

Paris, le 11 avril 2013

«Pennies don't fall from heaven; they have to be earned here on earth»¹

- **En Europe, l'optimisme du début d'année laisse place au doute**
 - En attendant la supervision bancaire, L'Europe du Nord refuse la mutualisation des risques
 - Les crises institutionnelles se multiplient en Europe du Sud
 - Le mouvement de révision en baisse des perspectives économiques se poursuit
- **La crise chypriote confirme la faiblesse de la gouvernance européenne**
 - Les maillons encore faibles du système financier peuvent toujours contaminer les Etats
 - Doutes sur la capacité des décideurs européens à exécuter les plans qu'ils annoncent
 - Contrairement à la FED et à la BOJ, la BCE ne contrôle pas fermement les taux longs
- **L'abondance de liquidités soutient les marchés sans enthousiasme en Europe**
 - Les performances boursières sont corrélées aux politiques des banques centrales
 - L'arrêt de la dégradation du contexte européen serait un catalyseur supplémentaire
 - Certaines valeurs délaissées par les investisseurs recèlent toujours un potentiel élevé

Cher Investisseur,

Le premier trimestre 2013 a été marqué par une forte divergence de performance des places financières mondiales (cf. repères page 5). Le Japon (Nikkei : +18,7%) et les Etats-Unis (S&P 500 : +10%) se distinguent. Les pays émergents ont souffert et l'Europe a stagné. L'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) a baissé de -0,5% sur le trimestre. Les performances boursières sont aujourd'hui corrélées aux politiques des banques centrales. Plus elles deviennent accommodantes, plus les indices des marchés actions progressent.

Au Japon, l'alternance politique se traduit par une modification substantielle de la politique monétaire de la banque centrale. La BOJ s'aligne sur la FED. Un plan massif (plus de 400Md€) de rachat d'obligations d'Etat a été annoncé fin mars. La base monétaire devrait doubler d'ici 2014. L'objectif consiste à combattre la déflation, prendre le contrôle des taux longs pour les maintenir proche de 0%, soutenir les exportations par une baisse du yen (-12% face au \$ depuis janvier), relancer l'investissement et la consommation. Malgré une dette représentant 214% du PIB (2,3 fois le niveau de la zone euro), le coût de la dette long terme de l'Etat japonais se situe à seulement 0,5%. Aux Etats-Unis, la recherche de croissance à tout prix produit des effets et entretient la confiance des investisseurs. La FED, par son programme de rachat d'obligations d'Etat a, depuis longtemps, pris le contrôle des taux longs qu'elle contribue à maintenir au plus bas depuis 1945. Dans le même temps, la transmission à l'économie réelle de cette politique se traduit par une reprise significative du marché de la construction et par la baisse plus poussive du chômage. Les actions américaines ont dépassé ce trimestre leur pic de 2007.

L'Europe, quant à elle, continue de s'enliser dans une politique d'austérité qui teste la résistance des tissus sociaux ainsi que la cohésion politique des pays d'Europe du Sud. La BCE maintient ses taux directeurs sans changement et revoit en baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro. Elle constate la mauvaise transmission à l'économie de sa politique consistant à fournir, en échange de collatéraux éligibles, des liquidités illimitées au système financier. La baisse des financements bancaires à l'économie en particulier aux PME des pays fragiles du sud de l'Europe en atteste. L'optimisme du début d'année a laissé place au doute.

¹ Margaret THATCHER, 12 novembre 1979

En Europe l'optimisme du début d'année laisse place au doute.

Ce trimestre a fourni quelques illustrations nouvelles, des dissensions persistantes entre les membres de la maison européenne d'une part et entre les dirigeants et leurs électeurs d'autre part. Au lieu de se rapprocher, les points de vue des décideurs européens se remettent à diverger. En mars, le plan pour Chypre, qui inclut la participation des gros déposants au sauvetage des banques illustre le leadership croissant des pays du Nord de l'Europe. Ils refusent toujours la mutualisation des risques nés de décisions antérieures à la mise en place de la supervision bancaire qui n'interviendra qu'en 2014.

