premier temps, l'arrêt volontaire et quasi-synchronisé de la plupart des activités humaines dans les principales économies du monde a provoqué une chute de croissance d'une ampleur et d'une brutalité sans précédent. Après deux mois de confinement, une fois passé le pic de la pandémie à Wuhan puis en Europe, le déconfinement a été accompagné d'un rebond violent de l'activité. Ainsi, tant dans les services que dans l'industrie, les principales économies du monde ont successivement affiché une contraction record en avril et un rebond historique en mai et juin. Les indices composites PMI\* de Markit illustrent la brutalité du mouvement. Alors qu'au cours de la crise de 2008, ils n'étaient jamais tombés en dessous de 35, ils ont atteint des plus bas à 26 aux Etats-Unis et même 14 en zone euro en avril, pour revenir aux niveaux pré-crise (proche de 50) dès le mois de juin.

Le rebond violent de l'activité dû au déconfinement s'est accompagné d'une hausse significative des bourses du monde entier. Aux Etats-Unis, le S&P 500 progresse de 20% effaçant l'essentiel de la contreperformance du trimestre précédent. Avec un bond de plus de 30% au deuxième trimestre, le Nasdaq affiche même une performance positive de 12% depuis le début de l'année. En Europe, l'Eurostoxx 50 progresse de 16% sur le trimestre. Même dans les pays émergents les plus fragilisés par la crise sanitaire, les performances des indices sont spectaculaires. Le soutien budgétaire et monétaire massif des Etats et des banques centrales du monde entier participe à ce rebond boursier.

## ***Pour éviter une récession, le millier de milliard (trillion) devient l'unité de mesure***

Pour tenter d'éviter que le choc temporaire lié au confinement ne se transforme en une récession durable, les gouvernements ont mis en place des mesures de soutien exceptionnelles par leur rapidité et leur ampleur. Personne ne compte les seaux d'eau pour éteindre l'incendie. A travers des mesures d'urgence (prêts garantis, nationalisation des salaires, moratoires sur les impôts et les charges...) et des plans de relance, les Etats font la trésorerie des entreprises, soutiennent la consommation et l'emploi. Dans une étude récente, le FMI évalue l'appui budgétaire cumulé des gouvernements de la planète à plus de 10 000 Mds\$ (environ 15% d'une année d'activité économique dans le monde). Jamais dans l'histoire économique, un tel soutien public n'a été mis en œuvre. Il est à la hauteur de l'enjeu puisque, dans cette même étude, le FMI évalue la perte de PIB provoquée par le confinement à plus de 12 000 Mds\$ pour la période 2020-2021.

Cette réponse budgétaire massive est financée par un recours tout aussi massif à l'endettement. Le FMI évalue le déficit budgétaire moyen des pays avancés à 16,5% pour 2020. Aux Etats-Unis, le déficit fédéral approchera 20% du PIB en 2020. Dans les trois principaux pays de la zone euro, le seuil de 11% du PIB devrait être franchi. Conséquence de ces déficits, l'endettement des Etats atteindra des records cette année. Aux Etats-Unis, la dette publique dépassera 140% du PIB. Pour l'Allemagne, il s'agira d'utiliser une partie de la marge de manœuvre retrouvée à la suite de plusieurs années d'excédent budgétaire. La France et l'Italie s'enfonceront toujours plus dans les déficits. Avec une dette représentant 165% du PIB, l'Italie se trouvera dans une position comparable à la Grèce lors de la crise de la zone euro en 2012 et la France à la place de l'Italie (125%).

*\*Publiés chaque mois, à partir d'enquêtes auprès de milliers d'entreprises des principales zones économiques du monde, les indices PMI composites de Markit donnent une indication en temps réel du rythme de croissance des économies. Au-dessous de 50, l'indice signale une contraction de l'activité, au-dessus de 50, une expansion.*

*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.*

### ***Seules les banques centrales peuvent boxer dans cette catégorie***

Ce recours massif et généralisé à l'endettement n'est possible qu'avec le soutien des banques centrales. Elles seules peuvent à la fois créer ex-nihilo l'argent nécessaire à l'achat de ces emprunts et décider du taux avantageux appliqué à ces nouvelles dettes. Elles ont donc le pouvoir de rendre la charge d'intérêt additionnelle compatible avec les ressources budgétaires des Etats. Elles assurent ainsi leur solvabilité. En annonçant un soutien monétaire illimité, la FED s'engage résolument sur le chemin qu'emprunte le Japon depuis près d'une décennie. Malgré l'opposition de la cour constitutionnelle de Karlsruhe, mais avec le soutien du gouvernement et du parlement allemand, la BCE suit aussi cette voie. Dès mars, elle a mis en place un programme spécial d'achats d'obligations d'Etat de 750Mds€, étendu à 1500Mds€ en juin. Avec ce PEPP, elle maintient les taux nuls ou négatifs dans l'ensemble de la zone euro et contrôle les spreads entre les pays partageant la monnaie unique. Ainsi, la divergence confirmée des trajectoires budgétaires au sein de la zone euro, insoutenables en 2011, ne met plus en péril la monnaie unique aujourd'hui. En juin, elle a aussi mobilisé 1310Mds€ de prêts à -1% au profit des banques, afin qu'elles puissent à leur tour prêter à bon compte à l'économie tout en conservant une marge confortable. Toutes les banques centrales qui comptent dans le monde mettent donc en pratique la Théorie Monétaire Moderne selon laquelle elles peuvent financer des déficits budgétaires pour soutenir la croissance et l'emploi sans réveiller une inflation structurellement faible pour de multiples raisons (démographie moins dynamique, vieillissement de la population, innovation technologique, mondialisation, instabilité professionnelle grandissante...). Puisque le moment est historique et la crise mondiale, cette dette exceptionnelle, créée en contrepartie de nouvelle monnaie, pourrait même prendre la forme d'une dette perpétuelle à taux nul ou être un jour annulée. Le principal actif des banques centrales, leur crédibilité, n'en serait probablement pas affecté.

