

Paris, le 19 octobre 2018

« Les solutions pour résoudre une crise portent en elles les germes de la prochaine crise »¹

- **Dixième anniversaire de la chute de Lehman Brothers**
 - 10 ans après la crise de 2008, analyser les ressorts possibles de la prochaine crise est tendance
 - Les sujets de préoccupation s'accumulent
 - Les principaux pays de chaque zone géographique sont concernés
- **La croissance toujours robuste confirme sa décélération**
 - Aux Etats-Unis, la politique fiscale et budgétaire a poussé la croissance à un pic
 - En Europe, les exportations donnent des signes d'essoufflement
 - La Chine commence déjà à souffrir de la guerre commerciale décidée par Donald Trump
- **La normalisation des politiques monétaires n'est plus une option**
 - Aux USA, la hausse des salaires et de l'inflation impose à la FED une politique plus restrictive
 - La BCE ne pourra longtemps continuer à être le ciment d'une zone euro politiquement affaiblie
 - Dans un contexte d'évaluations toujours tendues, nos disponibilités sont importantes

Cher Investisseur,

Ce trimestre se termine sur le dixième anniversaire de la chute de Lehman Brothers. A cette occasion, analyser les ressorts possibles de la prochaine crise est devenu un exercice à la mode. Les sujets de préoccupation ne manquent pas : agressivité politique, commerciale et diplomatique de l'Amérique de Donald Trump, faiblesse politique de l'Europe, divergence croissante des trajectoires politiques économiques et budgétaires des pays du cœur de la zone euro, incertitude sur le rythme de la croissance mondiale, perspective d'une normalisation des politiques monétaires confirmée par le retour de l'inflation...

Dans un monde toujours plus endetté dans lequel les taux sont encore très bas et les actifs financiers généreusement évalués, ces préoccupations engendrent de la nervosité et accroissent la volatilité. Malgré tout, la robustesse actuelle de la croissance de l'économie et des bénéfices soutient les évaluations qui ne faiblissent pas. L'Eurostoxx 50 est quasi-stable ce trimestre (+0,2%). Le S&P 500 progresse de 7,2%.

Dans ce contexte, les idées d'investissement restent rares. L'exposition aux actions de nos fonds est donc toujours limitée et nos disponibilités sont importantes. Nous continuons de rechercher des titres pour lesquels nous estimons que les risques sont surestimés ou le potentiel sous-estimé. A l'aide de notre processus structuré d'analyse et d'évaluation des sociétés, nous tenterons de profiter de la volatilité croissante des marchés pour saisir les opportunités que nous aurons identifiées.

¹ D'après un entretien avec Larry Fink, PDG de BlackRock publié dans le journal Le Monde du 20 septembre 2018

10 ans après la chute de Lehman Brothers, disserter sur la prochaine crise est très tendance

Dix ans après la chute de Lehmann Brothers, le 15 septembre 2008, analyser les ressorts possibles de la prochaine crise devient un thème à la mode. Les sujets de préoccupation ne manquent pas. Ils continuent même de s'accumuler de trimestre en trimestre. Les Etats-Unis de Donald Trump restent source de tensions notamment en matière de commerce international. En Europe, à six mois de l'échéance, l'impasse dans laquelle se trouve la négociation sur le Brexit inquiète, tout comme la divergence croissante des trajectoires politiques et budgétaires des pays du cœur de la zone (Allemagne, France, Italie). Dans ce contexte troublé, le rythme de la croissance mondiale devient un sujet d'incertitude alors que le retour de l'inflation et donc l'orientation plus restrictive des politiques monétaire des banques centrales se confirme.

