

« L'Europe ne peut pas continuer à n'être que des règles et des technicités »¹

- **En Europe, les divergences s'affichent aujourd'hui sans retenue**
 - Passé l'effet de surprise, le Brexit a eu peu d'impact sur les indices boursiers
 - Mais l'Europe ne sort pas renforcée de l'épreuve
 - Les divergences s'affichent sans retenue
 - **L'Allemagne a mis en place un cercle vertueux qui l'isole**
 - Elle s'agace des difficultés de ses partenaires du sud à tenir leurs engagements
 - Elle critique la politique monétaire de la BCE et son impact sur les épargnants et les banques
 - Elle s'oppose à toute relance budgétaire fondée sur un accroissement de l'endettement
- **Les banques centrales sont condamnées à rester en première ligne**
 - Incertitudes politiques, croissance et inflation faibles restent aujourd'hui des arguments solides
 - La période d'argent gratuit ne manquera pas de finir
 - Notre processus d'investissement raisonné en actions décotées a fait ses preuves
 - Plus que jamais, c'est l'une des rares options ouvertes à l'investisseur en quête de rendement

Cher Investisseur,

Passé l'effet de surprise, le Brexit n'a pas provoqué de réaction boursière majeure ce trimestre. Tous les indices européens ont progressé. En hausse de +4,8%, l'Eurostoxx 50 efface le recul du trimestre précédent mais reste en baisse de -8,6% depuis le début de l'année. Le long processus menant à la sortie du Royaume-Uni de l'Union est à peine enclenché. L'incertitude quant à son déroulement, le manque de visibilité sur le futur des relations avec l'Union tirent la croissance vers le bas.

L'Europe ne sort pas renforcée de cette épreuve naissante. Les divergences entre ses membres s'affichent même sans retenue. L'Allemagne s'agace des difficultés des pays du sud à maîtriser leurs finances publiques. Elle s'inquiète des conséquences de la politique monétaire de la BCE sur l'épargne de ses concitoyens et sur la solidité de son système bancaire. Elle s'oppose à toute relance budgétaire fondée sur un accroissement de l'endettement et à tout soutien public à des banques en difficulté. Ses excédents commerciaux et budgétaires sont excessifs, au regard des règles communautaires pour les premiers, des déficits de ses partenaires pour les seconds. Le cercle vertueux qu'elle a mis en place l'isole et menace la stabilité de la zone euro. La multiplication des échéances électorales exacerbe les tensions.

Une croissance et une inflation faibles associées à un niveau élevé d'endettement des agents économiques et à une instabilité politique grandissante, condamnent les banques centrales à se maintenir en première ligne. Mais la période d'argent gratuit ne manquera pas de finir. Dans ce contexte particulièrement complexe, l'investissement raisonné dans des actions de sociétés décotées devient, plus que jamais, l'une des rares options pour espérer faire fructifier son capital.

¹ Matteo RENZI, Président du Conseil italien à l'occasion du sommet de Bratislava, mi-septembre 2016

Vote britannique en faveur de la sortie de l'Union : pour l'instant, plus de peur que de mal

La décision des électeurs britanniques de quitter l'Union n'a pas provoqué de réaction boursière majeure. Passé l'effet de surprise, le trimestre se solde par une progression de tous les indices européens. L'Eurostoxx 50 progresse de +4,9%. Une fois de plus, une banque centrale est en première ligne. En décidant une baisse des taux associée à un programme de rachats d'actifs, la Banque d'Angleterre a provoqué une baisse rassurante de la £. Des taux bas et une devise attrayante améliorent les conditions de financement et la compétitivité de l'économie britannique sur les marchés extérieurs. Dans un climat incertain, c'est un soutien bienvenu à la croissance et au rééquilibrage du commerce extérieur aujourd'hui déficitaire.

En fait, le long processus menant au Brexit est à peine enclenché. Trois mois auront été nécessaires pour que le nouveau gouvernement présente un calendrier. L'activation de l'article 50 du Traité prévoyant les modalités du retrait unilatéral et volontaire d'un pays de l'Union interviendra au plus tard en mars 2017. Après cette étape, un délai de négociation de deux ans est prévu, menant à mars 2019. L'incertitude tire la croissance vers le bas. Les intentions d'investissement et d'embauche se détériorent. Le marché immobilier londonien est à l'arrêt et la fermeture temporaire de certains fonds immobiliers a inquiété. Entre 2015 et 2017, le FMI anticipe une division par deux de la croissance (+2,2% en 2015, +1,1% en 2017). Les effets du Brexit sur l'économie britannique restent difficiles à mesurer. Ils dépendront de la nature des accords commerciaux à négocier avec l'Europe et du maintien (peu probable) du passeport, fondement de la prospérité de la City de Londres (12% du PIB britannique).

