

« Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité et ils ne voient la nécessité que dans la crise »¹

- **Le vote britannique en faveur de la sortie de l'Union accentue l'incertitude actuelle**
 - Des questions politiques majeures se posent tant au Royaume-Uni qu'en Europe
 - Seule certitude, le processus menant au Brexit sera long
 - Difficile de savoir qui du Royaume-Uni ou de l'Union européenne défendra le mieux ses intérêts
- **La croissance reste une denrée rare fondée sur un endettement parfois excessif**
 - L'incertitude née du Brexit ne favorisera pas la croissance
 - Son impact devrait être significatif au Royaume-Uni, plus dilué en Europe et dans le monde
 - En Chine, comme dans les émergents, le recours accru à l'endettement inquiète
- **Les banques centrales ont de solides arguments pour rester accommodantes**
 - La BCE maintient ouvert le robinet de liquidités, la FED diffère la normalisation de sa politique
 - Dans le cadre de son mandat, la BCE dispose aujourd'hui d'outils pour prévenir les crises
 - A travers l'accélération de la diffusion des taux négatifs, l'inquiétude grandissante se confirme
 - Notre processus de sélection de valeurs décotées a fait ses preuves dans les périodes troublées

Cher Investisseur,

Ce trimestre s'achève sur le résultat surprise du référendum britannique en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Europe (Brexit). Une période d'incertitude politique majeure s'ouvre. L'application pratique de l'article 50 du traité de l'Union suscitera des débats juridiques et des négociations complexes. Le Royaume-Uni est menacé de dislocation. L'avenir du projet européen est en jeu. Le calendrier reste à définir. Seule certitude, le processus menant au Brexit sera long. L'issue des négociations est incertaine. Difficile de savoir qui du Royaume-Uni ou de l'Union défendra au mieux ses intérêts. Les britanniques ont pour atout leur pragmatisme. Les européens devront composer entre eux, définir une ligne commune, renforcer l'Union, éviter qu'un divorce entre les peuples et les institutions ne menace l'édifice.

L'incertitude née du Brexit ne favorisera pas la croissance. Son impact direct devrait être important au Royaume-Uni, mais plus dilué en Europe. Il ne devrait pas être significatif à l'échelle du monde. Reste que la croissance est une denrée rare fondée sur un endettement parfois excessif notamment en Chine et dans les émergents. Ce trimestre confirme l'accumulation de facteurs d'instabilité incluant des performances économiques décevantes au Japon et aux Etats-Unis.

Dans ce contexte, les banques centrales sont condamnées à rester accommodantes. L'accélération de la diffusion des taux négatifs est signe d'inquiétude, tout comme la baisse de plus de 25% de l'Eurostoxx 50 depuis le point haut d'avril 2015. Dans cette période troublée, comme durant l'été 2011, nos fonds ont fait preuve d'une très bonne résistance. Sur un an, ils continuent d'afficher une performance positive. Nous restons très attentifs à sélectionner des sociétés pour leurs qualités propres, leurs perspectives et surtout leur évaluation. Grâce à un processus de gestion structuré ayant fait ses preuves, nous nous efforçons de profiter de la volatilité actuelle pour construire la performance future de nos fonds.

¹ Jean Monnet

Le vote britannique en faveur de la sortie de l'Union accentue l'incertitude actuelle

Le trimestre s'achève sur le résultat surprise du référendum britannique en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Europe (Brexit). Ce référendum est consultatif. Dans un délai à définir, le parlement majoritairement en faveur du maintien dans l'Union, doit se prononcer pour permettre à un gouvernement à constituer d'engager le divorce. La situation politique est donc très compliquée. L'incertitude politique née de ce vote porte sur la probabilité que ce processus aboutisse, sur l'intégrité du Royaume-Uni, sur le destin du projet européen, sur le calendrier, sur les nouvelles relations entre les deux zones. L'intégrité du Royaume-Uni n'est pas assurée. L'Ecosse exprime sa volonté de rester membre de l'Union. Le destin du projet européen est incertain. Dans de nombreux pays, l'exemple britannique pourrait renforcer les partis eurosceptiques et accélérer le divorce entre les peuples et les institutions européennes. Mais le Brexit peut aussi se transformer en électrochoc, conduisant les décideurs européens à renforcer leurs liens et à surmonter leurs divergences. « *Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité et ne voient la nécessité que dans la crise* ». A quelques mois du sixième anniversaire de la signature du traité de Rome, cette citation de Jean Monnet retrouve une grande actualité.

