

Paris, le 11 octobre 2013

« Dans le monde des affaires, le rétroviseur est toujours plus clair que le pare-brise »<sup>1</sup>

- **Inflexion positive de l'activité en Europe, reprise lente confirmée aux USA**
  - Le mot croissance retrouve une place dans le vocabulaire actif des investisseurs
  - La fragilité et la lenteur de cette reprise sont les bonnes nouvelles de ce trimestre
  - Les banques centrales sont incitées à maintenir une politique monétaire accommodante
  - Hausse de 12,2% de l'Eurostoxx 50 sur le trimestre
- **La BCE et l'Europe ont réussi à gagner du temps en espérant une reprise en 2014**
  - Les taux souverains poursuivent leur convergence et la parité de l'euro est solide
  - Le système financier et ses risques mal provisionnés mais difficiles à identifier n'inquiètent plus
- **Les prochains trimestres ne seront pas un long fleuve tranquille**
  - Considérons que l'avis de la Cour de Karlsruhe sur l'OMT n'aura pas de conséquences
  - Oublions la perspective d'un défaut américain, sujet excessif donc insignifiant
  - Reste à sevrer les investisseurs de la cocaïne monétaire sans les rendre trop nerveux
  - Le contexte devrait continuer à être favorable à notre sélection flexible d'actifs décotés

Cher Investisseur,

La fragilité de la reprise qui s'annonce en Europe et la lenteur confirmée de la reprise américaine sont les deux bonnes nouvelles du trimestre. Dans ce contexte, les banquiers centraux ne modifient pas leur politique monétaire accommodante et les taux restent sages. Sous l'effet de liquidités abondantes et de taux faibles, les principaux indices boursiers mondiaux progressent (*cf. repères page 6*). Sur le trimestre, l'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) a progressé de +12,2% à 2 919,34 points (+10,8% depuis le début de l'année).

En Europe, ce trimestre marque la fin de la plus longue récession depuis la seconde guerre mondiale. Après six trimestres consécutifs de contraction, le PIB de la zone euro, annoncé en août dernier progresse pour la première fois au deuxième trimestre 2013 (+0,3%). L'inflexion positive est confirmée par les indicateurs d'activité qui se succèdent. La BCE n'a pas eu l'occasion de mettre en œuvre son programme OMT consistant à acheter de façon conditionnelle et illimitée des dettes d'Etats rencontrant des difficultés de financement sur les marchés. Mais la simple annonce du programme a sorti les pays les plus fragiles de la spirale de la défiance. Les taux souverains poursuivent leur convergence parce que l'OMT fait de la BCE le prêteur en dernier ressort. Dans un climat plus apaisé, le système financier se solidifie. Les risques encore mal provisionnés mais difficiles à identifier n'inquiètent plus.

Reste que les prochains trimestres ne ressembleront pas à un long fleuve tranquille. Pour de nombreux pays européens incluant la France et l'Italie, l'équation budgétaire reste compliquée. Il faut réduire les déficits publics pour remettre la dette sur une trajectoire soutenable à long terme sans remettre en cause la timide reprise économique qui pointe. Or, la dette continue d'enfler en Italie, en France et en Espagne. Le profil de la croissance mondiale est incertain en particulier aux Etats-Unis et dans les émergents. La fin des politiques monétaires accommodantes est un sujet anxiogène qui reviendra inévitablement dans l'actualité. Ce contexte devrait continuer à être favorable à notre sélection flexible d'actifs décotés.

<sup>1</sup> Warren BUFFET

## ***Inflexion positive de l'activité en Europe, reprise lente confirmée aux Etats-Unis***

Ce trimestre marque la fin technique de la plus longue récession que l'Europe ait connue depuis la seconde guerre mondiale. Après six trimestres consécutifs de contraction, le PIB de la zone euro, annoncé en août dernier, progresse pour la première fois au deuxième trimestre 2013 (+0,3% par rapport au trimestre précédent). L'inflexion positive est confirmée depuis par les indicateurs d'activité qui se succèdent. Ainsi en juillet 2013, l'indice PMI, indicateur précurseur d'activité fondé sur une enquête auprès d'entreprises, est passé pour la première fois depuis janvier 2012 au-dessus de 50 (niveau marquant une expansion de l'activité). Il progresse au-dessus de ce niveau depuis. La convalescence de l'Europe se confirme. Le taux de chômage se stabilise à un niveau qui reste élevé.

Aux Etats-Unis, le PIB du deuxième trimestre progresse de +2,5%. Mais la reprise reste lente. Après +2,2% en 2012, les dernières prévisions du FMI tablent sur +1,7% en 2013. A l'aune de l'effort de la banque centrale, cette croissance est faible. L'excès de dette privée et publique pèse, tout comme les négociations récurrentes sur le relèvement du plafond de la dette. Le chômage (7,3%) reste élevé d'autant qu'une partie de la baisse de cet indicateur provient de l'augmentation de la part de la population active qui renonce à s'inscrire.