Mais l'Europe ne sort pas renforcée de l'épreuve, les divergences s'affichent sans retenue

« ... jamais je n'avais vu une telle fragmentation et aussi peu de convergence dans notre Union ». Ces propos de Jean-Claude Juncker illustrent la dégradation du climat en Europe. Le Brexit aurait pu avoir un rôle d'électrochoc. Pour l'instant, la cohésion européenne n'en sort pas renforcée. Au cours du sommet de Bratislava, premier sommet post-Brexit tenu mi-septembre, les divergences se sont affichées sans retenue.

Préalablement, les pays du sud de l'Europe se sont retrouvés à Athènes pour un sommet des pays méditerranéens de l'Union européenne. Au centre de la crise migratoire, la Grèce est légitime pour tenter de peser dans ce débat, notamment face aux pays d'Europe de l'Est réticents à accueillir des réfugiés. Mais ce sommet d'Athènes fut surtout l'occasion de réclamer d'une seule voix plus de souplesse dans l'application du Pacte de stabilité et de croissance. Les Allemands considèrent cette initiative comme une « coalition de ceux qui ne veulent pas se réformer ». Ce à quoi la France répond : « Les pays d'Europe du Sud méritent que l'on mette la croissance au cœur des priorités ». La France choisit le sud au détriment du couple franco-allemand.

Signe supplémentaire de tension, Matteo RENZI a refusé de participer à la conférence de presse finale du sommet de Bratislava, durant lequel il considère avoir discuté de virgules sur un document qui dit tout et ne dit rien. La feuille de route publiée en conclusion de ce sommet est, en effet, très générale. La définition des orientations pour un avenir commun est repoussée à mars 2017, à l'occasion du 60^{ème} anniversaire du traité de Rome.

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'Allemagne s'agace des difficultés des pays du sud à assainir leurs finances publiques...

L'Allemagne s'agace de l'incapacité de ses partenaires à tenir leurs engagements en matière de réduction des déficits publics :

- Malgré les abandons de créances et les plans d'austérité, la dette publique grecque continue de progresser. Entre 2012 et 2015, elle est passée de 160% à 180% du PIB. Le FMI estime indispensable d'alléger ce fardeau. L'Allemagne s'y oppose.
- Le Portugal et l'Espagne ne tiennent pas leurs engagements de réduction des déficits publics. L'Allemagne s'active pour qu'ils soient effectivement sanctionnés pour leurs déficits excessifs.
- La France tient rarement ses engagements et parvient chaque année à négocier un régime d'exception. Les Allemands l'appellent Krankreich (pays malade). Le couple franco-allemand a vécu. Le manque de rigueur français nourrit l'intransigeance allemande.

L'Italie, bonne élève en matière de déficits publics (-2,6%) est pénalisée par un endettement public excessif (130% du PIB en 2015) et par la fragilité de son système bancaire (360Md€ de créances douteuses). Dynamiser une croissance anémique (+0,8% en 2016 selon le FMI) est vital pour gérer ces deux sujets, réduire le chômage notamment celui des jeunes (38%), solidifier le système bancaire et assurer la stabilité politique. L'Allemagne s'oppose à toute idée de relance budgétaire fondée sur un accroissement de l'endettement public. Elle s'oppose aussi à tout soutien public aux banques italiennes et portugaises en difficulté et refuse même d'envisager un soutien à Deutsche Bank, menacée d'amendes dans toutes les grandes affaires liées aux dérives des banques d'investissement mondiales de ces dernières années.

... ainsi que des conséquences de la politique monétaire de la BCE

Pays vieillissant, l'Allemagne épargne ses excédents plus qu'elle ne les consomme. A ce titre, les allemands s'inquiètent particulièrement des conséquences des taux négatifs sur leur épargne et sur les retraites. Par ailleurs, le système bancaire allemand, dominé par quelques institutions puissantes mais fragiles (Deutsche Bank, Commerzbank), est composé d'une multitude de petites banques régionales de dépôt. Elles souffrent particulièrement des taux négatifs imposés par la BCE. Dans un contexte de forte concurrence, difficile de répercuter aux clients le coût des taux négatifs sans risquer une fuite de dépôts indispensables à l'exercice du métier de banquier. Cette contrainte vient s'ajouter à l'inflation des coûts associée aux mutations technologiques et réglementaires, à la nécessaire restructuration de réseaux d'agences de moins en moins fréquentées.

Le cercle vertueux qu'a su enclencher l'Allemagne l'isole...