Seule certitude, le processus menant au Brexit sera long. L'application de l'article 50 du traité de l'Union suscitera des débats juridiques et des négociations complexes. Dans les principes, la notification du retrait (à l'initiative des britanniques) ouvre un délai de deux ans durant lequel le Royaume-Uni négociera avec l'Union les modalités de sa sortie et les nouvelles relations entre les deux zones. Ces relations seront plus ou moins étroites. Comme la Norvège ou l'Islande, le Royaume-Uni pourrait devenir membre de l'Espace économique européen (libre circulation des biens et des personnes sans politique agricole et sans union douanière). La nouvelle relation pourrait aussi être le résultat d'accords bilatéraux (modèle suisse) ou se transformer en accord de libre-échange (modèle canadien). S'il y trouve son intérêt, le Royaume-Uni pourrait même devenir un pays tiers sans accord particulier avec l'Union. Comme l'a expliqué David Cameron durant la campagne, ces négociations « pomperont l'énergie » des dirigeants britanniques et aboutiront à « une décennie perdue ». L'issue de la négociation est très incertaine. Difficile de savoir qui du Royaume-Uni ou de l'Union défendra le mieux ses intérêts. Les britanniques ont pour atout leur pragmatisme légendaire. Il s'exprime déjà dans la proposition d'abaisser le taux d'imposition des sociétés à 15%. L'Union européenne devra s'accommoder de la complexité de sa gouvernance et de l'absence de consensus sur des sujets structurants, notamment la définition d'une fiscalité homogène.

Les perspectives de l'économie britannique s'en trouvent assombries

L'incertitude ne favorisera pas la croissance. La City est en première ligne. Sa prospérité dépend largement du passeport européen que le Royaume-Uni ne conservera pas. Plus généralement 60% du PIB britannique est lié au commerce extérieur. La consommation de produits importés, moteur de croissance ces dernières années souffrirait de la hausse des prix consécutive à une baisse durable de la £. Les capitaux extérieurs nécessaires au financement des déficits courants se feront plus rares. L'investissement, notamment étranger, devrait ralentir. L'incertitude sur l'évolution des prix de l'immobilier pourrait inquiéter les très nombreux propriétaires endettés. Selon le FMI, le PIB britannique perdrait entre 1,5% et 4,5% à l'horizon 2019, par rapport à ce qu'il aurait été en cas de maintien dans l'UE. Une récession est attendue dans les prochains trimestres. La croissance devrait être faible en 2017.

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.

L'impact économique devrait néanmoins rester mesuré en Europe et dans le monde ...

En Europe, les effets économiques directs devraient être temporaires et mesurés. Si la moitié du commerce extérieur britannique est réalisé dans l'UE, seulement 14% des exportations de l'UE sont destinées au marché britannique. Selon la BCE, les prévisions de croissance dans l'Union européenne pourraient être amputées de 0.3% -0,5% sur deux ans. Certains dirigeants européens, notamment en France et en Italie, misent sur des retombées positives d'un mouvement de relocalisation en Europe continentale d'activités économiques, notamment financières. A l'échelle de la croissance mondiale, le Brexit ne devrait pas avoir d'effets significatifs.

