

Paris, le 10 octobre 2014

« *Krankreich* »¹

- **La révision en baisse des perspectives de croissance se poursuit**
 - L'Europe est le maillon faible de la croissance mondiale
 - En Europe, la faiblesse de l'inflation inquiète et la France et l'Italie patinent
 - La stimulation budgétaire de la croissance se heurte aux réticences allemandes
- **Les banquiers centraux sont toujours en première ligne**
 - La FED continue de piloter avec pragmatisme la réduction des mesures de soutien
 - La divergence des situations économiques et budgétaires complique la tâche de la BCE
- **La baisse des taux se poursuit, mais les actifs risqués n'en profitent plus**
 - Les rendements obligataires atteignent des niveaux toujours plus faibles voire négatifs
 - Les évaluations plus tendues fragilisent les marchés
 - Nous poursuivons notre recherche de valeurs décotées

Cher Investisseur,

L'affaiblissement de la croissance mondiale dont l'Europe est le maillon faible se confirme ce trimestre. L'engagement ferme de la BCE à combattre le risque de déflation et la baisse continue des taux n'a pas eu d'impact significatif sur l'évolution des actions. Le trimestre s'achève sur une quasi stabilité des indices boursiers européens. L'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) cède -0,3% (+3,6% depuis le début de l'année).

Dans ce contexte de croissance ralentie, les mauvais élèves du pacte de stabilité et de croissance ne sont plus les pays périphériques mais des pays cœurs (France et Italie). Des négociations compliquées s'annoncent au sujet de la souveraineté budgétaire des membres de la zone euro et du volet croissance du pacte de stabilité. Il n'est pas exclu que les tensions politiques s'exacerbent entre les différents Etats mais aussi au sein des pays fragilisés, notamment en France.

Les banquiers centraux sont plus que jamais en première ligne. La reprise qui s'affirme autorise la FED à piloter avec pragmatisme la réduction de ses mesures de soutien en évitant une remontée trop rapide des taux. En Europe, au contraire, la BCE a une grande latitude pour agir dans le cadre de son mandat. Elle a fermement exprimé sa détermination à mettre son bilan au service de la lutte contre la menace de déflation. En accompagnement de sa politique monétaire, la BCE s'emploie aussi à pousser vers plus de consensus des Etats en matière budgétaire : plus de rigueur pour les uns, plus de solidarité et de souplesse dans l'interprétation des textes pour les autres. Le chantier est vaste. Mais ne pas tuer la croissance est de l'intérêt de chacun.

Dans ce contexte, nous avons augmenté le volant de liquidité de nos fonds et poursuivons notre recherche de valeurs décotées disposant d'un potentiel de revalorisation.

¹ Contraction de krank (malade en allemand) et de Frankreich. Mot à la mode dans la presse allemande pour désigner la France.

L'Europe est le maillon faible d'une croissance mondiale qui s'essouffle

Les tendances du trimestre précédent se confirment ce trimestre. L'écart de croissance entre les deux rives de l'atlantique s'accroît. La reprise s'affirme aux Etats-Unis. Publié fin septembre, le PIB du second trimestre affiche une progression annualisée de 4,6% tirée par les investissements des entreprises et les exportations. Le taux de chômage poursuit sa décrue à 5,9% en septembre (contre 6,1% en juin). Certes, la qualité de ces chiffres fait débat. Le nombre de chômeurs ne prenant plus la peine de s'inscrire n'a jamais été aussi élevé depuis 1977. Le salaire moyen horaire ne progresse pas, signe que les emplois créés ne sont pas très qualifiés et que la part des emplois à temps partiel subi reste significative. Néanmoins, même fragile et inégale, la reprise s'affirme aux Etats-Unis.

L'Europe, au contraire, voit ses perspectives de croissance déjà anémiques se réduire toujours plus. Par rapport au trimestre précédent, le second trimestre 2014 a été stable en zone euro selon Eurostat. Ce chiffre moins bon qu'attendu provoque une fois de plus une révision en baisse des anticipations pour l'année en cours. Par pays, les performances restent très hétérogènes. L'Allemagne est touchée par le ralentissement économique chez ses principaux partenaires dont la France et l'Italie mais aussi la Chine. Pénalisée par son commerce extérieur, elle affiche une contraction d'un trimestre sur l'autre. Les commandes à l'industrie baissent avec pour conséquence une chute de la production industrielle. Pour 2014, la croissance a récemment été revue en baisse de +1,8% à +1,5%. La France continue de patiner avec une croissance nulle et même une réduction des investissements productifs. En Italie, la décroissance annoncée (-0,2% par rapport au trimestre précédent) confirme le retour de la récession.

