

Paris, le 17 juillet 2013

**«We cannot live in fear that the market is going to be unhappy that we are not giving them more monetary cocaine »<sup>1</sup>**

- **Remontée des taux longs dans les principales économies mondiales**
  - Depuis l'été 2012, la recherche effrénée de sécurité s'est estompée, les taux longs montent
  - Les banquiers centraux tentent de contrôler ce mouvement
  - La Fed doit sevrer les investisseurs progressivement, la BCE cherche à gagner du temps
  - Baisse de 0,8% de l'Eurostoxx 50 sur le trimestre
- **En Europe, les trimestres se suivent et se ressemblent**
  - Les perspectives 2013 continuent de s'assombrir, les émergents faiblissent aussi
  - Les européens peinent toujours à s'accorder sur un projet commun
  - Vers une plus grande souplesse dans la gestion de la crise européenne ?
- **Le soutien des banques centrales atteint ses limites**
  - Les performances boursières sont toujours corrélées aux discours des banques centrales
  - Le sevrage des marchés devrait être progressif, limitant le risque de hausse brutale des taux
  - Ce nouvel environnement serait favorable aux valeurs décotées

Cher Investisseur,

Le semestre qui s'achève confirme la forte divergence de performances des places financières mondiales (cf. repères page 6). Le Japon (Nikkei : +31,6%) et les Etats-Unis (S&P 500 : +12,6%) se distinguent. Les pays émergents ont souffert et l'Europe a stagné. L'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) a baissé de -1,3% sur le semestre à 2635,96 points (-0,8% sur le trimestre). Les performances boursières ont confirmé leur corrélation avec les discours des banques centrales. Une remontée des taux longs entamée durant l'été 2012 se confirme. Elle est amplifiée par les déclarations de la FED concernant un resserrement de sa politique accommodante. La banque centrale américaine prépare les esprits à un sevrage. Le flux abondant de liquidités qui inonde le système financier va progressivement se tarir, au rythme de la baisse du chômage américain.

La BCE assure qu'elle restera accommodante pour longtemps encore. Dans un contexte difficile, elle donne du temps aux acteurs politiques pour approfondir la construction européenne et aux Etats pour poursuivre les ajustements de leurs finances et de leurs économies. Depuis peu, ce temps est aussi mis à profit pour assouplir les contraintes imposées aux pays les plus fragiles. L'objectif consiste à éviter qu'une spirale récessive ne s'étende des pays périphériques vers le cœur de l'Europe (Italie, France). Si la BCE peut donner du temps, elle ne peut imposer aux décideurs européens de s'accorder sur un projet commun. Le doute sur ce sujet est légitime. Contre les pays du sud, les pays du nord ont gagné la partie sur l'Union bancaire. Les plans d'austérité continuent de tester la résistance des tissus sociaux et la cohésion des gouvernements d'Europe du Sud.

A partir d'une base faible, l'assouplissement de la gestion de la crise européenne, s'il se confirme, pourrait faciliter une inflexion de tendance moins négative en 2014. Ce nouvel environnement serait favorable aux valeurs décotées. Les rapports de gestion de nos fonds reviennent plus en détail sur nos idées d'investissement.

<sup>1</sup> Richard W. FISHER Président et CEO de la Fédéral Reserve Bank de DALLAS

## ***Depuis fin avril 2013, les taux longs remontent dans le monde entier***

Entamé durant l'été 2012 aux USA, une remontée des taux longs à travers le monde se confirme ce trimestre. L'action des banques centrales ayant éloigné le risque systémique, la recherche effrénée de sécurité s'est estompée. A partir d'un niveau historiquement bas, une revalorisation des rémunérations exigées pour financer les Etats se généralise. Ainsi, les taux à 10 ans aux USA clôturent le semestre à 2,49% en hausse de 0,64 point sur le trimestre. Ils se situent près de 2 fois au-dessus d'un point bas jamais vu depuis la seconde guerre mondiale (1,3% atteint à l'été 2012). Le Bund allemand se situe à 1,73% (1,16% durant l'été 2012). Ce trimestre, la hausse des taux est amplifiée par les déclarations de la FED concernant un resserrement probable de la politique monétaire. La FED confirme ce que les marchés anticipent depuis quelques trimestres. Plus la reprise aux USA s'affirme, plus proche est l'échéance d'une fin des politiques monétaires accommodantes. Dans ce nouveau contexte, chaque banque centrale tente à sa manière de contrôler le mouvement. Objectif commun, éviter la hausse brutale des taux longs qui inquiète les marchés.