.. où la croissance est une denrée rare fondée sur un endettement parfois excessif

Reste que la croissance est une denrée rare. En zone euro, les chiffres publiés ce trimestre confirment une progression modérée de l'économie (+1,6% attendue en 2016) avec pour moteur essentiel la consommation. La faiblesse de la demande extérieure notamment dans les pays émergents se traduit par des exportations atones mais en redressement sur la fin du semestre particulièrement en Allemagne. En France, au contraire, les indicateurs d'activité de Markit suggèrent une dégradation récente des perspectives principalement dans l'industrie. L'agitation sociale autour de la loi travail pourrait expliquer cette inflexion.

La croissance japonaise déçoit du fait d'une consommation en baisse et d'une activité industrielle pénalisée par la hausse surprenante du yen. La hausse de la TVA, symbole du plan d'assainissement des finances publiques, est reportée à 2019. Lancés fin 2012, les « Abenomics » censés combattre la déflation, revitaliser l'économie puis assainir les finances publiques ne portent pas les fruits escomptés. Les prix, la consommation et la production industrielle baissent alors que la dette publique augmente pour atteindre 240% du PIB.

La Chine continue de piloter la transition vers une économie tirée par la consommation intérieure et les services. Les défis sont toujours les mêmes. Le modèle, fondé sur l'investissement à crédit en infrastructures et en capacités industrielles peu productives, est à bout de souffle. Selon la BRI, la dette des entreprises privées chinoises a augmenté de 100% du PIB entre 2004 (57%) et 2014 (157%). Les restructurations nécessaires notamment dans les produits de bases pèsent sur la croissance, l'emploi et la santé du système financier. Selon le FMI, 15% des prêts chinois s'apparentent à des créances douteuses, alors que la contraction de l'activité manufacturière se confirme en juin, pour le seizième mois consécutif. Malgré ces risques, le boom du crédit se poursuit avec la bénédiction des autorités. Il accélère même depuis fin 2015 et alimente aussi la consommation des ménages, l'investissement immobilier et toujours les entreprises d'Etat. Le FMI et la BRI s'inquiètent de cette accélération. Les risques liés à un recours excessif à l'endettement valent pour l'ensemble des pays émergents. En 2016, le FMI calcule que la dette totale des entreprises des 20 principaux pays émergents représente 100% de leur PIB soit 26 000 Md\$. Elle ne dépassait pas 4 000 Md\$ en 2004.

Même aux Etats-Unis, la croissance déçoit. Les résultats des entreprises comme les chiffres du chômage montrent un ralentissement cyclique après sept années de croissance ininterrompue. La chute des investissements dans l'énergie, des exportations moins dynamiques du fait d'une appréciation du dollar et d'une demande extérieure atone ont conduit à une baisse supplémentaire des anticipations de croissance. Début juin, la Banque mondiale a abaissé ses prévisions pour 2016 de +2,7% à +1,9%. Comparée aux +3,5% qu'attendait le FMI en janvier 2015, la révision devient significative.

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 banques centrales sont condamnées à être accommodantes...

Croissance décevante au Japon et aux Etats-Unis, Brexit, incertitudes politiques en Europe : les banques centrales ont de solides arguments ce trimestre pour poursuivre leurs politiques non conventionnelles ou différer la normalisation. Le Brexit les condamne même à être particulièrement accommodantes. La perspective d'un soutien et d'une coordination de leurs actions est rassurante. La Banque d'Angleterre et la BCE maintiennent ouvert le robinet de liquidités. Elles sont aujourd'hui capables de traiter les symptômes des crises récentes. Elles peuvent éviter que, comme en 2007-2008, des retraits ou des ventes d'actifs précipités ne déstabilisent certaines institutions et ne se transforment en crise financière. Par ailleurs, dans le cadre de son mandat, la BCE a su créer les outils lui permettant aujourd'hui de contrôler l'évolution des taux des pays les plus fragiles de la zone euro. Grâce à l'OMT et à ses programmes de rachats d'actifs, même les pays endettés et impécunieux se financent à des taux faibles, compatibles avec leurs maigres ressources. Une nouvelle crise des dettes souveraines du type de celle de l'été 2011 est donc peu probable. Reste que la politique monétaire ne peut pas tout. Au Japon, les résultats ne sont pas à la hauteur des espoirs suscités par les « Abenomics » lors de leur annonce en 2012.

