

Paris, le 11 janvier 2016

**« La seule chose que nous ayons à craindre, c'est la crainte elle-même »<sup>1</sup>**

- **L'idée d'une économie mondiale tirée par les BRICs a fait long feu**
  - Une année 2015 marquée par un nombre grandissant de sujets de préoccupation
  - Pour des raisons différentes les émergents souffrent
  - Les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont revues en baisse
- **En 2015, les banquiers centraux testent les limites de leur capacité de soutien**
  - Mi-décembre la FED a symboliquement mis fin à 7 années d'argent gratuit
  - Le QE de la BCE annoncé il y a un an peine à diffuser un optimisme durable
  - Après +17,5% au premier trimestre, l'Eurostoxx 50 finit 2015 en progression de +4,5%
- **Les investisseurs exigent une meilleure rémunération de risques croissants**
  - La volatilité est de retour et les placements sans risque continuent de ne rien rapporter
  - Nos fonds ont confirmé leur capacité de résistance dans un environnement dégradé
  - Notre processus de sélection raisonnée de valeurs décotées est adapté à la période actuelle

Cher Investisseur,

Les sujets de préoccupation n'ont pas manqué en 2015. L'idée d'une économie mondiale tirée par les BRICs a fait long feu. Le Brésil et la Russie sont en récession. La transition de l'économie chinoise vers plus de services et de consommation intérieure pèse sur la croissance. Aux Etats-Unis, la FED a entamé un cycle de hausse des taux. Bien préparée, cette décision a été bien accueillie. Mais les conséquences de ce mouvement sur l'activité et les bénéfices des sociétés américaines ainsi que sur les pays émergents inquiètent. Le S&P 500 finit l'année stable.

En Europe, l'année 2015 a débuté dans l'optimisme. En annonçant, voilà un an, l'injection de 60Md€ de liquidités par mois dans le système financier, la BCE a conforté la baisse des taux et de l'euro. Associés au reflux du pétrole, ces facteurs favorables à la croissance ont conduit à une hausse de +17,5% de l'Eurostoxx 50 au premier trimestre. Durant l'été, un nouvel épisode de la tragédie grecque puis la brutale prise de conscience du ralentissement des économies émergentes ont assombri le tableau. L'Eurostoxx 50 clôture l'année 2015 en hausse de +4,5%.

Dans les pays développés, les banquiers centraux testent les limites de leur capacité de soutien à l'économie. Les liquidités qu'ils injectent inflatent le prix des actifs dans le monde obligataire mais aussi dans l'univers des actions. Lorsque la crainte s'empare des investisseurs, la volatilité est de retour car la liquidité de certains actifs peut s'avérer insuffisante provoquant des baisses brutales et désordonnées. Les épisodes de stress se multiplient. Pour l'investisseur patient à la recherche de valeurs décotées, ils sont source potentielle d'opportunités. Dans un contexte où les placements sans risque continuent de ne rien rapporter, une sélection raisonnée d'actions décotées est une des rares options susceptibles de générer de la performance.

<sup>1</sup> Franklin D. ROOSEVELT, 1933

## **2015, une année marquée par un nombre grandissant de sujets de préoccupation**

En 2015, les sujets de préoccupation n'ont pas manqué, ce qui s'est reflété dans la volatilité des indices boursiers: ralentissement 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, instabilité des changes, montée des extrémismes en Europe, 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.

En Europe, l'année 2015 avait pourtant débuté dans l'optimisme. En janvier, la BCE annonçait sa décision d'injecter 60Md€ de liquidités par mois dans le système financier entre mars 2015 et septembre 2016. La baisse des taux et de l'euro conséquence de cette décision s'ajoutait au reflux du pétrole. Ces paramètres favorables à la croissance conduisaient à une hausse de +17,5% de l'indice Eurostoxx 50 au premier trimestre. Le tableau s'est assombri avec un nouvel épisode de la tragédie grecque puis la prise de conscience d'une dégradation de la croissance mondiale associée au ralentissement brutal des économies émergentes. L'Eurostoxx 50 clôture l'année 2015 en hausse de +4,5%, après être passé dans le rouge au cours du troisième trimestre.

