

« Nein zu allem »¹

- **La croissance est toujours une denrée rare**
 - Les révisions en baisse des perspectives de croissance mondiale se poursuivent
 - Pour des raisons variées, toutes les zones géographiques sont concernées
 - L'Eurostoxx 50 baisse de -8,6% ce trimestre
- **Une somme inhabituelle de facteurs d'instabilité s'accumule notamment en Europe**
 - Le projet européen est au point mort voire en régression
 - Divergence grandissante des trajectoires économiques et budgétaires des pays de la zone euro
 - L'Allemagne s'oppose à ses partenaires sur un nombre croissant de sujets
- **L'action des banques centrales se transforme en sujet d'inquiétude**
 - La volatilité est de retour et les placements sans risque rapportent moins que rien
 - La diffusion des taux négatifs est la marque d'une inquiétude grandissante
 - Prudents, nous continuons à sélectionner avec optimisme des valeurs décotées

Cher Investisseur,

Une fois de plus, le 12 avril, le FMI a revu en baisse ses prévisions de croissance de l'économie mondiale. Toutes les zones géographiques sont concernées, même si les émergents expliquent l'essentiel de ces révisions. La récession se confirme au Brésil et en Russie. En Chine, le nouveau plan quinquennal (2016-2020) consacre la transition vers plus de services et de consommation intérieure. Cette transition est un chemin semé d'embûches. Elle nécessitera de lourdes restructurations d'un outil industriel endetté, surcapacitaire et peu productif. Aux Etats-Unis, la longue phase d'expansion (7 ans) s'est confirmée en 2015, à un rythme néanmoins moins soutenu en fin d'année. La perspective d'une hausse même graduelle des taux inquiète. A peine enclenchée, le redressement de la croissance en zone euro donne des signes d'essoufflement.

Une somme inhabituelle de facteurs d'instabilité s'accumule, notamment en Europe. Le projet politique est au point mort voire en régression. A l'issue du referendum du 23 juin prochain, il n'est pas exclu que le Royaume-Uni quitte l'Union. Les divergences de trajectoires budgétaires et économiques entre l'Allemagne et l'Europe du Sud incluant la France s'accroissent. L'Allemagne et ses partenaires n'arrivent pas à s'accorder sur une approche commune des sujets à traiter. Même l'action de la BCE, pourtant indépendante, devient un sujet de discorde. Son engagement complémentaire dans la lutte contre le risque de déflation annoncé le 10 mars est vivement critiqué en Allemagne.

Plus généralement, l'action des banques centrales ne suffit plus à rassurer les investisseurs. En Europe, la BCE impose le défi des taux négatifs. Son action, associée aux exigences réglementaires et aux inquiétudes nées de la complexité de l'environnement général participent à la diffusion de plus en plus large de taux négatifs. Dans ce contexte, la quête de rendement devient compliquée. L'investissement raisonné dans des valeurs décotées reste l'une des très rares options susceptibles de générer de la performance.

¹ "Non à tout", synthèse imagée de l'approche allemande attribuée à Mario DRAGHI, Président de la BCE

La révision en baisse régulière des perspectives de croissance mondiale se confirme

Une nouvelle fois ce trimestre, la vigueur de la croissance mondiale déçoit. Ce sujet de préoccupation devient récurrent. En 2015, comme les années précédentes, la réalité de la croissance mondiale (+3,1%) est inférieure aux prévisions initiales des institutions, notamment du FMI (+4% en octobre 2014). Une somme inhabituelle de facteurs d'instabilité fait aussi douter de la soutenabilité des prévisions pour 2016. Elles ont déjà été revues significativement en baisse depuis un an (de +3,8% à +3,2%).