En Europe, la BCE ne peut que donner du temps aux décideurs politiques. Depuis fin 2011, c'est l'un des objectifs de la politique monétaire menée par Mario Draghi. Mais depuis un an, l'annonce trop régulière de mesures supplémentaires devient facteur d'inquiétude. Par son discours, la BCE donne un crédit probablement excessif aux craintes de déflation. Elle donne aussi l'impression de devoir pallier l'insuffisante coordination des politiques économiques et budgétaires des membres de la zone euro, conséquence de l'incapacité récurrente des décideurs politiques à s'accorder sur un cadre commun et à tenir leurs engagements.

... mais la balle revient maintenant dans les mains des décideurs politiques

Chaque membre de la zone euro s'est engagé à mettre ses finances publiques sur une trajectoire soutenable et à se réformer pour doper le potentiel de croissance. Collectivement, lors du Conseil européen de juin 2012, l'engagement était de : « *créer un cadre financier intégré, un cadre budgétaire intégré et un renforcement de la légitimité démocratique et de l'obligation de rendre des comptes* ». Le bilan est maigre. Les divergences de trajectoires économiques et budgétaires s'accroissent. Les allemands engrangent des excédents commerciaux et budgétaires excessifs, au regard des règles communes pour les premiers, des performances de ses partenaires pour les seconds. Les pays du sud, incluant la France, peinent à tenir leurs engagements de réforme et de gestion des déficits publics. Ils sont régulièrement menacés de sanctions, rarement sanctionnés. Certaines banques, notamment en Italie, portent encore des créances douteuses trop lourdes. Le financement des économies se fait toujours sur une base nationale sans transferts de capitaux et sans mutualisation des risques. L'harmonisation des politiques économiques et des règles fiscales restent des chantiers à venir. Même la légitimité démocratique des décideurs politiques se détériore. Les partis eurosceptiques prennent du poids. La formation de gouvernements stables et représentatifs devient un sujet récurrent de préoccupation. Chacun perçoit la régression du projet européen. Mais une petite lueur apparaît peut-être au bout du tunnel. Elle vient de Grèce, où pour la première fois depuis longtemps, la nouvelle tranche d'aide (10,3Md€ dont 7,5Md€ versés en juin) a été approuvée ce trimestre sans tensions extrêmes entre l'Allemagne et ses partenaires. Le principe de l'allègement d'une dette publique que chacun sait insoutenable fait même partie de l'accord. Selon Christine Lagarde, la zone euro ne sortira renforcée de l'épreuve du Brexit que si ses dirigeants font preuve d'un « *immense courage politique* ».

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.

La diffusion toujours plus large des taux négatifs est facteur d'inquiétude

Depuis le 14 juin, pour la première fois de son histoire, l'Etat allemand emprunte à 10 ans à des taux négatifs. La Suisse emprunte elle jusqu'à 30 ans à moins que rien. La diffusion de taux négatifs sur des échéances plus lointaines et des signatures plus nombreuses se confirme ce trimestre. Cette situation concerne un tiers des dettes souveraines et un total d'encours de plus de 10 000Md\$ selon Fitch.

Certes, l'existence de taux négatifs relève en partie de facteurs techniques et réglementaires. La politique monétaire de la BCE associée aux contraintes réglementaires qui s'imposent aux institutions financières modifient leur comportement. Elles sont inondées de liquidités et doivent dans le même temps respecter des ratios réglementaires. Leurs achats d'emprunts d'Etats ne sont plus motivés par l'analyse d'un couple rendement-risque mais par la nécessité de respecter des règles prudentielles.