Le traitement de la crise chypriote et les déclarations maladroites du nouveau Président de l'Eurogroupe, Jeroen Dijsselbloem ont provoqué un malaise chez les épargnants de l'Europe entière. Chaque citoyen se demande si ses avoirs pourraient être utilisés à renflouer une banque européenne défaillante. La confiance est fragilisée. *« L'argent ne tombe pas du ciel, il faut le gagner ici-bas »*. Angela Merkel et Jeroen Dijsselbloem s'approprient cette maxime de Margaret Thatcher prononcée en 1979. Jusqu'à aujourd'hui, l'austérité sans croissance a pourtant montré ses limites. Baisse accélérée de la consommation, dépression des recettes fiscales, augmentation du chômage et déflation limitent la capacité de désendettement des Etats qui doivent alors renégocier des objectifs moins ambitieux ou affronter des crises institutionnelles voire sociales.

Les élections italiennes fin février se sont transformées en référendum contre la politique d'austérité menée par Mario Monti. Beppe Grillo du mouvement dit « populiste » M5S a obtenu 25% des voix et une capacité de nuisance qui bloque la vie politique du pays. Toujours sans gouvernement, la troisième économie de la zone euro pourrait voir ses perspectives économiques se dégrader rapidement du fait de cette situation. La croissance pourrait être revue en baisse et la trajectoire de la dette (plus de 120% du PIB) poursuivre sa dégradation.

Début avril, la cour constitutionnelle portugaise a rejeté plusieurs mesures du plan d'austérité (dont la suppression du 14^{ème} mois de salaire versé aux fonctionnaires). Cette décision concerne 20% des 5 Md€ d'économies envisagées. Toujours, en avril, le retour de la Troïka en Grèce pourrait conduire à une négociation difficile avec le gouvernement. L'exécution des engagements pris en matière de réduction du nombre de fonctionnaires tarde à se concrétiser. L'enjeu, une fois de plus, concerne le déblocage d'une tranche d'aide de 2,8Md€ prévue dans le dernier plan de sauvetage. Par ailleurs, la mise en œuvre du plan de restructuration du système financier grec est laborieuse.

A la lumière de ces événements, le doute porte aujourd'hui sur la capacité des décideurs politiques européens à :

- mettre en œuvre les plans d'économie prévus dans les pays du sud ;
- transformer les ambitions affichées au sommet européen de juin 2012 en actions concrètes visant à établir «un cadre financier intégré, un cadre budgétaire intégré, un cadre politique intégré, un renforcement de la légitimité démocratique et l'obligation de rendre des comptes » ;
- gérer la restructuration des nombreux maillons faibles du système financier sans contagion aux Etats qui les abritent.

Dans ce contexte politique complexe et tendu, les perspectives économiques de la zone euro continuent de s'assombrir. Ainsi dans sa mise à jour de mars 2013, la BCE a une fois de plus revu en baisse sa prévision pour 2013 (-0,5% contre -0,3%) et maintenu celle de 2014 à +1% (toujours assortie d'une perspective négative). Même l'OMC revoit régulièrement en baisse ses prévisions pour le commerce international. Pour 2013, elles sont passées de +5,3% (avril 2012) à +4,5% (septembre 2012) puis +3,3% (avril 2013). Points positifs : les déficits budgétaires et le coût du travail des pays les plus fragiles baissent. Le rééquilibrage de leurs comptes extérieurs progresse.

La crise chypriote confirme la faiblesse de la gouvernance européenne...

La crise chypriote et le plan annoncé pour la résoudre illustrent les faiblesses européennes. La première faiblesse consiste à avoir accepté le développement d'un paradis fiscal au sein même de la zone euro. Chypre (17Md€ de PIB, moins de 0,2% du PIB de la zone Euro) est en effet depuis longtemps un paradis fiscal. Le taux d'imposition sur les sociétés (10%) y est encore plus favorable qu'en Irlande (12,5%). Un système financier peu regardant sur l'origine des fonds déposés et des promesses alléchantes de rémunération des dépôts ont attiré une masse de non résidents (Russes...). Le système financier s'est hypertrophié. Il représente près de 8 fois le PIB du pays. La déconfiture des banques chypriotes et donc de l'Etat qui les abrite est la conséquence de la montée des créances irrécouvrables du fait de la crise grecque. D'autres pays, tel la Slovénie pourraient avoir le même type de difficultés. Au delà des chiffres pour l'instant modestes, c'est le thème de l'hypertrophie du système financier et des risques qu'il fait porter aux Etats qui reste à traiter.