Les émergents qui assurent deux tiers de la croissance mondiale, expliquent l'essentiel de ces révisions. Le Brésil et la Russie sont en récession du fait de la baisse des matières premières mais aussi de facteurs spécifiques (sanctions internationales en Russie, scandale Petrobras au Brésil). Le ralentissement de l'économie chinoise (15% du PIB mondial) se confirme. Le nouveau plan quinquennal (2016-2020) dévoilé ce trimestre prévoit une croissance officielle de +6,5% par an sur la période. La fiabilité des statistiques et la soutenabilité des prévisions suscitent des doutes croissants. Les défis sont nombreux. La croissance passée a été tirée par la montée de l'endettement des entreprises notamment publiques. Le modèle fondé sur l'investissement à crédit en infrastructures et en capacités industrielles est à bout de souffle. Dans les industries de base (acier, charbon, ciment...) les surcapacités sont considérables. Le système financier porte une masse de crédit non performants. Des restructurations coûteuses en emplois sont inévitables. Selon les autorités, une dizaine de millions d'ouvriers seront concernés. Les hausses de salaires des dernières années, indispensables au maintien de la paix sociale, grèvent la compétitivité à l'exportation d'un outil industriel peu sophistiqué. En l'absence de systèmes sociaux efficaces, les chinois épargnent près de la moitié de leurs revenus. La consommation intérieure peine donc à prendre le relais. La transition d'une économie portée par l'exportation et l'investissement vers un modèle laissant une place grandissante à la consommation intérieure est un chemin semé d'embûches. La dévaluation du Yuan est une option pour accompagner la transition, soutenir la croissance et limiter les sorties de capitaux. Cette perspective inquiète les investisseurs. Ils y voient une concurrence accrue des produits chinois sur les marchés internationaux et le ferment de pressions déflationnistes.

Aux Etats-Unis, la longue phase d'expansion actuelle (7 ans) s'est certes confirmée en 2015. Mais l'année se termine sur une progression du PIB de +2,4%, significativement inférieure aux anticipations initiales du FMI (+3,6% en janvier 2015). La consommation (70% du PIB) a été stimulée par la décreue du chômage, la baisse du prix du pétrole et l'effet richesse lié à la bonne tenue de l'immobilier et des marchés financiers. Mais la crise du secteur pétrolier, la hausse du dollar et le ralentissement de l'économie mondiale pèsent sur l'activité, les résultats, l'investissement et les perspectives des entreprises. Par ailleurs, la hausse des taux enclenchée en décembre 2015 inquiète.

En zone euro, la plupart des pays ont accéléré en 2015. L'Allemagne (+1,7%) est au-dessus de la moyenne (+1,5%). La baisse de la production industrielle en fin d'année, conséquence d'une demande extérieure moins dynamique, a été compensée par la consommation des ménages. L'Espagne profite de la compétitivité retrouvée de sa main d'œuvre et progresse de +3,1%. L'Italie est sortie de trois ans de récession. La France est passée de +0,4% à +1,1%. Les turbulences politiques en Grèce ont miné la croissance (-1,9%). Si la croissance de la zone euro s'est modestement redressée, elle reste néanmoins anémique. La baisse du pétrole, de l'euro et des taux d'intérêts laissait espérer mieux que le +1,5% affiché.

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.

Une somme inhabituelle de facteurs d'instabilité s'accumule

Le premier trimestre 2016 s'est poursuivi sur la lancée du second semestre 2015, en pire. L'indice Eurostoxx 50 baisse de -8,6%. Il perdait jusqu'à -20% mi-février. Les sujets de préoccupation sont les mêmes chaque trimestre : ralentissement de la croissance mondiale notamment dans les émergents, faible visibilité sur la situation économique en Chine, récession au Brésil et en Russie, tensions géopolitiques en Europe centrale et au Moyen-Orient, ralentissement du commerce mondial, recours toujours plus important à l'endettement à travers le monde, chute du prix du pétrole et des matières premières, réorientation de la politique monétaire américaine alors que le cycle de croissance est déjà très avancé, instabilité des changes, montée des extrémismes en Europe, atonie de la croissance en Europe associée à une inflation négative, divergence croissante des trajectoires économiques et budgétaires des pays cœur de la zone euro, faiblesse récurrente de la gouvernance européenne alors que la menace terroriste s'amplifie. La réponse monétaire des banques centrales ne suffit plus à rassurer. Elle devient même un nouveau sujet d'inquiétude.