Néanmoins, l'accélération de la diffusion de ces taux négatifs exprime aussi l'inquiétude grandissante des investisseurs. Alors qu'ils pourraient choisir un placement plus rémunérateur mais plus risqué, ils sont de plus en plus nombreux à préférer payer un émetteur solide, comme s'ils louaient un coffre-fort. Cette inquiétude est confirmée par la baisse de plus de 25% de l'Eurostoxx 50, depuis le point haut atteint en avril 2015.

La normalisation des politiques monétaires est un défi inéluctable

Ce trimestre, le pétrole a amplifié la hausse constatée sur les trois premiers mois de 2016. Au 24 juin, le Brent progresse de +32% depuis le début de l'année à 48\$. A moins d'une rechute, l'effet déflationniste du prix de l'énergie va mécaniquement disparaître au cours des trimestres à venir. Hors énergie, l'inflation est aujourd'hui sur une tendance annuelle de +2,2% aux Etats-Unis, au-dessus de l'objectif de la Fed (2%). En zone euro, elle évolue sur un rythme annuel de +0,9% hors énergie (+0,1% énergie incluse). L'évolution de ces chiffres ne milite pas en faveur d'une déflation imminente. Au contraire, pour peu que les prix des produits énergétiques poursuivent leur redressement, le retour vers un rythme d'inflation plus conforme aux objectifs des banquiers centraux pourrait être plus rapide qu'anticipé aujourd'hui. Se poserait alors la question d'une normalisation inéluctable des politiques monétaires.

La période d'argent gratuit que nous vivons est exceptionnelle. Elle ne manquera pas de finir. Ceux qui n'auront pas maintenu leur endettement sur une trajectoire raisonnable risquent d'être fort dépourvus lorsque la fête sera finie. Les réévaluations d'actifs sur la base de taux anormalement bas peuvent conduire à de mauvaises allocations d'actifs. Elles seront les déceptions de demain. C'est pourquoi nous sommes très attentifs à sélectionner des valeurs pour leurs qualités propres, leurs perspectives et surtout leur évaluation. Nous nous concentrons sur les valeurs décotées dont le potentiel est sous-estimé ou les risques surestimés. Ce processus de sélection structuré a fait ses preuves dans les périodes troublées de ces dernières années : durant l'été 2011 et au cours de l'année écoulée notamment. Même si nos fonds ne seront jamais totalement immunisés contre les mouvements violents de marché, nous continuerons de chercher à profiter de la volatilité actuelle pour construire la performance future.

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 24 juin 2016	Volatilité 3 ans	Performances						
		T2 2016	2016	2015	2014	2014	2012	2011
Plan Main Libre* :	6,55	+0,9%	-3%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâtisseurs**:	6,36	+0,5%	-4,1%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
Euro-Flexible (Morningstar)	8,18	+1,1%	-2,5%	+4,68%	+5,46%	+5,47%	+6,47%	-8,49%

* Fonds créé le 25 mars 2010

** Fonds créé le 8 juillet 2011

Sources : HIM/ Morningstar

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Repères

Au 24 juin 2016	Valeurs	Evolutions						
		T2 2016	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	2776,09	-7,6%	-15,6%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	6%	-0,3	-0,4	-1,3	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	4106,75	-6,3%	-11,4%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2037,3	-1,1%	-0,5%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4707,98	-3,3%	-6,3%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	20259,13	-2,5%	-7,6%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	14952,02	-10,8%	-21,4%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	50150,26	+0,2%	+15,7%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	912,49	+4,1%	+20,5%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	26397,71	+4,2%	+1,7%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	2854,29	-5%	-19,4%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,27%	-0,15	-0,65	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	-0,09%	-0,25	-0,72	+0,09	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	1,36%	+0,12	-0,26	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	1,37%	-0,08	-0,41	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	8,71%	+0,06	+0,37	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	1,47%	-0,33	-0,8	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	-0,22%	-0,16	-0,49	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
Autres								
Parité €/§	1,11	-2,8%	+1,3%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT §)	48,4	+20,3%	+32,1%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once §)	1316,4	+6,7%	+24,1%	-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'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.