La seconde faiblesse est d'avoir imaginé et annoncé une contribution de tous les épargnants au plan de sauvetage. Une telle mesure était contraire à une directive européenne de 2009 garantissant les dépôts bancaires inférieurs à 100 000 €. La confiance de tous les épargnants d'Europe dans le système financier a été ébranlée.

La troisième est de n'avoir accepté qu'une légère hausse de l'imposition des sociétés (de 10% à 12,5%). Cette décision revient à avaliser la compétition fiscale entre les différents Etats de la zone euro et la position de l'Irlande. Le sujet de la convergence des politiques fiscales risque fort de ne pas être traité rapidement. C'est pourtant un préalable essentiel à la mise en œuvre d'une plus grande convergence des politiques budgétaires au sein de la zone euro.

En résumé, les événements de ce trimestre confirment que le sujet de la gouvernance de la maison européenne est une fois de plus remis à plus tard. En particulier la coordination et les contrôles a priori des politiques budgétaires économiques et fiscales voulus par l'Europe du Nord. L'urgence est d'éviter que les maillons encore faibles du système financier ne contaminent les Etats qui les abritent.

... La capacité de la BCE à actionner l'OMT est un sujet légitime d'inquiétude

Depuis l'été 2012, les marchés sont rassurés par la BCE. Elle a accepté de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort et d'acheter sans limite des obligations des Etats européens dont les capacités budgétaires ne permettraient pas de supporter une hausse des taux exigés par les marchés. Ce programme (OMT) n'a pas été activé à ce jour parce qu'il est conditionnel. L'Etat qui souhaite obtenir l'intervention de la BCE sur sa dette, doit en faire la demande et accepter un plan de sauvetage négocié préalablement. Nous pensons que la dureté du plan imposé à Chypre et les commentaires du président de l'Eurogroupe concernant la généralisation de ses principes à l'Europe entière fragilisent le système de défense mis en œuvre par la BCE. L'Italie et l'Espagne pour qui l'OMT a été imaginé ont jusqu'à présent refusé de faire le premier pas. Le précédent chypriote risque de les conforter dans leur position.

Aussi, contrairement à la FED ou à la BOJ, la BCE pourrait ne pas être en mesure de créer les masses de liquidités nécessaires au rachat d'obligations des pays fragilisés par des coûts de financement trop élevés au regard de leur capacité budgétaire. C'est pourquoi de nombreux experts craignent une remontée des taux longs dans les pays qui peinent à remettre leur dette sur une trajectoire raisonnable. Ainsi, au sujet de la France, Claude Bébéar, polytechnicien, actuair et bâtisseur d'AXA déclarait dans le journal *les Echos* du 8 avril dernier : « *Les taux d'intérêt sont très faibles aujourd'hui mais c'est trompeur. Ils risquent d'exploser. La bombe à retardement est sous nos yeux...* »

L'abondance de liquidités soutient les marchés...

Comme l'illustre la performance de la bourse japonaise ce trimestre (+18%), l'abondance de liquidités fournie par une banque centrale dope les actions. La modification des paramètres macroéconomiques qu'elle provoque (baisse du yen, baisse des taux longs) et la perspective d'une transmission à l'économie réelle de cette politique (reprise des exportations, de l'investissement et de la consommation) est un puissant euphorisant. « *Never fight the FED* » cet adage boursier américain se vérifie aujourd'hui au Japon. Les « hedge funds » prospèrent sur le « carry trade ». Conséquence de la guerre de changes qui se généralise, les tensions entre Etats s'exacerbent, en particulier en Asie.

Même indépendante, la BCE doit tenir compte du contexte institutionnel européen et de l'orthodoxie allemande. Sa marge de manœuvre est plus limitée. Avec l'OMT, elle a mis une boîte à outils à la disposition des décideurs politiques. Ces derniers ne se bousculent pas pour s'en servir. Par ailleurs, la baisse des crédits aux entreprises, en particulier aux PME d'Europe du Sud, illustre la mauvaise transmission à l'économie réelle des liquidités qu'elle met à la disposition du système financier. Enfin, en maintenant ses taux directeurs à 0,75% (niveau faible en valeur absolue et fort en valeur relative), elle se garde une marge de manœuvre dans une période d'inflation faible (1,7% inférieure aux 2% mentionnés dans son mandat).

