

Paris, le 8 octobre 2015

**« Je ne crois aux statistiques que lorsque je les ai moi-même falsifiées »<sup>1</sup>**

- **Les BRICs pèsent sur le rythme de la croissance mondiale**
  - Brutale prise de conscience du ralentissement chinois
  - Parmi les BRICs seule l'Inde tire encore son épingle du jeu
  - L'Eurostoxx 50 baisse de -9,5% sur le trimestre
- **Les banquiers centraux adaptent leurs discours**
  - La FED continue de prendre son temps et donne l'impression de tergiverser
  - La BCE est disposée à faire tourner encore plus vite la planche à billets
- **Les investisseurs exigent une meilleure rémunération du risque**
  - 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,

Ce trimestre, la Chine a exporté la crainte d'un ralentissement économique et les turbulences boursières associées. Les principales places financières mondiales ont chuté significativement. L'Eurostoxx 50 affiche une baisse de -9,5%. La prise de conscience d'un ralentissement chinois plus prononcé que celui acté dans les statistiques officielles s'ajoute aux difficultés du Brésil et de la Russie. L'idée d'une économie mondiale portée par les BRICs n'est plus pour l'instant d'actualité. Au contraire, la crainte est aujourd'hui qu'ils tirent les pays développés vers le bas.

Dans ce contexte, la FED hésite à sortir de la longue période d'argent gratuit ouverte fin 2008. Elle a renoncé, pour l'instant, à une hausse même symbolique de ses taux directeurs. Une croissance fragilisée par le contexte international, une inflation très en deçà de l'objectif de 2%, la perspective de brusques mouvements de capitaux fragilisant un peu plus les pays émergents et participant au recul de l'inflation expliquent ses hésitations. En Europe, la BCE est disposée à augmenter son soutien monétaire. Sa bienveillance rassure. Les hésitations de la FED participent à la montée de l'anxiété. Les cours fluctuent de façon brutale et désordonnée. La volatilité est de retour. Les investisseurs exigent une meilleure rémunération du risque.

Dans ce contexte d'une complexité grandissante, nos fonds ont, une fois de plus, confirmé leur capacité de résistance dans un environnement dégradé. Cette résistance tient aux spécificités de notre processus de gestion fondé sur une sélection raisonnée de valeurs décotées. Ce processus est bien adapté à une période où les placements sans risque n'apportent aucune rémunération.

<sup>1</sup> Winston CHURCHILL

## ***Les BRICs ne tirent plus l'économie mondiale pour l'instant***

Comme attendu, le FMI a récemment revu en baisse ses perspectives de croissance de l'économie mondiale. Elles n'ont jamais été aussi faibles depuis 2009. L'institution table sur +3,1% en 2015 et +3,6% en 2016, contre respectivement +3,5% et +3,7% en janvier dernier. Les BRICs ne jouent plus leur rôle de moteur de croissance.

Ce trimestre est en effet marqué par la prise de conscience du ralentissement de la croissance chinoise. Après la persistante faiblesse des indicateurs PMI concernant l'activité industrielle, la chute des indices boursiers depuis juillet, plusieurs dévaluations surprises du Yuan mi-août ont semé le trouble sur les marchés financiers. Perçues comme un soutien monétaire aux exportations, ces dévaluations valent reconnaissance officielle d'une décélération de l'activité industrielle plus prononcée que les statistiques ne le laissent apparaître. Pour certains économistes, le rythme de croissance de l'économie chinoise serait inférieur de moitié aux données gouvernementales. Patrick ARTUS, Chef économiste chez NATIXIS l'estime à 2/3% en 2015.

Ce ralentissement chinois s'ajoute aux difficultés du Brésil et de la Russie. Pour des raisons économiques (baisse des matières premières, endettement des ménages...) et politiques (sanctions internationales, scandales liés à la corruption...), ces deux pays sont en récession. Parmi les BRICs, seule l'Inde tire encore son épingle du jeu. L'idée d'une économie mondiale portée par les émergents a, pour l'instant, fait long feu.