Tous ces chiffres, ainsi que les indicateurs avancés, confirment que le redressement de l'économie européenne ne devrait être au mieux que très progressif. Un chômage qui se maintient à un niveau élevé, des capacités de production encore sous-utilisées et l'effort de réduction des déficits et des dettes publics ne peuvent produire qu'une croissance anémique. Dans la zone euro, les indicateurs avancés suggèrent une poursuite de la dégradation au troisième trimestre.

La situation dans les émergents n'a pas fondamentalement changé sur le trimestre. En Chine l'investissement en infrastructures reste le moteur d'une croissance moins dynamique mais soutenue (+7% / +7,5% attendu en 2014). Par ailleurs, trop de dettes logées dans un système financier parallèle trop opaque financent trop d'investissements notamment dans l'immobilier. La hausse des salaires pèse sur la compétitivité. Le Brésil traverse une période politique compliquée, sa croissance ralentit et sa devise s'affaiblit. Sur le front géopolitique, les conséquences négatives sur l'activité en Russie et sur la parité du rouble de la crise ukrainienne se confirment. L'instabilité au Moyen-Orient n'a pas d'impact sur le prix du pétrole mais reste un facteur d'instabilité grandissant.

Au total, les dernières prévisions du FMI confirment une moindre croissance synchronisée des principales économies du monde. Ses anticipations sont une nouvelle fois revues en baisse à +3,3% pour 2014. Ce chiffre est inférieur de près de 15% aux anticipations faites il y a un an (+3,8%).

Des négociations tendues au sujet du volet croissance du pacte de stabilité

L'absence de consensus politique sur les mesures optimales pour relancer la croissance en Europe provoque des tensions récurrentes depuis 2011. Maintenant que les mauvais élèves du pacte de stabilité et de croissance ne sont plus les pays périphériques (Espagne, Portugal, Grèce...) mais des pays cœurs (France, Italie), les tensions s'exacerbent. Depuis quelques semaines « Krankreich » est le mot à la mode en Allemagne. Contraction de « Krank » (malade) et de « Frankreich », il résume la perception allemande de la situation française. Un pays latin incapable de se réformer et de tenir ses engagements.

Le budget 2015 élaboré par la France et soumis à la Commission européenne illustre cette incapacité : augmentation des déficits en 2014 (4,4% contre 3,8% en 2013), suivi d'une très légère baisse pour 2015 (4,3%). L'objectif de 3% initialement annoncé pour 2013 puis renégocié pour 2015 ne sera pas tenu. Il est repoussé à 2017. Théoriquement, le budget français ne devrait pas passer l'examen de la Commission européenne en l'état. En principe, la France s'expose même à des sanctions. Reste que son poids lui octroie un pouvoir de nuisance donc de négociation significatif. Le spectre d'une crise politique en Europe refait surface. Dans un contexte de ralentissement marqué de la croissance en Allemagne, il n'est pas exclu que l'Europe se montre moins inflexible vis-à-vis de la France qu'elle ne l'a été envers les PIGS. A moins que, comme l'a expliqué Mario DRAGHI en décembre 2012, « *les pays avec un endettement et des déficits élevés [ne comprennent] qu'ils ont perdu leur souveraineté sur leurs politiques économiques depuis longtemps* ». La majorité des Français ne l'a très probablement pas encore compris. Si cette perte de souveraineté s'impose, de fortes tensions politiques en Europe et en France ne sont pas exclues.

Les banquiers centraux sont plus que jamais en première ligne

Aux Etats-Unis, la réduction progressive de la politique non conventionnelle de la FED se poursuit. Le programme de rachats d'actifs lancé en septembre 2012, devrait s'éteindre ce mois-ci. Jusqu'à présent, la Fed a su piloter une politique monétaire suffisamment accommodante pour ne pas tuer la croissance et éviter une remontée brutale des taux d'intérêts, mais pas trop laxiste pour éviter de créer un environnement inflationniste.

L'action de la BCE s'inscrit dans un contexte européen différent car la reprise économique donne des signes d'essoufflement. Avec une inflation qui s'affaisse chaque mois un peu plus (+0,3% en septembre) et des perspectives de croissance revue régulièrement en baisse, la question est plutôt de savoir si l'Europe n'entre pas dans une phase de déflation à la japonaise. Dans ce contexte, l'action de la BCE pointe plutôt vers un renforcement des mesures de soutien, compatibles avec son mandat visant à maintenir un rythme d'inflation inférieur mais proche de 2%.