.... notamment en Europe et plus particulièrement en zone euro

L'Europe politique est confrontée à des défis grandissants liés à la complexité de la gouvernance européenne. L'union économique et monétaire décidée lors du sommet de juin 2012 est au point mort. En quatre ans, l'objectif de créer « *un cadre financier intégré, un cadre budgétaire intégré et un renforcement de la légitimité démocratique et de l'obligation de rendre des comptes* » reste théorique. Le bilan est cruel. Les enjeux de politique nationale ne favorisent pas l'avancée d'une Europe intégrée : Le gouvernement espagnol n'a pas de légitimité démocratique, au Royaume-Uni, un referendum se tiendra le 23 juin prochain pour décider du maintien ou non du pays dans l'Union, partout les gouvernements sont affaiblis par la montée des partis populistes. Les divergences de trajectoires budgétaires et économiques des membres de la zone euro s'accroissent. L'Allemagne accumule les excédents budgétaires et commerciaux. La dette publique décroît. Au regard des règles européennes, les excédents commerciaux sont mêmes excessifs. Le chômage y est deux fois moins élevé qu'ailleurs. Au contraire, les pays d'Europe du Sud, incluant la France, peinent à remettre leurs déficits et leurs dettes publiques sur une trajectoire conforme à leurs engagements. La France et l'Allemagne ont de plus en plus de mal à dissimuler leurs divergences. L'Allemagne s'agace de l'incapacité de ses partenaires à tenir leurs engagements.

La tragédie grecque se poursuit. Elle se complique même avec la crise des migrants. Depuis 2011, chaque round de négociation menace de se conclure par un défaut et une sortie de la Grèce de la zone euro. Ce fut le cas au printemps 2015. Ce sera probablement le cas, à l'occasion du remboursement de la prochaine échéance de juillet. A travers les institutions (BCE, Etats, FEFS), le contribuable européen détient l'essentiel de la dette extérieure grecque. L'enjeu n'est donc plus la stabilité du système financier européen. Il est devenu politique. Peut-on dès à présent renégocier une dette que chacun sait insoutenable ? L'Allemagne juge les réformes structurelles préalables indispensables. Elle dit non à l'ouverture de négociations sur la restructuration ordonnée de la dette grecque. Tenant de la discipline budgétaire et du respect des engagements pris, elle s'oppose aussi à la mutualisation des dettes, à la création d'Eurobonds, à l'aménagement du pacte de stabilité et de croissance. Elle critique la politique monétaire de la BCE. Les partenaires de l'Allemagne et la BCE s'agacent de la propension de l'Allemagne à dire non à tout : « *Nein zu allem* ».

L'action des banques centrales se transforme en sujet d'inquiétude

Depuis près d'un an, l'action des banques centrales ne suffit plus à rassurer les investisseurs. Pire, elle devient source d'inquiétude. Aux Etats-Unis, la FED a entamé une période de hausse des taux. Initié alors que le cycle de reprise est très avancé, ce mouvement pourrait accélérer le ralentissement attendu du rythme de croissance. Prudente, la FED parvient à rassurer par son pragmatisme. Reste que l'inflation accélère aux USA. Hors énergie, elle se situe à +2,3% en base annuelle en mars et dépasse depuis plusieurs mois l'objectif de l'institution. Pour peu que la hausse des salaires liée à la décrue du chômage se confirme, alors que la baisse du prix de l'énergie ne pèsera plus dans quelques mois, le retour de l'inflation se confirmerait.