....sans enthousiasme en ce qui concerne l'Europe

La hausse des marchés actions au second semestre 2012 doit beaucoup aux déclarations d'intention de la BCE. Nous estimons que la performance atone du premier trimestre 2013 (-0,5% pour l'Eurostoxx 50 dividendes non réinvestis), traduit des doutes sur la capacité de la BCE à accompagner la sortie de crise. Par ailleurs, le mouvement de révision en baisse des perspectives de résultats des sociétés européennes entamé en 2010 se poursuit ce trimestre (+10,8% pour les bénéficiaires 2013 de l'Eurostoxx 600 contre +11,4% attendu fin 2012). Ce mouvement est logique compte-tenu de la dégradation continue des perspectives économiques de la zone euro. Dans ce contexte, nous avons maintenu dans nos fonds un volant de liquidité significatif.

Point positif, pour la première fois depuis de nombreux trimestres, la performance des valeurs « value » s'est redressée ce trimestre. Toujours peu enclins à payer trop cher la croissance, nous restons pour l'essentiel à l'écart de valeurs qui pourtant bénéficient à long terme du développement de larges bassins de consommation dans les pays émergés. Ce thème nous paraît aujourd'hui risqué parce que ces sociétés sont évaluées par les marchés au travers des DCF (Discounted Cash Flow Models) qui calculent la valeur actuelle de la croissance anticipée dans le futur. Or, le résultat de ce type de modèle est très sensible au niveau des taux longs. Il est d'autant plus élevé que les taux sont bas. Aussi, c'est toujours dans le thème « deep value » des valeurs condamnées par les investisseurs que nous pensons toujours trouver les meilleurs potentiels de réappréciation boursière. L'arrêt de la dégradation du contexte européen serait un catalyseur supplémentaire.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

| Au 31 mars 2013 | valorisations | Variation T1 2013 | Variation 2012 | Variation 2011 |
|-------------------------|-------------------|----------------------|-------------------|-------------------|
| Plan Main Libre* | 9 805,95 € | +1,48% | -1,53% | -4,44% |
| Plan Bâisseurs** | 9 210,65 € | +0,19% | -3,92% | - |

* 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 31 mars 2013 | valeurs | Variation T1 2013 | Variation 2012 | Variation 2011 |
|---------------------------------------|-----------------|----------------------|-------------------|-------------------|
| Eurostoxx 50 (Europe) | 2 624,02 | -0,5% | +13,8% | -17,05% |
| <i>Rémunération exigée en Europe*</i> | <i>7,9%</i> | <i>-0,5</i> | <i>-0,8</i> | <i>+0,2</i> |
| CAC 40 (France) | 3 731,42 | +2,5% | +15,2% | -16,95% |
| Etats-Unis | | | | |
| S&P 500 (USA) | 1569,19 | +10% | +13,4% | 0% |
| Nasdaq (USA technologies) | 3267,52 | +8,2% | +15,9% | -1,80% |
| Asie | | | | |
| Hang Seng (Hong Kong) | 22299,63 | -1,6% | +22,9% | -20% |
| Nikkei (Japon) | 12335,96 | +18,7% | +22,9% | -17% |
| Emergents | | | | |
| Brésil (Bovespa Index) | 56352,09 | -7,5% | +7,4% | -18,1% |
| Russie (RTS Index) | 1454,72 | -4,7% | +10,5% | -21,9% |
| Inde (Sensex) | 18835 | -3% | +26,3% | -25% |
| Chine (SSE Composite) | 2236,30 | -1,4% | +3,2% | -21,7% |
| Taux 10 ans | | | | |
| France (OAT) | 2,02% | +0,02 | -1,12 | - |
| Allemagne (Bund) | 1,22% | -0,10 | -0,22 | - |
| Italie | 4,76% | 0,26 | -2,17 | - |
| Espagne | 5,06% | -0,21 | 0,19 | - |
| Grèce | 12,66% | +0,76 | -19,5 | - |
| USA (US Notes) | 1,85% | +0,09 | -0,04 | - |
| Japon | 0,50% | -0,29 | -0,16 | |
| Autres | | | | |
| Parité €//\$ | 1,2804 | -3% | -0,8% | -3,3% |
| Pétrole (BRENT \$) | 109,77 | 0% | +2,2% | +14% |
| Or (Once \$) | 1594,90 | -3,7% | +5,7% | +15% |

Source : HIM

* inverse du PER de l'Eurostoxx 600 selon le consensus