

Paris, le 17 juillet 2015

«Is anyone in charge ? »¹

- **Le trimestre se conclut sur un défaut grec et se poursuit par une capitulation**
 - En défaut depuis le 30 juin, l'Etat grec insolvable accepte les contraintes d'un 3^{ème} plan d'aide
 - L'Eurostoxx 50 baisse de -7,4% sur le trimestre
- **Sauvez l'euro implique-t-il de garder la Grèce dans la monnaie unique ?**
 - Le risque de contagion étant limité la réponse est politique
 - Un accord pour maintenir la Grèce dans la zone euro a été annoncé
 - La mise en œuvre de cet accord réservera sûrement des surprises
 - Les banques centrales testent les limites de leurs capacités d'intervention
- **La normalisation c'est maintenant**
 - Ce trimestre marque le début de la fin de l'argent gratuit
 - La normalisation progressive sur les taux est facteur de volatilité
 - Prudents mais optimistes, nous restons concentrés sur la recherche de valeurs décotées

Cher Investisseur,

Ce trimestre se conclut sur un défaut grec. Le premier d'un pays développé auprès du FMI. Par ailleurs, à l'échéance contractuelle du 30 juin, aucun accord n'était intervenu entre la Grèce et ses partenaires européens. Après deux semaines de négociations, le 13 juillet au matin, un troisième plan d'aide de 80Md€ a été annoncé. Il inclut un prêt relais de 7Md€ pour résoudre la crise de liquidité et permettre le remboursement des échéances passées. En échange, le gouvernement de Monsieur Tsipras a accepté des mesures d'austérité et un contrôle serré de l'activité parlementaire. Cette curieuse capitulation sème le doute sur la volonté (capacité) de la Grèce à tenir ses engagements.

Le sujet grec ne sera pas clos sans réaménagement d'une dette trop lourde pour le pays. En attendant, les tensions s'exacerbent entre les membres de la zone euro. Cette incertitude politique grandissante fait peser un risque sur la timide reprise qui s'amorce. Par ailleurs, la crise grecque a poussé la BCE au-delà des limites de sa capacité d'intervention. Cette tendance apparaît aussi pour d'autres banques centrales. Notamment en Chine où un krach doit être géré.

Alors que les risques déflationnistes s'estompent, le trimestre qui s'achève pourrait bien marquer le début de la fin de l'argent gratuit. Une période de normalisation des politiques monétaires et de l'environnement sur les taux s'amorce. Elle génère de la volatilité et crée des opportunités dans l'univers des valeurs décotées.

¹ The Economist, octobre 2011

En Europe, le trimestre se conclut par un défaut grec et se poursuit par une capitulation

Le trimestre a été marqué par une négociation aussi longue qu'infructueuse entre le gouvernement grec et ses créanciers. Il se conclut sur le premier défaut d'un pays développé auprès du FMI. Par ailleurs, à l'échéance contractuelle du 30 juin, aucun accord n'est intervenu entre la Grèce et ses partenaires européens. En organisant un referendum le 5 juillet, le gouvernement grec s'est mis volontairement hors du jeu pour tenter d'imposer à des partenaires divisés un allègement substantiel des contraintes associées au plan d'aide de 2010. Au cours des deux premières semaines de juillet, la négociation s'est poursuivie dans un cadre juridique incertain.

Hors délai, les grecs ont voté contre les propositions d'aménagement du plan de 2010 présentées par les partenaires européens. Malgré le succès du « non » au referendum, le gouvernement a accepté quelques jours plus tard des mesures encore plus contraignantes en échange d'un troisième plan d'aide. Cette capitulation est curieuse. Elle sème le doute au sujet de la volonté réelle du gouvernement d'appliquer les mesures imposées par les créanciers. La tragédie grecque devrait donc se poursuivre. L'incapacité du pays à tenir les engagements pris et à honorer ses dettes continueront à exacerber les tensions entre les pays de la zone euro.

Les risques de contagion sont limités, l'incertitude politique grandissante devient pesante

Malgré l'accord annoncé, le débat au sujet du maintien de la Grèce dans la zone euro se poursuivra tant que le réaménagement de l'insoutenable dette hellène ne sera pas au menu. Pour les uns, un « Grexit » renforcerait la cohésion européenne. Les difficultés qu'aurait à affronter le peuple grec constitueraient un bon avertissement pour les électeurs des pays les moins disciplinés de la zone euro. Trop de concessions seraient une incitation au laxisme alors qu'un important travail de réforme et de réduction des déficits reste à faire pour améliorer le potentiel de croissance des économies. Pour les autres, l'euro ne serait plus irrévocable et les conséquences géopolitiques d'une crise grecque seraient très négatives, justifiant la recherche d'un accord à tout prix.

« *Is anyone in charge ?* ». Ce titre, publié en octobre 2011, par le journal The Economist reste d'une grande actualité. Depuis 2008, l'Europe est une construction inachevée qui affronte une tempête. Elle manque d'un pouvoir politique fort et d'une vision. Le dossier grec n'est qu'un révélateur de divergences persistantes. Au nom de la croissance, la France et l'Italie suggèrent que la discipline ne doit pas tuer les espoirs de reprise. Ils obtiennent régulièrement pour eux-mêmes des aménagements à leurs engagements issus du Pacte de Stabilité. L'Allemagne rechigne à mutualiser ses dettes avec des partenaires qui peinent à tenir leurs engagements. Le Royaume-Uni souhaite une révision des traités et envisage un referendum sur une sortie éventuelle de l'Union. L'Espagne voit exploser l'audience de Podemos, le Syriza local. Cette incertitude politique grandissante devient pesante. Elle s'ajoute à l'excès de dettes et aux rigidités en tout genre et fait peser un risque sur la timide reprise qui s'amorce.