En Europe, la BCE s'inquiète de la décrue de l'inflation. Entrée en territoire négatif en janvier 2015, elle se maintient en dessous ou proche de 0 depuis lors, loin de l'objectif de l'institution (+2% incluant le prix de l'énergie). Hors énergie, l'inflation a néanmoins progressé de +0,6% à +1% sur la période. La baisse du prix du pétrole a annulé l'effet des mesures monétaires annoncées il y a plus d'un an. Le 10 mars dernier, la BCE a donc décidé des mesures complémentaires significatives. Le programme de rachat d'actifs de janvier 2015 a été augmenté de 60Md€ à 80Md€ par mois. Il inclut un spectre plus large d'émetteurs. Le taux de refinancement a été ramené à 0%. La rémunération des dépôts est passée de -0,3% à -0,4%. Enfin, à travers le LTRO II, elle va payer les banquiers pour qu'ils prêtent à l'économie réelle. Elle ne se contente pas d'augmenter la quantité de monnaie et d'inciter les acteurs économiques à s'endetter. Elle « taxe » leurs dépôts pour les contraindre à faire circuler la monnaie, à consommer et à investir. La BCE veut ranimer l'inflation pour éviter une spirale autoentretenu de baisse d'activité et de prix. Mais aussi parce que l'inflation est le meilleur moyen de rendre supportable l'excès de dette qui pénalise aujourd'hui la croissance. Cette surenchère de mesures devient source d'inquiétude. Elle crédibilise les craintes de déflation et les doutes sur l'efficacité des politiques monétaires exceptionnelles nées du bilan très mitigé de l'action de la banque du Japon. Elle met en lumière l'indigence des politiques budgétaires d'Etats européens trop endettés et l'incapacité des décideurs politiques à mettre en place un cadre réglementaire, juridique, fiscal coordonné capable de doper le potentiel de croissance des économies de la zone euro en favorisant l'envie d'entreprendre et l'attrait du territoire.

En Europe, la BCE impose le défi des taux négatifs

Ces inquiétudes croissantes, associées aux contraintes réglementaires contribuent à diffuser les taux négatifs sur des échéances de plus en plus longues et sur des signatures de plus en plus nombreuses. Un nombre grandissant d'investisseurs préfère payer des émetteurs jugés solides pour mettre leurs liquidités en sécurité. La baisse des taux ne favorise plus la prise de risque au contraire. Depuis plus d'un an, les indices boursiers européens baissent significativement alors que les taux négatifs se généralisent. Ces taux négatifs sont un défi pour les investisseurs. Le prix du temps disparaît. La rémunération du risque fond. Les banques et les compagnies d'assurances sont fragilisées. L'effort d'épargne présent pour garantir un revenu futur augmente. Au lieu de stimuler la consommation, les taux négatifs pourraient inciter les épargnants à accroître leurs efforts... au détriment de la consommation et donc de la croissance. Dans ce contexte, la recherche raisonnée de valeurs décotées devient l'une des très rares options susceptibles de générer de la performance avec une volatilité maîtrisée.

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.

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 31 mars 2016	Volatilité 3 ans	Variation T1 2016	Variation 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* :	6,58	-3.84%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs**:	6,17	-4,57%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
Euro-Flexible (Morningstar)	8,22	-2,59%	+4,68%	+5,46%	+5,47%	+6,47%	-8,49%

* Fonds créé le 25 mars 2010

** 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 31 mars 2016	Valeurs	Variation T1 2016	Variation 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Europe							
Eurostoxx 50 (Europe)	3004,93	-8,6%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*			-1,3	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	4385,06	-5.4%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis							
S&P 500 (USA)	2059,74	+0.5%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4869.85	-3%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
Asie							
Hang Seng (Hong Kong)	20776,70	-5.2%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	16758,67	-12%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
Emergents							
Brésil (Bovespa Index)	50055,27	+15.5%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	876,26	+15.7%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	25341,86	-2,4%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	3003,92	-15,1%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans							
France (OAT)	0,42%	-0,51%	+0.09	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	0,16%	-0,47%	+0.09	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	1,23%	-0,38%	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	1,45%	-0,33%	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	8,65%	+0,31%	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	1,80%	-0,47%	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	-0,06%	-0,33%	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
Autres							
Parité €/ \$	1,14	+4,2%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	40,23	+9,8%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once \$)	1233,90	+16,3%	-10,3%	-1,7%	-27,3%	+5,7%	+15%

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.