### ***Mais COVID-19 est un virus sournois, il défie les trillions***

La petite « gripette » du début de l'année confirme son statut de virus sournois. Il continue de parcourir le monde, contaminant aujourd'hui 250 000 personnes chaque jour, 17 fois plus que les 15 000 touchés quotidiennement lorsqu'en mars l'Europe décidait son confinement. Pour l'instant, il défie toujours la communauté scientifique mondiale. Certes, des outils de dépistage, notamment des tests sérologiques, ont été rapidement développés et diffusés. Mais aucun traitement efficace ne s'est imposé au cours de ces derniers mois. Sur des sujets aussi importants que les modes de transmission de ce virus, ou la réponse immunitaire des patients, les spécialistes se contredisent. Heureusement, dans le monde entier, les groupes pharmaceutiques, les universités, les start-ups de la biotechnologie multiplient les projets de vaccins. Selon The London School of Hygiène & Tropical Medecine, au moins 19 consortiums ont commencé des essais cliniques. Le succès est sûrement au bout du chemin, dont la longueur reste néanmoins indéterminée. Les plus rapides envisagent la mise sur le marché des premiers vaccins durant le deuxième trimestre 2021.

En attendant, les gestes barrières, la distanciation sociale et le confinement, trois ennemis de la prospérité, resteront les seuls remèdes efficaces pour contrôler la propagation du virus. La reprise économique en cours est donc toujours à la merci des caprices du COVID-19. Elle dépendra aussi d'aléas positifs ou négatifs impossibles à anticiper puisqu'ils relèvent de la médecine. En l'absence d'expérience historique similaire, l'impact de cette crise sanitaire sur le moral des agents économiques est une inconnue supplémentaire. L'excédent d'épargne accumulé durant le confinement dynamisera-t-il la consommation des trimestres à venir ? Au contraire, l'inquiétude née de la montée attendue du chômage renforcera-t-il leur propension à épargner et à différer leurs projets d'investissement ?

*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 s'interroge sur les contours du « monde d'après »***

Depuis l'apparition de la pandémie et le confinement de près de la moitié de la population de la planète, chacun ressent que cette expérience exceptionnelle est susceptible de susciter des changements de comportements individuels ou collectifs. Un grand nombre d'écrivains, de penseurs, de philosophes, ou de chefs d'entreprises s'exprime sur ce sujet. Des livres ont même déjà été publiés. Les optimistes, veulent un « monde d'après » plus digital, plus vert et plus local. Plus digital, parce que l'e-commerce et le télétravail ont montré leur potentiel. Plus vert, parce qu'avec le confinement la prise de conscience écologique s'est diffusée. Plus local, parce que cette pandémie est perçue comme un sous-produit d'une mondialisation excessive. En Europe, l'Allemagne dessine aussi un « monde d'après » plus solidaire. Annoncé fin mai, la proposition Franco-Allemande consistant à lancer un emprunt européen de 750 Mds€ reviendrait, si elle est adoptée, à mutualiser des dettes entre Etats membres. C'est une avancée majeure vers plus d'intégration en Europe et un changement significatif de la politique européenne de l'Allemagne. Les pessimistes, Michel Houellebecq en tête, l'imaginent « *le même en un peu pire* », avec plus de dettes, plus de rivalités entre puissances, plus d'inégalités. Il pourrait bien être plus inégalitaire. D'une part, parce que dans les pays émergents, l'absence de protection sociale efficace menace de renvoyer des centaines de millions d'individus dans l'extrême pauvreté. D'autre part, parce que les secteurs les plus touchés, notamment l'événementiel, le tourisme ou la restauration, sont de gros employeurs de main d'œuvre non qualifiée. Enfin, parce que l'inflation des actifs financiers et immobiliers, résultat de la politique monétaire des banques centrales, enrichit les détenteurs de patrimoine, notamment les vieux, alors qu'une part croissante de la population, notamment les jeunes, est exclue du marché immobilier.