Aux Etats-Unis, la croissance économique s'est confirmée, tirée notamment par la consommation des ménages. Le chômage a poursuivi une décrue régulière pour atteindre 5% fin 2015. 2,7 millions d'emplois ont été créés. Les salaires ont progressé de +2,5%. Le rythme de la croissance a néanmoins été revu en baisse durant l'année, conséquence d'une météo défavorable, de la baisse des investissements pétroliers, de la hausse du \$ et du ralentissement des émergents. Le 16 décembre dernier, la FED a relevé d'un quart de point symbolique ses taux, mettant fin à huit années d'argent gratuit. Bien préparée, cette mesure a été bien accueillie. L'indice S&P 500 a progressé de +6,7% au quatrième trimestre. Il finit l'année stable, après une hausse de +63% sur les trois années précédentes (2012 à 2014).

## ***L'idée d'une économie mondiale portée par les BRICs a fait long feu. La Chine inquiète...***

En Chine, le modèle historique fondé sur l'exportation et l'investissement en infrastructures atteint ses limites. La production industrielle perd en compétitivité du fait des hausses de salaires nécessaires au maintien de la paix sociale. La compétitivité de l'industrie s'essouffle, notamment dans les entreprises d'Etat endettées, peu productives et surcapacitaires. Les prêts non performants s'accumulent dans le système bancaire. La pollution de l'air, de l'eau et du sol devient un sujet préoccupant de santé publique. En matière d'infrastructures, notamment immobilières, le surinvestissement menace. Une transition vers une économie tirée par la consommation et les services est en marche. Le mouvement est freiné par l'endettement des ménages (multiplié par deux depuis 2007) consécutif à la hausse de l'immobilier et par la propension des chinois à l'épargne (50% des revenus) conséquence de la faiblesse des prestations sociales et des retraites. Les indicateurs PMI confirment chaque mois le ralentissement de l'activité. Pour relancer son économie, la dévaluation du yuan est une option. Cette perspective inquiète les investisseurs. Ils y voient une concurrence accrue sur les marchés internationaux et le ferment de pressions déflationnistes.

**... le Brésil et la Russie sont en récession. La croissance mondiale ralentit**

Le Brésil et la Russie sont en récession. Ils sont confrontés à la baisse du prix du pétrole et des matières premières, associée à des enjeux politiques (crise ukrainienne et syrienne pour l'un, scandale Petrobras pour l'autre) et à des faiblesses structurelles. Le Brésil est notamment tributaire de capitaux extérieurs pour financer ses déficits.

Dans ce contexte, les perspectives de croissance mondiale sont régulièrement revues en baisse. En janvier 2015, le FMI tablait sur une progression de +3,5% en 2015 et de +3,8% en 2016. L'abaissement des perspectives américaines et le ralentissement des BRICs ont conduit l'institution à réduire ses anticipations au cours de l'année 2015. Une révision en baisse supplémentaire a déjà été annoncée début 2016. Au total, entre janvier 2015 et janvier 2016, les prévisions devraient être abaissées de plus de 20%. La croissance 2016 devrait être inférieure à +3%.

La sensibilité croissante de l'économie mondiale aux émergents explique, pour l'essentiel, l'ampleur du mouvement. Selon le FMI, les émergents représentent plus de 50% du PIB mondial et participent pour près de 80% à la croissance. Les révisions baissières à venir ne concernent pour l'instant ni les Etats-Unis, ni l'Europe. En zone euro, la reprise gagne même en vigueur de mois en mois. Le 6 janvier, à l'occasion de la publication de l'indicateur PMI composite, le chef économiste de Markit, Chris Williamson indiquait : « *La zone euro s'apprête à entamer la nouvelle année sur des bases solides et devrait continuer à bénéficier d'une forte expansion économique en 2016* ». L'enquête Markit conforte l'anticipation d'une progression de +1,5% du PIB de la zone en 2015. A ce stade, la perspective d'une poursuite de cette tendance en 2016 se confirme notamment en Allemagne, en Espagne et même en Italie. Seule la France donne des signes d'infléchissement notamment du fait des attentats de novembre.

**Révision en baisse des estimations de bénéfices des sociétés européennes depuis l'été 2015**

Début 2015, le consensus anticipait une hausse de +10,4% des bénéfices des sociétés composant l'Eurostoxx 600. Ce chiffre a progressivement été révisé en baisse depuis l'été dernier. Il est passé en territoire négatif (-3,2%). L'effondrement de la rentabilité des sociétés pétrolières et minières explique ce mouvement renforcé par le ralentissement des économies émergentes et des devises associées.