L'Allemagne fait preuve de constance. Pour elle, l'assainissement des finances publiques a toujours été un préalable pour avancer dans l'intégration européenne et assurer une croissance solide et pérenne. La rigueur budgétaire qu'elle s'est imposée depuis plusieurs années porte ses fruits. Depuis 2014, le budget fédéral est excédentaire. Entre 2012 et 2015, la dette publique a été réduite de 9 points de PIB à 71%. Elle chemine vers l'objectif de 60% inscrit dans le traité de Maastricht. Il devrait être atteint en 2020 et autorise même une baisse significative de la pression fiscale dès 2017. Son économie est l'une des plus dynamiques de la zone euro. Son industrie florissante manque de main d'œuvre et voit plutôt d'un bon œil l'arrivée massive de migrants. Le chômage y est inférieur de moitié à celui de ses partenaires. Elle génère le plus gros excédent commercial au monde. Ses performances l'isolent.

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.

... et fait peser un risque sur la stabilité de la zone euro

L'écart grandissant entre les trajectoires économiques et budgétaires de l'Allemagne et de ses partenaires du sud fait même peser un risque sur la stabilité de la zone euro. L'excédent commercial allemand dépasse 8% du PIB en 2015. Depuis trois ans, il se situe au-dessus du maximum de 6% prévu par le Pacte de stabilité et de croissance. Il est donc excessif au regard des règles communautaires.

L'industrie allemande supporte un niveau de parité de l'euro qui met à mal la compétitivité industrielle de nombre de ses partenaires. Sans possibilité de dévaluer, ces derniers doivent réduire le coût du travail, ce qui pèse sur la croissance et les rentrées fiscales, accroît la pression sur les dépenses sociales et contribue au dérapage des déficits publics.

Dans ce contexte, les taux bas issus de la politique monétaire accommodante de la BCE sont nécessaires à la croissance mais insuffisants pour réduire les divergences de trajectoire économique entre le nord et le sud de la zone euro. Desserrer la contrainte budgétaire sans renoncer aux réformes structurelles est l'une des rares options possibles pour éviter le risque de déstabilisation de la zone euro. La BCE et le FMI exhortent l'Allemagne d'accepter cette évolution, en vain pour l'instant.

Les nombreuses échéances électorales à venir exacerbent les tensions et renforcent l'incertitude

La multiplication des échéances électorales à venir (référendum en Italie le 4 décembre, élection présidentielle en France et législatives en Allemagne en 2017) exacerbent les tensions. Dans toute l'Europe, même en Allemagne, le paysage politique se modifie au profit de partis extrêmes et eurosceptiques.

A force de divergences, l'idéal européen a disparu. Dans de nombreux pays du sud, l'Europe est symbole d'austérité et de chômage imposés par l'Allemagne. En Allemagne, la population vieillissante s'inquiète des conséquences de la politique monétaire de la BCE sur son épargne et sur sa retraite. L'Italie peste contre l'Allemagne qui l'empêche de soutenir sa croissance et ses banques. Partout où la menace terroriste plane, l'afflux de réfugiés voulu notamment par l'Allemagne inquiète.

La politique monétaire de la BCE associée aux programmes de réduction des déficits publics est aussi facteur d'inégalités donc de tensions politiques croissantes. D'une part les propriétaires immobiliers voient leur patrimoine s'apprécier à mesure que les taux baissent. D'autre part les jeunes, les précaires, les seniors se sentent menacés par les politiques budgétaires restrictives, le chômage, le décalage de l'âge de la retraite, la hausse de l'immobilier.

Les banques centrales sont condamnées à rester en première ligne...

Une croissance et une inflation faibles associées à un niveau élevé d'endettement des agents économiques un peu partout dans le monde, conduisent les banques centrales à se maintenir en première ligne.

Au Japon, la Banque du Japon (BoJ) continue de multiplier les initiatives alors que trois ans de création monétaire massive associée à des plans de relance budgétaire ne parviennent pas à réanimer la croissance et l'inflation. La consommation intérieure reste déprimée notamment du fait du vieillissement et du déclin de la population, l'inflation reste en territoire négatif, l'investissement des entreprises est pénalisé par la hausse surprenante du yen. A force de plans de relance, les déficits publics se creusent, la dette publique enfle (248% du PIB, un record mondial) et la BoJ est aujourd'hui l'un des principaux acheteurs d'obligations d'Etat et même d'actions japonaises. Les taux et le marché boursier sont plus que soutenus. Ils sont aujourd'hui administrés, avec pour contrepartie une création monétaire massive.