## ***Ce contexte alimente une exubérance (pas totalement irrationnelle) des marchés...***

Cette inflation des actifs financiers et immobiliers crée aussi un sentiment d'inconfort. Alors que le PIB mondial connaîtra un trou d'air historique en 2020 (-5% selon le FMI), que la crise sanitaire n'a pas encore atteint son pic, et que les perspectives restent très incertaines, l'envolée des Bourses mondiales peut paraître exubérante. Elle n'est pourtant pas totalement irrationnelle. Comme en 2019, cette hausse tient à un calcul d'arbitrage entre les taux et les actions. Avec des taux durablement négatifs, puisqu'administrés par les banques centrales, la rémunération du risque associé à un investissement en actions se maintient à bon niveau. L'écart de rentabilité entre les actions européennes d'une part (6,17% soit l'inverse du PER de l'année prochaine) et un taux sans risque symbolisé par l'emprunt allemand à 10 ans (-0,45%) s'élève aujourd'hui à 6,62%. Il est supérieur au niveau pourtant historique de 5,85% atteint en mars 2009, au plus fort de la crise financière. Ce même fondement théorique explique aussi la performance de belles et grosses valeurs de croissance, notamment dans le secteur du luxe et de la technologie. Les modèles d'actualisation de cash-flows futurs utilisés pour évaluer ce type de sociétés sont aussi très sensibles aux variations du paramètre « taux ». Ainsi, selon notre modèle, une baisse de 100 points (1%) du taux d'actualisation augmente « mathématiquement » de 20% l'évaluation d'une société. Notre univers de valeurs décotées, attaqué lors du confinement, a aussi profité du rebond. Notre fonds Plan Main Libre PEA progresse de 8,7% ce trimestre. Dans cette période singulière, le vivier de sociétés dont le cours anticipe un effondrement de la valeur des actifs s'est sensiblement étoffé. Nous travaillons à identifier celles disposant des atouts nécessaires pour tenir puis sortir renforcées de cette crise, par nature temporaire mais d'une durée indéterminée.

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 26 juin 2020	Volatilité 3 ans	Performances						
		T2 2020	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Plan Main Libre PEA *: 13558,22€	11,1	+8,7%	-11,2%	+4,4%	-4,2%	+11,7%	+4,9%	+14,7%
Euro-Flexible (Morningstar)	10,7	nc	-7,3%	+12,1%	-9,9%	+6,8%	+2,1%	+3,3%
Classement (base 100)	na	nc	79	88	11	15	22	3

\* 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 juin 2020	Valeurs	Evolutions						
		T2 2020	2020	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Europe</b>								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 234,07	+16%	-13,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%	+0,7%	+4,5%
Rémunération exigée en Europe*		4,29%	-3,06	-1,09	+0,63	-0,07	-1	-1,3
CAC 40 (France)	4 935,99	+12,3%	-17,4%	+26,4%	-8,4%	+9,3%	+4,9%	+8,5%
<b>Etats-Unis</b>								
S&P 500 (USA)	3 100,29	+20%	-4%	+28,9%	-6,4%	+19,4%	+9,3%	-0,5%
Nasdaq (USA technologies)	10 058,77	+30,6%	+12,1%	+35,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%	+6,1%
<b>Asie</b>								
Hang Seng (Hong Kong)	24 425,19	+3,5%	-13,4%	+9,1%	-14,4%	+36%	+0,4%	-7,2%
Nikkei (Japon)	22 288,14	+17,8%	-5,8%	+18,2%	-4,7%	+19,1%	+0,4%	+9,1%
<b>Emergents</b>								
Brésil (Bovespa Index)	95 055,82	+30,2%	-17,8%	+31,6%	+0,8%	+26,9%	+38,9%	-13,3%
Russie (RTS Index)	1 212,63	+19,5%	-21,7%	+44,9%	-13,6%	+0,2%	+52,2%	-4,3%
Inde (Sensex)	34 915,80	+18,5%	-15,5%	+16,2%	+7,8%	+27%	+2,6%	-5,6%
Chine (SSE Composite)	2 984,67	+8,5%	-2,1%	+22,3%	-20,4%	+6,6%	-12,3%	+9,4%
<b>Taux 10 ans</b>								
France (OAT)	-0,11	-0,09	-0,23	-0,58	-0,09	+0,11	-0,24	+0,09
Allemagne (Bund)	-0,45	0,04	-0,26	-0,44	-0,18	+0,22	-0,43	+0,09
Italie	1,33	-0,18	-0,10	-1,38	0,80	+0,19	+0,21	-0,27
Espagne	0,48	-0,18	0,01	-0,93	0,35	+0,20	-0,41	+0,17
Grèce	1,21	-0,44	-0,28	-2,88	0,19	-2,91	-1,31	-1,26
USA (US Notes)	0,67	0,02	-1,25	-0,88	-0,27	-0,04	+0,18	+0,10
Japon	0	-0,01	0,03	-0,07	-0,08	+0,01	-0,24	-0,06
<b>Autres</b>								
Parité €/ \$	1,1225	+2,3%	+0,1%	-2%	-7,5%	+14,1%	-3,8%	-10,7%
Pétrole (BRENT \$)	41,53	+57%	-37,2%	+22,7%	-23,2%	+17,8%	+54,8%	-36,3%
Or (Once \$)	1793,60	+12%	+17,8%	+21,2%	+5,7%	+13,7%	+8,5%	-10,3%

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'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.