Heureusement, le risque de contagion est beaucoup plus faible qu'en 2011. Le système financier européen n'est plus exposé. Les contribuables, à travers la BCE, le MES et les prêts bilatéraux entre Etats sont avec les banques hellènes, les seuls détenteurs d'obligations grecques. Avec les outils imaginés depuis 2011 (MES, FEFS, OMT, QE...), l'Europe et la BCE ont une puissance de feu suffisante pour gérer une crise portant sur 3,5% de la dette publique cumulée de la zone euro et éviter la contagion aux pays fragiles de la zone euro qui par ailleurs se portent mieux.

Les banques centrales testent les limites de leurs capacités d'intervention

La gestion politique de la crise grecque a testé les limites des capacités d'intervention de la BCE. « *Nous avons des règles et nous les avons interprétées au maximum pour pouvoir maintenir la ligne de survie des banques grecques mais nous ne pouvons pas indéfiniment continuer à augmenter les risques que nous prenons* » Aux avant-postes depuis fin 2011, la BCE n'a pas néanmoins vocation à se substituer aux décideurs politiques qui tardent à s'accorder. C'est pourtant ce qu'elle a du faire au cours de ces deux dernières semaines.

En Chine, c'est le gouvernement qui se substitue avec fermeté et originalité à la banque centrale dont les interventions ne suffisent plus à entretenir la confiance des investisseurs. La police enquête sur les ventes à découvert d'actions considérées comme « malveillantes » et « illégales ». Depuis le 9 juillet, Les détenteurs de plus de 5% du capital d'une société cotée n'ont plus le droit de vendre leurs titres pendant six mois. Il s'agit d'enrayer la chute de la Bourse de Shanghai. Après avoir progressé de 150% en un an et atteint un plus haut le 12 juin dernier, elle affiche une baisse de plus de 30% en trois semaines. Les incertitudes sur la croissance, l'excès de spéculation à crédit de plus de 90 millions de chinois, la bulle immobilière ont provoqué un krach. Près de la moitié des valeurs inscrites ne cotent plus.

Aux Etats-Unis, la FED atteint aussi les limites de son action en faveur de la croissance. Le premier trimestre a été décevant. Une météo défavorable, la réduction des investissements dans le secteur pétrolier, des grèves dans les ports de la côte Ouest et la hausse du dollar ont conduit à une baisse de -0,2% du PIB sur le premier trimestre 2015. Les anticipations pour 2015 sont revues en baisse (+2,5% selon le FMI). Reste que l'économie américaine est sur une tendance solide. Le plein emploi (taux de chômage à 5,5%) commence à alimenter la hausse des salaires. L'effet déflationniste de la baisse du prix du pétrole s'estompe. L'inflation revient en territoire positif (+1,7%). Dans ce contexte, l'inaction bienveillante de la FED est de moins en moins tenable. Elle va devoir se reconstituer des marges de manœuvre.

La normalisation c'est maintenant aux Etats-Unis, l'Europe devrait suivre progressivement

Le trimestre qui s'achève pourrait marquer le début de la fin de l'argent gratuit. Le retour de l'inflation en territoire positif en Europe, conduit à une remontée des taux d'intérêt. Proche de 0 début avril, les taux allemands à 10 ans se situent à 0,77% fin juin. La hausse relative est sensible, même si le taux reste à des niveaux historiquement très bas. La reprise de la croissance se confirme ce trimestre. Publiés début juillet, les indicateurs avancés de l'institut Markit ne montrent aucune inflexion liée à la tragédie grecque. Ils suggèrent une progression de 0,4% du PIB sur l'ensemble de la zone euro au deuxième trimestre, tirée par l'Espagne, l'Irlande et l'Allemagne. Ces chiffres confortent les anticipations de la BCE (+1,5% en 2015 et +1,9% en 2016 en zone euro).

A partir des Etats-Unis, une période de normalisation des politiques monétaires et de l'environnement sur les taux s'amorce. Compte-tenu de la poursuite jusqu'à septembre 2016 du QE de la BCE et des achats contraints des institutions financières, elle devrait être très progressive en Europe. Cette normalisation devrait conduire à une remontée graduelle des taux d'intérêts, surtout si la reprise amorcée de l'inflation se confirme. Cette normalisation génère de la volatilité mais crée aussi des opportunités dans l'univers des valeurs françaises et européennes décotées.

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 27 juin 2015	Volatilité 3 ans	Variation T2 2015	Variation 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* : 12 376,38€	6,63	+0,61%	+8,71%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs** : 11 839,59€	5,28	+0,45%	+7,87%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
Euro-Flexible (Morningstar)	6,22	-2,43%	+5,49%	+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 30 juin 2015	Valeurs	Variation T2 2015	Variation 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Europe							
Eurostoxx 50 (Europe)	3424,3	-7,4%	8,8%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*		0	-1,1	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	4790,2	-4,8%	12,1%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis							
S&P 500 (USA)	2063,11	0	0,2%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4986,87	2%	5,3%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
Asie							
Hang Seng (Hong Kong)	26250,03	5%	11,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	20329,32	6%	16,5%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
Emergents							
Brésil (Bovespa Index)	53080,88	4%	6,1%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	943,07	7%	19,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	27780,83	-1%	1%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	4277,22	14%	32,2%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans							
France (OAT)	1,23%	+0,75	+0,39	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	0,77%	+0,59	+0,23	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	2,31%	+1,01	+0,43	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	2,27%	+1,05	+0,66	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	15,41%	+3,81	+5,81	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	2,41%	+0,48	+0,24	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,48%	+0,08	+0,15	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
Autres							
Parité €/§	1,11	+3%	-9,2%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT §)	58,72	+7%	+2%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once §)	1171,70	-1%	-1%	-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'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.