## ***Les Etats-Unis et le Japon prennent des chemins opposés***

Aux Etats-Unis, il s'agit de sevrer les investisseurs des « Quantitative Easing », sans remettre en cause une reprise fragile, fondée sur le redressement de l'immobilier et sur la revalorisation des actifs financiers. Ces deux piliers de la confiance retrouvée des ménages sont sensibles à une hausse trop rapide des taux d'intérêt. Dans un pays où la consommation représente 70% du PIB, l'enjeu économique de cette transition monétaire est crucial. La FED a fait le choix de la transparence. Elle prépare les esprits à un mouvement progressif. Le taux de chômage (7,6% actuellement) est la variable déterminant son action. Sous les 7%, les programmes de rachat d'actifs seront réduits. A partir de 6,5% le taux directeur pourrait être remonté si la situation l'exige (croissance, inflation...). Au Japon, il s'agit de combattre la déflation, et de soutenir les exportations, la consommation et l'investissement. Des taux d'intérêt à 0% n'étant pas suffisants, la BOJ a décidé en mars d'aller plus loin que la FED. Elle a annoncé le rachat de plus de 400Md\$ d'obligations par an et se prépare à doubler la base monétaire d'ici 2014. Le taux d'inflation guide son action. Il s'agit de le faire remonter à 2% (-0,3% aujourd'hui).

## ***La BCE cherche à gagner du temps en espérant une reprise pour 2014***

La BCE doit composer avec des institutions faibles, des dirigeants nationaux aux positions divergentes, un système financier morcelé et affaibli par de nombreux maillons faibles. Elle a ramené son taux directeur proche de 0% (baisse de 0,75% à 0,5% en mai). Elle sait que ce niveau n'est pas suffisant pour ramener le calme, la confiance et la croissance. Après avoir mis à disposition du système financier 1000 Mds€ de liquidités fin 2011 et début 2012, puis mis son bilan à disposition des Etats fragiles (L'OMT de septembre 2012), elle constate, comme le FMI, que l'impact récessif des plans d'austérité est plus important que prévu. Elle n'ignore pas que la contraction du PIB réduit la base fiscale alors que le chômage fait exploser les dépenses sociales. Avec des recettes en berne et des dépenses contraintes, les PIGS (Portugal, Italie, Grèce, Espagne) mais aussi la France peinent à se désendetter conformément aux prévisions. Elle constate que les banques n'utilisent pas les ressources mises à leur disposition pour financer l'économie mais pour assurer leur propre liquidité.

En déclarant aujourd'hui qu'elle maintiendra les taux bas sur une longue période, la BCE tente de donner du temps : aux institutions européennes, afin de solidifier l'édifice (en particulier à travers l'Union bancaire), aux décideurs politiques nationaux pour assainir leurs finances publiques et améliorer la productivité de leurs économies, au système financier pour renforcer le bilan des banques. Mais l'assainissement budgétaire des Etats et l'approfondissement de la construction européenne prennent plus de temps que prévu. Les quelques signes positifs qui apparaissent (amélioration des soldes extérieurs des pays fragiles, baisse du coût du travail) sont très insuffisants. La reprise se fait attendre, les tensions politiques et sociales restent vives. Les potions appliquées testent la résistance des tissus sociaux et la cohésion des gouvernements.

*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.*

### ***Pourtant les perspectives 2013 continuent de s'assombrir***

Le sursaut de 2010 a fait long feu. Les plans de relance ont laissé place aux plans d'austérité, avec, jusqu'à ce jour, un effet dépressif continu sur l'activité européenne. En juin 2011, le FMI attendait une croissance de +1,7% pour 2012. En réalité, Le PIB de la zone euro s'est contracté de 0,6%. Les anticipations de croissance pour 2013 suivent la même tendance. Elles ont été réduites de +0,9% (juin 2012) à -0,6% (juin 2013). Ce qui est vrai pour l'Europe est vrai pour le monde. Le sursaut de 2010 (+5,2%) n'a pas duré. Les plans de relance et les politiques monétaires accommodantes ont produit des effets moins durables et moins importants que prévu. Conséquence, la croissance mondiale se stabilise à environ 3% en 2012 et 2013 (contre 4,5% anticipé en 2011). Pour l'année en cours, les dernières prévisions du FMI pointent une fois de plus en baisse (3,1% contre 3,5% anticipé en janvier dernier). Les Etats-Unis (+1,7% contre +2,1%) pâtiront des effets des coupes budgétaires. Le FMI confirme par ses prévisions la fragilité de la reprise américaine. En Europe, la reprise initialement anticipée pour 2013 est pour l'instant repoussée à 2014.