Le cadre dans lequel évolue la BCE est complexe. Sa politique monétaire s'applique à 18 Etats dans des situations économiques et budgétaires hétérogènes, gouvernés par des décideurs aux sensibilités politiques différentes voire opposées. Avec l'OMT (septembre 2012), elle a su gérer la crise de l'euro en proposant un outil de rachat conditionnel et illimité de dettes publiques. Même si l'outil a été contesté et n'a pas eu besoin d'être mis en œuvre, sa capacité d'innovation a payé. Plus personne ne s'interroge sur la pérennité de l'euro. Aujourd'hui, elle exprime fermement sa volonté d'agir contre la menace de déflation. Elle s'emploie aussi à convaincre les gouvernants d'accepter, pour les uns plus de rigueur dans la gestion de leurs budgets, et pour les autres plus de solidarité et de souplesse dans l'interprétation des textes. Le chantier est vaste. Mais ne pas tuer la croissance est de l'intérêt de chacun.

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 actions ne profitent plus de la baisse des taux qui se poursuit

En Europe, les taux notamment souverains ont encore baissé significativement ce trimestre. Les échéances les plus courtes des emprunts d'Etat en Allemagne et en France évoluent même en territoire négatif. Accepter une rémunération dérisoire n'est plus suffisant. Le privilège de prêter à des Etats jugés sûrs même s'ils sont endettés se paie. La poursuite de la baisse des rendements obligataires n'a plus d'effet positif sur l'évaluation des actifs risqués.

Durant l'été, les révisions en baisse d'estimations ou toute déception sur le profil futur de croissance de tel ou tel groupe ont provoqué de brusques ajustements de cours. Une période s'achève. Le niveau atypique des taux d'intérêt limite aujourd'hui la pertinence des modèles d'évaluation fondés sur la prime de risque. La faiblesse plus prononcée qu'anticipé de la croissance, les tensions politiques en Europe et la crainte d'une déflation créent un climat anxieux qui se reflète dans l'évolution des cours. Quelques lueurs apparaissent néanmoins au bout du tunnel. La détermination de la BCE à mettre son bilan au service de la croissance s'est déjà traduit par une baisse significative de l'euro. Ce mouvement est favorable à la croissance des exportations et permet d'importer un peu d'inflation.

Reste que l'Europe doit passer un cap qui ne ressemble pas à un long fleuve tranquille. Dans de nombreux pays, incluant la France et l'Italie, l'équation budgétaire reste compliquée. Il faut réformer pour réduire les déficits publics et remettre la dette sur une trajectoire soutenable à long terme dans un contexte de croissance ralentie. La « Perestroïka » que nous évoquions en début d'année est devant nous. Elle touche la gouvernance européenne, la nécessaire intégration des politiques économiques et budgétaires, le système financier et le modèle social. Dans ce contexte, nous conservons une approche prudente en conservant un volant significatif de liquidités et poursuivons notre recherche de valeurs décotées disposant d'un potentiel de revalorisation.

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 26 septembre 2014	Volatilité 1 an	Variation T3 2014	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* : 11 304,56 €	5,53	-5,04%	+1,61%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâtitseurs** : 10 890,42 €	5,36	-3,87%	+3,22%	+14,76%	-4,61%	-
Catégorie Morningstar - Euro-Flexible	4,52	+0,37%	+4,13%	+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 26 septembre 2014	Valeurs	Variation T3 2014	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Europe						
Eurostoxx 50 (Europe)	3 219,58	-0,30%	+3,6%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	6,6%	+0,1	-0,7	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	4 394,75	-1%	+2,3%	+18%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis						
S&P 500 (USA)	1 982,85	+1,1%	+7,3%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4 512,19	+2,60%	+8%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
Asie						
Hang Seng (Hong Kong)	23 678,41	+2%	+1,6%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	16 229,86	+7,5%	-0,4%	+56,7%	+22,9%	-17%
Emergents						
Brésil (Bovespa Index)	57 212,38	+7,60%	+11,1%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1 156,15	-16,20%	--19,8%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	26 626,32	+6,10%	+25,8%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	2 347,72	+15,30%	+11%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans						
France (OAT)	1,31%	-0,30	-1,12	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	0,97%	-0,30	-0,97	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	2,38%	-0,34	-1,71	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	2,18%	-0,46	-1,96	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	6,13%	+0,94	--2,44	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	2,53%	-0,01	-0,50	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,52%	-0,04	-0,22	-0,05	-0,16	-0,15
Autres						
Parité €/ \$	1,27	-7%	-7,8%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	97,00	-14,3%	-12,5%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once \$)	1 214,83	-7,90%	+1%	-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'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.