Alors que la crise de 2008 a été traitée par des taux nuls voire négatifs administrés par les banques centrales, l'endettement a fortement augmenté partout dans le monde, et les actifs immobiliers ou financiers ont sensiblement progressé. Le changement de politique monétaire en cours, et les sujets de préoccupation associés créent des tensions. La nervosité et la volatilité augmentent mais les évaluations n'ont pas faibli. L'Eurostoxx 50 est quasi-stable ce trimestre (+0,2%). Le S&P 500 progresse de 7,2%. Comme le trimestre précédent, les disparités de performances sectorielles sont importantes. La hausse des valeurs pétrolière et d'un nombre très limité de titres de qualité notamment dans le secteur du luxe et de la technologie masque une baisse de larges compartiments de la cote.

Donald Trump déroule la politique issue de son slogan « America First »

L'agressivité politique, commerciale et diplomatique de l'Amérique de Donald Trump est un facteur essentiel de nervosité. Son administration met en œuvre la politique issue de son slogan électoral « America First » et remet en cause le cadre institutionnel dans lequel s'organisent les relations internationales en privilégiant les négociations bilatérales. Elle n'hésite pas à utiliser brutalement la puissance de l'économie ou la suprématie du dollar pour améliorer les termes d'accords commerciaux ou imposer au monde ses décisions diplomatiques. La période électorale des mid-terms renforce cette agressivité.

Les discussions sur les échanges commerciaux ont connu des fortunes diverses ce trimestre. Un accord à été trouvé avec le Mexique et le Canada pour réaménager l'Aléna. Les discussions se poursuivent avec l'Europe. Avec la Chine, la tension est encore montée. Depuis le 24 septembre, 200Md\$ d'importations chinoises supplémentaires subissent une surtaxe de 10%, qui doit passer à 25% le 1er janvier prochain. Ces 200Md\$ s'ajoutent aux 50Md\$ taxés depuis juillet dernier. La Chine a immédiatement riposté en taxant à son tour 60Md\$ d'importations américaines puis s'est retirée de négociations qu'elle ne souhaite pas mener sous la menace de nouvelles sanctions.

La politique fiscale et budgétaire américaine suscite aussi des inquiétudes. Elle donne un coup d'accélérateur temporaire à une économie déjà très dynamique. Une baisse historique du taux de chômage en découle (3,8%, au plus bas depuis 1969). Des tensions sur les salaires se confirment, renforçant la perspective d'une accélération autoentretenu de l'inflation, dont le rythme se situe aujourd'hui au-dessus des objectifs de la FED. Le durcissement de la politique monétaire qui en découle, tire les taux et le dollar vers le haut et fragilise les pays émergents les plus dépendants de financements extérieurs.

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.

Face à une Amérique déterminée, l'Europe est indécise et fragmentée

En Europe, les sujets de division se multiplient. Les négociations sur le Brexit sont dans une impasse irlandaise. Par l'Italie, la remise en cause des règles et du fonctionnement de l'institution européenne atteint le cœur de la zone euro. Le financement du programme électoral ayant porté au pouvoir une coalition des extrêmes en mai dernier, conduit à un déficit de 2,4% en 2019. Fort de sa légitimité démocratique, le nouveau gouvernement a décidé de défier l'Europe. Il présente un budget remettant en cause l'engagement du précédent gouvernement de ramener le déficit budgétaire à 0,8% du PIB. Alors que la croissance italienne est anémique, les investisseurs s'inquiètent de la perspective d'un dérapage de la colossale dette publique italienne (133% du PIB). Les taux souverains italiens se tendent. Les ressources budgétaires du pays ne permettront pas d'absorber une hausse du coût de financement des déficits qui ne manquera pas de s'imposer si la défiance des investisseurs se prolonge. Alors que le cordon entre le risque souverain et le risque bancaire n'a pas été rompu, une contagion du système financier transalpin ne peut être exclue. Le spectre de la crise de 2011 ressurgirait.

Plus généralement, les divergences de trajectoire politique et budgétaire des pays du cœur de la zone (Allemagne, France, Italie) s'accroissent. Elles pourraient provoquer des tensions lorsque l'économie sera moins florissante. Alors que l'Allemagne génère des excédents budgétaires réguliers, sa dette est revenue en 2018 à 60% du PIB en baisse de 20 points de PIB depuis 2012. Sur la même période la dette de la France a progressé de 10 points de PIB pour atteindre 100%. La France affiche toujours l'un des déficits publics les plus élevés de la zone euro (2,8%). Elle n'a pas su profiter de la période de soutien organisée par la BCE pour reconstituer des marges de manœuvre, ni se donner les moyens d'absorber une future hausse des taux ou de soutenir l'activité lors de la prochaine période de ralentissement.