### ***Vers une plus grande souplesse dans la gestion de la crise européenne ?***

Dans ce contexte instable, le temps gagné par les mots de la BCE semble être mis à profit pour desserrer la contrainte pesant sur les Etats les plus fragiles. Objectif, enrayer la spirale récessive qui ne menace plus seulement les pays périphériques, mais aussi la France et l'Italie. Après l'Espagne et le Portugal, la France a obtenu en mai deux ans supplémentaires pour réduire sa dette publique à 3% du PIB. Plus récemment, l'Italie a obtenu une modification du mode de calcul de ses déficits lui permettant de dégager environ 0,4% de PIB pour soutenir l'économie. L'Allemagne a annoncé un plan de 50Md€ pour moitié destiné à renforcer le soutien social aux familles, pour moitié consacré à la rénovation d'infrastructures. Ces assouplissements visent à calmer l'instabilité sociale et politique née d'une austérité sévère. A partir d'une référence 2013 faible, ces assouplissements d'ampleur limitée peuvent produire une inflexion de tendance, probablement pas une reprise significative.

### ***Le doute continue de porter sur la capacité des européens à construire un projet commun***

Si la BCE peut donner du temps, elle ne peut imposer aux dirigeants européens de s'accorder pour :

- mettre en œuvre des plans de réduction des déficits et d'amélioration de la compétitivité sans étouffer la croissance ;
- transformer les ambitions affichées au sommet européen de juin 2012 en actions concrètes visant à établir «un cadre financier intégré, un cadre budgétaire intégré, un cadre politique intégré, un renforcement de la légitimité démocratique et l'obligation de rendre des comptes » ;
- gérer la restructuration des nombreux maillons faibles du système financier sans contagion aux Etats qui les abritent,
- éviter la multiplication des crises politiques et sociales dans les Etats fragiles.

Ce doute légitime n'est pas favorable à la restauration du climat de confiance nécessaire pour amorcer une reprise économique en Europe. Ce trimestre fournit quelques illustrations nouvelles des dissensions persistantes entre les Etats membres, entre les institutions et les gouvernements nationaux, entre les dirigeants des pays et leurs électeurs. Le couple franco-allemand fonctionne au ralenti. La Commission Européenne est attaquée pour son dogmatisme libre échangiste. Le Portugal envisage de baisser le taux d'imposition des sociétés à 10%, ce qui ne va pas dans le sens d'une convergence des politiques budgétaires dans l'Union.

L'Europe du Nord reste inflexible dans les discussions sur l'Union bancaire (décidée en juin 2012). En termes de calendrier d'abord. Le mécanisme européen de recapitalisation des banques ne sera pas disponible avant septembre 2014... si la supervision bancaire est opérationnelle à cette date. Au sujet de la mutualisation des risques bancaires au sein de l'Europe ensuite. Selon le Président de l'Eurogroupe, Jeroen DIJSSELBLOEM, le MES ne couvrira pas les besoins de recapitalisation liés à des

problèmes antérieurs à sa mise en œuvre et sera plafonné à 60Md€. En clair, il n'est pas prévu que ce mécanisme prenne en charge les besoins actuels de recapitalisation des banques européennes (en particulier espagnoles). Les recapitalisations et restructurations bancaires encore nécessaires relèveront donc de la responsabilité de chaque Etat. C'est exactement le contraire de ce que l'Espagne et l'Italie pensaient avoir obtenu lors d'un sommet de juin 2012. Et c'est exactement la position de l'Europe du Nord exprimée dans un communiqué de septembre 2012.