## ***Ils font même peser un risque sur la croissance du monde développé***

Aux Etats-Unis, la croissance se confirme pour l'instant, tirée par la consommation des ménages. Le PIB du second trimestre affiche une progression annualisée de +3,7%. Le taux de chômage (5,1%) se stabilise à un niveau de plein emploi. Reste que la qualité de ces chiffres continue à faire débat. Le nombre de chômeurs ne prenant pas la peine de s'inscrire reste à un niveau historique, le plus haut depuis 1977. La progression de la consommation repose plus sur l'endettement que sur la hausse des salaires. La baisse du prix du pétrole a un effet négatif sur l'investissement et l'emploi. La hausse du dollar pèse sur les exportations. La tendance est plutôt à une révision en baisse de la croissance. Alors que le FMI tablait encore en janvier dernier sur +3,6% pour 2015, le consensus des économistes se situe aujourd'hui à +2,5%.

En Europe, l'économie continue de se redresser à un rythme toujours lent et inégal. Le PIB accélère légèrement au second trimestre. Il progresse de +1,2% (+1% le trimestre précédent), tiré par l'Allemagne (+1,6%) et l'Espagne (+3%). La poursuite de l'amélioration attendue sur la fin 2015 tient notamment à la baisse du prix du pétrole et du dollar. L'énergie bon marché allège la balance commerciale et joue comme un plan de relance en distribuant du pouvoir d'achat. La dépréciation de l'euro favorise les exportations. L'Europe reste néanmoins caractérisée par un potentiel de croissance faible, insuffisant pour assurer une décrue durable du chômage et par des déficits et des dettes publics toujours trop élevés. Dans ce contexte, les mauvaises nouvelles en provenance des BRICs inquiètent. Les premiers indicateurs disponibles pour le troisième trimestre (PMI de Markit) suggèrent une inflexion de la croissance en zone euro en septembre.

## ***Les banques centrales adaptent leurs discours, ce qui participe à la montée de l'anxiété***

La Chine a donc exporté ce trimestre la crainte d'un ralentissement économique et les turbulences boursières associées. Les banquiers centraux ont dû adapter leurs discours à la faiblesse de la croissance et de l'inflation qui se dessine :

- Le 17 septembre, La FED a annoncé qu'elle laissait ses taux inchangés, poursuivant la politique de taux 0 adoptée il y a 7 ans. Une croissance fragilisée par le contexte international et une inflation très en deçà de l'objectif de 2% retardent la normalisation de la politique monétaire américaine.
- En Europe, Mario DRAGHI a indiqué récemment que le soutien monétaire mis en place jusqu'en septembre 2016 pourrait être augmenté si nécessaire. La BCE est disposée à faire tourner encore plus vite la planche à billets.

Par des déclarations nombreuses et parfois contradictoires, la FED donne l'impression de tergiverser en retardant la hausse de ses taux directeurs qui paraît pourtant inéluctable. Le maintien du statu quo de la FED ne rassure plus :

- Il justifie les inquiétudes concernant l'effet du ralentissement chinois sur les économies développées,
- Il braque les projecteurs sur le récent reflux de l'inflation en Europe et aux Etats-Unis et entretient le spectre de la déflation,
- Il crédibilise la crainte de voir s'amplifier des retraits de capitaux déstabilisants pour les pays émergents. En effet, la perspective d'une réorientation de la politique monétaire de la FED provoque déjà un retour au pays d'une partie des capitaux investis dans les émergents. Ces sorties de capitaux pèsent sur les balances des paiements et sur les devises des pays concernés. Elles fragilisent ceux dont la dette extérieure est libellée en dollar et importent de la déflation dans les économies développées.

Au contraire, la bienveillance de la BCE rassure. Elle peut transformer les mauvaises nouvelles économiques en bonnes nouvelles pour les investisseurs, les exportateurs et les Etats. Les investisseurs bénéficieront de taux anormalement bas pour investir et évaluer les actifs financiers. Grâce à un euro faible, les exportateurs disposeront d'un avantage compétitif sur les marchés extérieurs. Les Etats refinanceront leurs déficits en croissance à des taux compatibles avec leurs maigres capacités budgétaires. La complexité de la gouvernance européenne, le surendettement ou les déséquilibres des balances commerciales de certains Etats (notamment l'Allemagne) deviennent, pour un certain temps, des sujets secondaires.