Année	Variation des bénéfices (consensus)			Taux 10 ans allemands	Eurostoxx 50 (var %)
	Début N (anticipé)	Fin N (réalisé)	Révisions		
2012	+11%	-2,3%	-13,3%	1,31%	+13,8%
2013	+11,4%	-1,1%	-12,5%	1,94%	+17,9%
2014	+15%	+7,1%	-7,9%	0,54%	+1,2%
2015	+10,4%	-3,2%	-13,1%	0,63%	+4,5%

Source : Oddo-HIM

Ainsi sur la période 2012-2015 (4 ans), les bénéfices n'ont pas progressé alors que les actions affichent une hausse de +42%. Depuis 4 ans, ce n'est pas la hausse des bénéfices mais la baisse des taux entretenue par les banquiers centraux qui inflat le prix des actifs.

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 banquiers centraux testent les limites de leur capacité de soutien à l'économie***

Depuis 2008, la FED puis la BCE et la BOJ ont mis leur bilan à la disposition du système financier et des dirigeants politiques. En rachetant par milliers de milliards des obligations et titres en tout genre auprès du système financier, elles fournissent des liquidités et font pressions sur les taux d'intérêts, réduisent le coût de la dette, provoquent une revalorisation des actifs, solidifient donc le bilan des banques, ramenant la confiance dans la sphère financière afin qu'elle se diffuse dans l'économie réelle. Par ces actions, elles permettent aussi aux Etats endettés et impécunieux de se financer à coût nul voire négatif. Leur objectif est aussi d'éviter que la déflation (baisse autoalimentée de l'activité et des prix) ne s'installe.

Dans le monde développé, les banques centrales testent les limites de leur capacité de soutien à l'économie. Au Japon, la BOJ a accentué son action en 2013 puis en 2014 avec un succès très limité sur l'activité et l'inflation. Du fait du vieillissement et du déclin de la population, elle estime la croissance potentielle du pays à seulement +0,5%.

Avec le retour de la croissance américaine, la FED entame une période de hausse (très graduelle) des taux d'intérêts. Elle reconstitue ses marges de manœuvre alors que le cycle de reprise est déjà très avancé et que la menace de déflation s'éloigne. Depuis quelques mois, l'inflation (hors énergie) est même proche de l'objectif de 2%. La perspective d'une remontée des taux américains inquiète. Elle fragilise les pays émergents tributaires de capitaux extérieurs ou ceux dont la dette est libellée en dollar. Par un renchérissement du coût des crédits et la hausse du dollar, elle est susceptible de freiner la progression de l'activité et des bénéfices des sociétés américaines. Enfin, les détenteurs d'obligations notamment à haut rendement devraient aussi souffrir, surtout lorsqu'ils ont financé agressivement des projets pris à revers par l'évolution de la conjoncture (gaz et pétrole de schiste...). Le risque de troubles dans le secteur financier ressurgit.

En Europe, la BCE continue d'intervenir. Elle a récemment annoncé la prolongation de six mois de son programme initialement prévu jusqu'en septembre 2016. Ainsi, assure-t-elle un coût exceptionnellement bas voire négatif de la dette et participe-t-elle à l'affaiblissement de l'euro. Ces deux facteurs associés à un pétrole bon marché contribuent au redressement des perspectives de croissance de la zone euro.

Reste que les annonces récurrentes de mesures complémentaires de soutien de la BCE ne suffisent plus à entretenir la confiance. L'instabilité grandissante de l'environnement économique et monétaire international, les tensions en Ukraine et au Moyen-Orient, les attentats sont des facteurs d'inquiétudes hors de son contrôle. Tout comme l'incapacité des décideurs politiques à utiliser le temps qui leur a été accordé pour consolider la gouvernance européenne et faire converger leurs économies et leurs trajectoires budgétaires. La divergence des performances économiques et budgétaires de la France et de l'Allemagne s'accroît. Trop d'Etats, à la périphérie et au cœur de la zone euro, ont l'habitude de remettre en cause les engagements pris. L'Europe est de moins en moins perçue comme un projet fédérateur. A l'occasion des nombreuses élections de 2015, les partis eurosceptiques ont pris du poids. La fragmentation grandissante du paysage politique dans de nombreux pays européens est une source supplémentaire d'incertitude pour les années à venir. Le referendum prévu l'été prochain au Royaume-Uni (Brexit) illustre aussi la montée des tentations séparatistes.