Aux Etats-Unis, la FED ne normalise que très progressivement sa politique monétaire. Après un an de statu quo, une modeste hausse de son taux directeur (+0,25%) est envisagée en décembre. La longue phase d'expansion (7 ans) se poursuit, mais à un rythme beaucoup plus mesuré. La consommation (70% du PIB) reste le principal moteur. Elle est soutenue par un chômage faible, des hausses de salaires et l'effet richesse lié à la bonne tenue de l'immobilier et des marchés financiers. Par contre, les entreprises investissent moins. La hausse du dollar et l'atonie du commerce mondial expliquent cette tendance. La croissance est régulièrement revue en baisse (de +2,2% à +1,6% en 2016 selon les prévisions d'octobre du FMI). Au plus haut, les marges des entreprises s'effritent. Dans ce contexte, la FED veille à ne pas accélérer un ralentissement pour l'instant normal à ce stade du cycle.

En Europe, la BCE continue d'accroître son bilan. Les taux nuls voire négatifs résultant de ses rachats d'actifs parviennent à redynamiser le crédit. L'activité économique se maintient à un rythme atone (+1,7%). Elle est, par ailleurs, inégalement répartie. L'Espagne accélère, l'Allemagne se maintient dans la moyenne alors que la France et surtout l'Italie patinent. Les divergences croissantes de trajectoires des économies et des finances publiques des partenaires de la zone euro associées à l'incertitude née du Brexit condamnent aussi la BCE à rester accommodante. D'autant que l'Allemagne reste fermement opposée à toute idée de relance budgétaire fondée sur un accroissement de l'endettement.

... mais ne resterons pas indéfiniment accommodantes

La période d'argent gratuit ne manquera pas de finir. Les limites et les risques résultant de politiques monétaires accommodantes apparaissent progressivement.

D'une part, malgré l'effort monétaire de ces dernières années, la croissance reste une denrée rare. La politique monétaire accommodante a donc prouvé son incapacité à assurer une croissance durable de la consommation et de l'investissement.

D'autre part, l'effet déflationniste du prix de l'énergie devrait s'estomper. Il devrait même mécaniquement disparaître au cours des prochains trimestres. Particulièrement, si l'accord de réduction de la production de l'OPEP annoncé à Alger se confirmait au cours des réunions de novembre au cours desquelles la répartition de la baisse entre les membres doit être négociée. Hors énergie, l'inflation se situe sur une tendance annuelle de +2,3% aux Etats-Unis, au-dessus de l'objectif de la FED. L'écart entre l'inflation totale (indicateur servant de base à la politique monétaire) à +1,1% et l'inflation hors énergie se resserre progressivement. Sur des bases plus faibles, le mouvement est similaire en zone euro (+0,8% et +0,4%). Ces chiffres ne militent pas en faveur d'une déflation imminente. Au contraire, il n'est pas exclu que le retour de l'inflation vers un rythme plus conforme aux objectifs de la BCE soit plus rapide qu'anticipé aujourd'hui.

Enfin, les taux bas voire négatifs constituent un défi pour les banques de détail, les épargnants, les systèmes de retraites, mais aussi les investisseurs dont les modèles classiques d'évaluation d'actifs deviennent inopérants.

Dans ce contexte particulièrement complexe, l'investissement raisonné dans des actions de sociétés décotées devient, plus que jamais, l'une des rares options pour espérer faire fructifier son capital. C'est pourquoi, nous restons concentrés sur la sélection de titres dont le potentiel est sous-estimé ou les risques surestimés. Notre processus structuré ayant fait ses preuves dans les périodes difficiles de ces dernières années, nous nous efforçons de poursuivre dans cette voie.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 30 septembre 2016	Volatilité 3 ans	Performances						
		T3 2016	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Plan Main Libre*: 13 211,98€	7,05	+4,3%	+1,15%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâtitseur**: 12 505,03€	7,48	+4,16%	-0,11%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
Euro-Flexible (Morningstar)	8,66	+2,21%	+2,05%	+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 30 septembre 2016	Valeurs	Evolutions						
		T3 2016	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3002,24	+4,8%	-8,7%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	5,8%	-0,2	-0,5	-1,3	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	4448,26	+5%	-4,1%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2168,27	+3,3%	+5,8%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4875,7	+10,4%	-2,9%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	23 297,15	+12%	+6,3%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	16 449,84	+5,6%	-13,6%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	58 367,05	+13,3%	+34,6%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	990,88	+6,5%	+30,9%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	27 865,96	+3,2%	+7,3%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	3004,7	+2,6%	-15,1%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,12%	-0,08	-0,8	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	-0,12%	+0,01	-0,76	+0,09	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	1,26%	-0,01	-0,35	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	0,88%	-0,25	-0,9	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	8,27%	+0,05	-0,08	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	1,6%	+0,12	-0,67	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	-0,08%	+0,14	-0,35	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
Autres								
Parité €/§	1,12	+1,2%	+2,8%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT §)	49,06	-1,2%	+33,9%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once §)	1 313,3	-0,4%	+23,8%	-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.