La croissance toujours robuste confirme sa décélération...

Dans ce contexte international plus compliqué, la croissance est toujours robuste mais sa dynamique s'essouffle. Le FMI a revu récemment en baisse de 0,2 points ses estimations pour 2018 et 2019. Elle est attendue stable à 3,7% sur les deux prochaines années. La révision concerne toutes les zones, en particulier les émergents. Certains, comme la Chine souffrent du bras de fer commercial engagé avec les Etats-Unis. D'autres dépendent trop de financements extérieurs et sont pénalisés par la politique monétaire plus restrictive de la FED et les sorties de capitaux qu'elle provoque (Argentine et Turquie notamment).

Les récents indices PMI de Markit, établis à partir d'enquêtes recueillies auprès de panels de milliers d'entreprises, montrent aussi qu'un pic de cycle a été atteint un peu partout dans le monde. En Europe, Markit note que l'affaiblissement de la croissance est essentiellement le fait du ralentissement des exportations manufacturières hors zone euro. L'incertitude provoquée par les renégociations des accords commerciaux en cours n'est pas sans effet sur le moral des agents économiques et sur l'activité. Toujours selon Markit, un pic de croissance a été atteint en mai dernier aux Etats-Unis. La saturation des capacités limite les possibilités de satisfaire une demande toujours solide. La dynamique de l'économie est aujourd'hui sur un rythme de 3% l'an contre 4,2% au deuxième trimestre 2018. Ces indications confirment que la politique fiscale et budgétaire expansionniste de l'administration Trump a dopé de façon temporaire un cycle de croissance d'une robustesse et d'une longueur exceptionnelles.

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.

... alors que la normalisation des politiques monétaires n'est plus une option

L'inflation, élément central voire unique du mandat des banques centrales, est de retour. Elle n'est plus seulement tirée par la hausse des prix de l'énergie et résulte de plus en plus, notamment en Allemagne et aux Etats-Unis, de la hausse des salaires amorcée par la dynamique économique et la baisse du chômage. Aussi, aux Etats-Unis et en zone euro, la normalisation des politiques monétaires n'est plus une option.

Aux Etats-Unis, l'indice PCE se situe à +2% en rythme annuel en progression sensible par rapport aux +1,5% du début de l'année 2018. Dans ce contexte, la FED a confirmé ce trimestre son engagement sur le chemin d'une politique monétaire plus restrictive. Fin septembre, pour la troisième fois depuis le début de l'année 2018, elle a augmenté ses taux directeurs de 0,25% pour les porter dans la fourchette de 2%-2,25%.

En zone euro, le retour de l'inflation est encore un sujet de discussion. Dans de nombreux pays, notamment en France et en Allemagne, les indices harmonisés incluant l'énergie (ICPH) sont déjà au-dessus de 2%, objectif inscrit dans le mandat de la BCE (+2,1% pour la zone euro, +2,2% en Allemagne, +2,5% en France). Mais retraité des prix de l'énergie, le taux est environ deux fois inférieur (+0,9% en septembre). Reste que Mario Draghi, dont le mandat arrive à échéance fin 2019, a indiqué récemment que la BCE anticipait aujourd'hui un redressement « vigoureux » de l'inflation sous-jacente. Dans ce contexte, l'arrêt du QE initié en 2015 est confirmé pour fin 2018. Dès octobre, les achats d'actifs seront divisés par deux à 15Md€ par mois. Si le retour d'une inflation conforme au mandat de la BCE se confirmait dans les trimestres à venir, l'institution aura de plus en plus de mal à justifier son rôle de ciment d'une zone euro politiquement affaiblie. La disparition de ce filet de sécurité ne manquera pas de générer plus de nervosité.