*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.*

## ***Dans un environnement dégradé, nos fonds affichent une bonne capacité de résistance***

Au second semestre 2015, comme durant l'été 2011, nos fonds ont confirmé leur capacité de résistance dans un environnement dégradé. Sur l'année, ils progressent de plus de +14%. Les gains enregistrés au premier semestre 2015 ont été amplifiés sur la deuxième partie de l'année, avec une volatilité maîtrisée.

Notre processus de gestion explique cette performance. Nous ne parions pas sur des fluctuations de cours. Nous investissons sur des sociétés dont nous estimons que les cours ne reflètent pas la valeur des actifs ou le potentiel de développement que nous anticipons. Ce potentiel repose essentiellement sur des facteurs propres à chaque société et sur la capacité de dirigeants stables et impliqués à accroître l'activité, la rentabilité et le patrimoine des sociétés dont ils ont la responsabilité, sans trop compter sur la conjoncture. L'existence de carnets de commandes garnis, d'actifs cachés, la capacité à générer des cash-flows réguliers, la croissance externe autofinancée, l'attention portée à la rationalisation des structures et à la gestion des coûts, la récurrence des revenus sont nos thèmes de prédilection. Si nos raisonnements sont justes et nos chiffres exacts, le temps sera notre allié.

Nous nous méfions des modes et cherchons à rester à bonne distance des bulles. Nous sommes inquiets lorsque la rémunération du risque diminue sensiblement. C'est dans une certaine mesure le cas pour les actions européennes dont le PER est passé de 12X (fin 2011) à 17X (fin 2015). Il se situe aujourd'hui 40% au-dessus de sa moyenne des 10 dernières années. Nous n'investissons pas dans des actifs exotiques tels les actions chinoises. Elles sont d'ailleurs essentiellement traitées par des dizaines de millions de particuliers locaux, pour la plupart néophytes. Ils y spéculent, souvent à crédit, dans l'espoir de devenir riche ou de palier la déficience des systèmes de protection sociale et de retraite. Pour cette raison, les fluctuations des Bourses chinoises ne sont pas un indicateur fiable des perspectives économiques du pays.

Notre processus caractérisé par une sélection raisonnée de valeurs décotées est particulièrement adapté à la période actuelle dans laquelle les placements sans risque ne sont pas rémunérés. La volatilité actuelle des cours devrait par ailleurs être source d'opportunités dans la mesure où nous disposons d'un volant significatif de liquidités.

Nous vous adressons tous nos vœux pour cette année 2016.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

**Annexe 1 : quelques données chiffrées**

**Nos Fonds**

Au 31décembre 2015	Volatilité 3 ans	Variation T4 2015	Variation 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* : 13 062,43€	7,07	+7,06%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs** : 12 518,95€	5,62	+7,52%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
<b>Euro-Flexible (Morningstar)</b>	<b>7,63</b>	<b>+2,96%</b>	<b>+4,68%</b>	<b>+5,46%</b>	<b>+5,47%</b>	<b>+6,47%</b>	<b>-8,49%</b>

\* 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 31décembre 2015	Valeurs	Variation T4 2015	Variation 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
<b>Europe</b>							
Eurostoxx 50 (Europe)	3287,88	+6%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*		-0,9	-1,3	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	4637,06	+4,1%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
<b>Etats-Unis</b>							
S&P 500 (USA)	2048,50	+6,7%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	5022,97	+8,7%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
<b>Asie</b>							
Hang Seng (Hong Kong)	21914,40	+5,1%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	19033,71	+9,5%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
<b>Emergents</b>							
Brésil (Bovespa Index)	43349,96	-3,8%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	757,04	-4,1%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	25960,03	-0,7%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	3539,18	+15,9%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
<b>Taux 10 ans</b>							
France (OAT)	0,92%	0	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	0,63%	+0,02	+0,09	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	1,61%	-0,11	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	1,78%	-0,12	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	8,35%	0	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	2,27%	+0,20	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,27%	-0,06	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
<b>Autres</b>							
Parité €/§	1,09	-1,9%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT §)	36,65	-24,9%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once §)	1060,90	-4,8%	-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.