L'OMT annoncé en septembre 2012 par la BCE n'a pas été activé. Ce programme illimité de rachats d'obligations d'Etats fragiles de la zone euro est même soumis à l'analyse de la Cour suprême allemande : à travers l'OMT, la BCE finance-t-elle directement les Etats, ce qui est interdit par les traités actuels ? La réponse finale de la cour de Karlsruhe interviendra en septembre. Un an après l'annonce de ce programme. Nous ne pensons pas que l'institution allemande remettra en cause ce pare-feu efficace même lorsqu'il n'est pas utilisé. Reste que l'incertitude demeure.

### ***Les anticipations pour 2014 nous paraissent optimistes....***

Pour 2014, le consensus attend une progression de +13,5% des bénéficiaires des 600 principales valeurs européennes (Eurostoxx 600) (+12,7% hors financières). Cette prévision ne nous paraît pas pessimiste. Depuis trois ans, la croissance déçoit. Logiquement, dans ce contexte, les perspectives bénéficiaires des sociétés sont revues en baisse. Pour 2012, les anticipations sont passées de +14% (juin 2011) à -2,3% (publié). Pour 2013, le +12,2% de juin 2012 s'est transformé en +6,8% actuellement. Une division par deux en un an. Nous pensons que comme les années précédentes, une révision en baisse des anticipations pour 2014 est probable. La lenteur du processus d'ajustement en zone euro et les difficultés nouvelles dans les pays émergents justifient cette opinion.

### ***... en particulier à cause du ralentissement en cours des pays émergents***

Le nouveau contexte de hausse des taux n'est pas favorable aux pays émergents. Les capitaux susceptibles de s'y investir se réduisent avec la perspective d'un resserrement de la politique monétaire de la FED. Le Brésil et l'Inde qui accusent des déficits de leurs balances courantes sont vulnérables. Mais surtout, chacun des BRICs doit surmonter des difficultés particulières. Dans un monde interconnecté, un ralentissement dans les émergents aura des conséquences en Europe et aux USA. Au Brésil, c'est une crise sociale et politique qui menace. Ces dernières années, la stimulation de la demande pour faire émerger une classe moyenne s'est accompagnée d'un gonflement de l'endettement privé. La productivité n'a pas suivi. Par ailleurs, le poids de l'administration, la fiscalité, la corruption ont freiné le développement des infrastructures. Enfin, l'inflation rogne le pouvoir d'achat des classes moyennes et attise la grogne sociale. En Chine, c'est au contraire le surinvestissement et l'opacité du système financier qui font peser des risques. Depuis 2008, la stimulation de la croissance est passée par un plan d'investissement (46% du PIB) financé par les provinces avec de la dette court terme à travers des mécanismes opaques (véhicules ad-hoc..). Les créances douteuses et des problèmes de liquidité menacent. A cela s'ajoute le développement massif de prêts informels attirant l'épargne pléthorique des ménages (50% des revenus disponibles). Ces plateformes financent des projets mal contrôlés et de la spéculation immobilière. Elles promettent des rendements alléchants à une épargne mal rémunérée dans le système financier officiel. Le succès est au rendez-vous. Plus de la moitié des nouveaux crédits échappe au système bancaire traditionnel. L'endettement du pays (ménages, entreprises, gouvernement locaux...) est sous-estimé par les statistiques officielles. Selon le FMI la seule dette gouvernementale chinoise représente 50% du PIB contre 16% selon les autorités du pays. Selon BNP Paribas, le crédit total à l'économie représente 170% du PIB (100% en France). Le ralentissement de la croissance est amplifié par le nécessaire assainissement du système financier.

## ***La prime de risque se situe dans la moyenne de ces dix dernières années***

Ces révisions en baisse des bénéfiques associées à une remontée des taux longs provoquent une dégradation de la prime de risque. Elle se situe aujourd'hui dans la moyenne de ces dix dernières années. Ce niveau ne nous paraît pas particulièrement attrayant. D'une part, cette prime de risque reste dopée par le niveau très bas en valeur absolue des taux longs et par l'optimisme des prévisions de bénéfiques. D'autre part, elle prend insuffisamment en compte les risques d'exécutions des grands chantiers à venir en Europe. La consolidation du système financier reste à faire et l'Union bancaire qui se dessine risque de décevoir les attentes (mutualisation limitée, absence de rétroactivité). Enfin, malgré les déclarations qui clôturent les sommets, les dirigeants européens ne montrent pas une grande capacité à s'accorder sur une vision et un chemin communs pour approfondir la construction européenne. Le risque de crise politique ou sociale, difficilement quantifiable est néanmoins bien réel. L'instabilité politique en Grèce, au Portugal et en Italie nous le rappelle.