La nervosité augmente et la prudence s'impose toujours

Les tendances constatées le trimestre précédent se sont poursuivies ce trimestre. Alors que les sujets de préoccupation se multiplient, les marchés financiers deviennent plus volatils. Toute communication moins positive qu'anticipé notamment dans l'univers des valeurs moyennes provoque une correction brutale. Dans le même temps, un nombre très limité de valeurs de grande taille fortement pondérées soutiennent les indices.

Les idées d'investissement continuent d'être rares. L'exposition aux actions de nos fonds est donc restée limitée et nos disponibilités sont importantes. Nous continuons de rechercher des titres pour lesquels nous estimons que les risques sont surestimés ou le potentiel sous-estimé.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 28 septembre 2018	Volatilité 3 ans	Performances						
		T3 2018	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Plan Main Libre*: 15 191,07 €	6,77	+0,3%	-0,8%	+11,7%	+4,93%	+14,73%	+2,33%	+15,14%
Euro-Flexible (Morningstar)	8,23	+2,1%	+0,7%	+5,23%	+2,22%	+4,68%	+5,46%	+5,47%

* 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 septembre 2018	Valeurs	Evolutions						
		T3 2018	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 401,98	+0,2%	-2,9%	+6,5%	+0,7%	+4,5%	+1,2%	+17,9%
Rémunération exigée en Europe*	6,45%	-0,22	+0,04	-0,07	-1	-1,3	-1,1	-2
CAC 40 (France)	5 493,49	+3,2%	+3,4%	+9,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%	+18%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2 913,98	+7,2%	+9%	+19,4%	+9,3%	-0,5%	+11,4%	+29,6%
Nasdaq (USA technologies)	7 627,65	+8,3%	+19,2%	+31,5%	-3,2%	+6,1%	+13,40%	+38,3%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	27 788,52	-4%	-7,1%	+36%	+0,4%	-7,2%	+1,3%	+2,9%
Nikkei (Japon)	24 142,50	+8,2%	+6,1%	+19,1%	+0,4%	+9,1%	+7,1%	+56,7%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	78 656,16	+8,1%	+3%	+26,9%	+38,9%	-13,3%	-2,9%	-15,5%
Russie (RTS Index)	1 192,04	+3,3%	+3,3%	+0,2%	+52,2%	-4,3%	-45,2%	-5,6%
Inde (Sensex)	36 227,14	+2,3%	+7,1%	+27%	+2,6%	-5,6%	+29,9%	+8,8%
Chine (SSE Composite)	2 821,35	-0,9%	-14,7%	+6,6%	-12,3%	+9,4%	+52,90%	-6,7%
Taux 10 ans								
France (OAT)	+0,81%	+0,14%	+0,01%	+0,11%	-0,24	+0,09	-1,60	+0,44
Allemagne (Bund)	+0,47%	+0,17%	+0,05%	+0,22%	-0,43	+0,09	-1,40	+0,63
Italie	+3,14%	+0,47%	+1,13%	+0,19%	+0,21	-0,27	-2,21	-0,44
Espagne	+1,05%	-0,28%	-0,52%	+0,20%	-0,41	+0,17	-2,53	-1,17
Grèce	+4,18%	+0,22%	+0,06%	-2,91%	-1,31	-1,26	+1,03	-3,27
USA (US Notes)	+3,07%	+0,21%	+0,66%	-0,04%	+0,18	+0,10	-0,86	+1,27
Japon	+0,13%	+0,10%	+0,08%	+0,01%	-0,24	-0,06	-0,41	-0,05
Autres								
Parité €/ \$	1,17	0%	-2,5%	+14,1%	-3,8%	-10,7%	-11,1%	+4,2%
Pétrole (BRENT \$)	82,88	4,4%	23,9%	+17,8%	+54,8%	-36,3%	-48,1%	+1,1%
Or (Once \$)	1 196,20	-4,4%	-8,6%	+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.