La complexité grandissante de l'environnement économique et monétaire se traduit par le retour de la volatilité sur les marchés financiers. Les cours fluctuent de façon brutale et désordonnée. Sur le trimestre, les principales places financières mondiales affichent toutes des performances significativement négatives. La Bourse de Shanghai baisse de -28%. Cette contre-performance n'efface que partiellement la hausse cumulée de 2014 (+52%) et du premier semestre 2015 (+32%). L'Eurostoxx 50 baisse de -9,5% (-1,5% depuis le début de l'année). Malgré une baisse de -7% sur le trimestre, le CAC 40 est l'un des rares indices encore en hausse sur 2015 (+4,3%).

**Nos fonds confirment leur capacité de résistance dans un environnement dégradé**

Comme durant l'été 2011, nos fonds ont confirmé, ce trimestre, leur capacité de résistance dans un environnement dégradé. Les gains enregistrés au premier semestre 2015 ont pour l'essentiel été conservés.

Cette résistance tient aux spécificités de notre processus de gestion. Nous investissons dans des sociétés. Nous ne parions pas sur la croissance ou sur les fluctuations de la Bourse. Nos choix dépendent du potentiel de revalorisation que nous anticipons dans une durée compatible avec les projets industriels que nous analysons.

Nous évaluons de façon aussi rigoureuse que possible les titres que nous étudions. Nous investissons à un prix que nous jugeons raisonnable pour rémunérer le risque associé à chaque décision. Certains choix (15% au cours des cinq dernières années) ont été décevants. D'autres le seront dans l'avenir. Mais les convictions qui constituent nos portefeuilles sont suffisamment nombreuses pour assurer une diversification des risques. Il est peu probable que nous ayons 100% de réussite. Il est tout aussi peu probable que nos choix soient majoritairement décevants.

Le potentiel que nous identifions 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.

Notre processus caractérisé par une sélection raisonnée de valeurs décotées est bien adapté à la période actuelle dans laquelle les placements sans risque ne sont pas rémunérés.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

## Annexe 1 : quelques données chiffrées

### Nos Fonds

Au 25 septembre 2015	Volatilité 3 ans	Variation T3 2015	Variation 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* : 12 200,29€	6,20	-1,42%	+7,16%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs** : 11 701,86€	5,38	-1,16%	+6,61%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
Euro-Flexible (Morningstar)	6,88	-6,28%	+1,59%	+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 septembre 2015	Valeurs	Variation T3 2015	Variation 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
<b>Europe</b>							
Eurostoxx 50 (Europe)	3100,67	-9,5%	-1,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*		+0,7	+0,4	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	4455,29	-7%	+4,3%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
<b>Etats-Unis</b>							
S&P 500 (USA)	1920,03	-6,9%	-6,7%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4620,16	-7,4%	-2,4%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
<b>Asie</b>							
Hang Seng (Hong Kong)	20846,30	-20,6%	-11,7%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	17388,15	-14,5%	-0,4%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
<b>Emergents</b>							
Brésil (Bovespa Index)	45059,34	-15,1%	-9,9%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	789,73	-16,3%	-0,1%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	26154,83	-5,9%	-4,9%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	3052,78	-28,6%	-5,6%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
<b>Taux 10 ans</b>							
France (OAT)	0,92%	-0,31	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	0,61%	-0,16	+0,07	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	1,72%	-0,59	-0,16	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	1,90%	-0,38	+0,29	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	8,35%	-7,06	-1,25	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	2,07%	-0,34	-0,10	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,33%	-0,15	0	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
<b>Autres</b>							
Parité €/§	1,11	+0,3%	-8,9%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT §)	48,78	-16,9%	-15,2%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once §)	1114,40	-4,9%	-5,8%	-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.