## ***Les marchés évoluent au gré des déclarations des banquiers centraux***

Les fluctuations des actions sont encore ce trimestre corrélées aux déclarations des banquiers centraux. Le Nikkei progresse encore de +10,2% (+31,6% sur le semestre). Aux Etats-Unis la progression des indices a ralenti (+1,4% pour le S&P 500) et la volatilité augmenté au gré des déclarations de la FED. Paradoxe de cette période, toute statistique positive concernant l'économie réelle fait chuter les indices boursiers. Le stimulant monétaire détermine le moral des investisseurs.

« *We cannot live in fear that the market is going to be unhappy that we are not giving them more monetary cocaine* ». Richard W.Fisher, Président et CEO de la Reserve Federal Bank de DALLAS a probablement raison en évoquant la « cocaine monétaire » à laquelle les marchés sont aujourd'hui dépendants. Le sevrage a commencé. Un contexte monétaire plus restrictif ne fait pas le bonheur des marchés émergents. Ils sont traditionnellement sensibles aux flux de liquidité. Lorsque la mer se retire, les indices plongent. Ce fut le cas ce semestre. L'indice brésilien baisse de 23% depuis le début de l'année (-17% en Russie, -13% en Chine). Dans ce nouveau contexte, les performances des actions devraient être mieux corrélées aux performances économiques des sociétés. Or, dans cette période troublée, les entreprises sont les rares acteurs à avoir gardé le sens de la mesure. Elles se restructurent, gèrent leurs coûts, leurs cash-flows et cherchent à se positionner sur des zones de croissance. Nous pensons que les valeurs décotées profiteront particulièrement de ce mouvement. C'est dans cet univers que nous constituons notre vivier. Fort de liquidités abondantes, nous abordons cette nouvelle période avec confiance. Les rapports de gestion de nos fonds reviennent plus en détail sur nos idées d'investissement.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

## Annexe 1 : quelques données chiffrées

### Nos Fonds

Au 28 juin 2013	valorisations	Variation T2 2013	Variation S1 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre*	9 989,36 €	+1,87%	+3,37%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs**	9 346,5 €	+1,47%	+1,67%	-3,92%	-

\* 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 28 juin 2013	valeurs	Variation T2 2013	Variation S1 2013	Variation 2012	Variation 2011
<b>Eurostoxx 50 (Europe)</b>	<b>2 602,59</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>+13,8%</b>	<b>-17,05%</b>
Rémunération exigée en Europe*	7,6%	-0,3	+0,1	-1,7	+1,4
CAC 40 (France)	3 738,91	+0,2%	+2,7%	+15,2%	-16,95%
<b>Etats-Unis</b>					
S&P 500 (USA)	1606,28	+2,4%	+12,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	3403,25	+4,2%	+12,7%	+15,9%	-1,80%
<b>Asie</b>					
Hang Seng (Hong Kong)	20803,29	-6,7%	-8,2%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	13677,32	+10,9%	+31,6%	+22,9%	-17%
<b>Emergents</b>					
Brésil (Bovespa Index)	47457,13	-15,8%	-22,8%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1275,44	-12,3%	-16,5%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	19395,81	+3%	-0,2%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	1979,21	-11,5%	-12,8%	+3,2%	-21,7%
<b>Taux 10 ans</b>					
France (OAT)	2,31%	+0,28	+0,32	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	1,73%	+0,45	+0,42	-0,22	-1,11
Italie	4,56%	-0,18	+0,03	-2,17	+3,11
Espagne	4,78%	-0,28	-0,53	+0,23	+0,20
Grèce	11,01%	-1,47	-0,83	-19,5	-
USA (US Notes)	2,49%	+0,64	+0,73	-0,04	-1,45
Japon	0,86%	+0,35	+0,07	-0,16	-0,15
<b>Autres</b>					
Parité €//\$	1,3001	+1,5%	-1,5%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	102,06	-7%	-7%	+2,2%	+14%
Or (Once \$)	1215	-23,8%	-26,6%	+5,7%	+15%

Source : HIM-Bloomberg

\* inverse du PER 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 des fonds diversifiés susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.