## ***L'optimisme est de retour ce trimestre***

La reprise qui s'annonce en Europe est fragile et inégale. La reprise américaine confirme sa lenteur. Ce sont les deux bonnes nouvelles du trimestre. D'une part, le mot croissance retrouve une place dans le vocabulaire actif des investisseurs. D'autre part, les adjectifs associés sont « fragile » et « lent ». Il n'est donc plus nécessaire d'enterrer les politiques monétaires accommodantes des banques centrales. Les craintes suscitées par les propos de Ben Bernanke le trimestre dernier s'estompent. Les banques centrales confirment qu'elles continueront à soutenir l'économie par des injections massives de liquidités. Une perspective qui donne le moral aux investisseurs. Les marchés en profitent.

En Europe, la reprise est aussi inégale. La croissance allemande du deuxième trimestre (+0,7%) est deux fois supérieure à la moyenne de la zone euro. La France (+0,5%) bénéficie de facteurs exceptionnels (reconstitution de stocks). L'Italie, les Pays-Bas, l'Espagne restent en récession. L'Allemagne confirme donc son statut de locomotive de l'économie européenne. Malgré un euro solide, son appareil productif confirme sa capacité à dégager d'énormes excédents commerciaux (98Md€ sur les 6 premiers mois de 2013). Le taux de chômage y est plus de deux fois inférieur à la moyenne de la zone euro. Le déficit budgétaire disparaît et la dette publique entame sa décrue. Après une réélection sans surprise en septembre, Angela Merkel ne manquera pas de continuer à proposer à ses partenaires européens de répliquer son modèle. Le cadre européen se stabilise sans converger, avec pour leader par défaut, une Allemagne soucieuse de ses intérêts mais pragmatique. Elle fait toujours le choix de la construction européenne et de l'Euro.

De premiers signes positifs apparaissent dans les pays du Sud les plus fragiles. A force d'austérité, les importations baissent, la productivité des économies et les exportations s'améliorent. La Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Italie n'affichent plus de déficits extérieurs en 2013. L'instabilité politique est limitée. La résistance des tissus sociaux mesurée.

### **La BCE et l'Europe ont réussi à gagner du temps en espérant une reprise en 2014**

Les dirigeants européens ont su identifier un chemin de crête et s'y engager pour rassurer les investisseurs sur la pérennité de l'Europe et de l'Euro. Depuis l'OMT de septembre 2012, les premiers résultats sont tangibles. La BCE n'a pas eu l'occasion de mettre en œuvre ce programme consistant à acheter de façon conditionnelle et illimitée des dettes d'Etats rencontrant des difficultés de financement sur les marchés. Mais la simple annonce du programme a permis de sortir les pays les plus fragiles de la spirale de la défiance. Les taux appliqués aux pays d'Europe du sud (en particulier à l'Italie et l'Espagne) se sont détendus. Par ailleurs, les délais accordés par la Commission européenne aux pays du Sud et à la France pour atteindre l'objectif de déficit de 3% a desserré l'étau qui menaçait d'étouffer toute opportunité de reprise. Les dévaluations internes appliquées aux PIGS ont aussi un effet visible sur les soldes extérieurs.

Les chiffres rassurent. Les investisseurs sont moins inquiets donc moins gourmands. Mais s'ils acceptent de financer les pays fragiles d'Europe à des taux compatibles avec la qualité dégradée de leurs finances publiques, c'est surtout parce que l'OMT fait de la BCE le prêteur en dernier ressort. Les liquidités abondantes des LTROs desserrent la contrainte sur le système financier. Dans un climat plus apaisé, les actifs se revalorisent et le système financier se solidifie. Les risques encore mal provisionnés mais difficiles à identifier n'inquiètent plus. Les fonds propres des banques se reconstituent. Les anticipations apocalyptiques qui auraient pu être auto-réalisatrices se transforment en perspectives positives. Le risque systémique s'éloigne. L'inflation n'étant pas une contrainte actuelle, les banques centrales peuvent continuer à appliquer une recette qui fonctionne. Elle éloigne ainsi la perspective d'une hausse rapide des taux qui avait inquiété les marchés le trimestre précédent.

En résumé, la BCE donne du temps. Aux institutions européennes, d'abord, afin de solidifier la construction, en particulier à travers l'Union bancaire qui doit être opérationnelle en 2014. Aux décideurs politiques nationaux pour assainir leurs finances publiques, améliorer la productivité de leurs économies, et pour les pays sous assistance, retrouver l'accès aux marchés financiers. Au système financier pour assainir les bilans des banques, dont la qualité sera testée en 2014.

### **Pour de nombreux pays européens l'équation reste compliquée**

En dehors de l'Allemagne et de certains pays du Nord, l'Europe doit encore résoudre une équation compliquée : réduire les déficits publics pour remettre la dette publique sur une trajectoire soutenable à long terme sans remettre en cause la timide reprise économique qui pointe. Or la dette publique en zone euro continue d'enfler. Sur le premier trimestre 2013, elle est passée de 90,6% à 92,2% du PIB (+149Md€). L'Allemagne affiche une baisse de 16Md€. L'Italie (+45Md€ et +3,3 points à 130,3% du PIB), l'Espagne (+39Md€, +4 points à 88,2%) et la France (+36Md€, +1,7 points à 91,9% du PIB) sont les principaux contributeurs à cette augmentation.

Le sujet ne se limite donc pas aux « petits » Etats fragiles du Sud tels que la Grèce, le Portugal ou même l'Espagne. Rappelons que la Grèce négocie déjà un plan d'aide supplémentaire. Son montant (10Md€ environ) est peu significatif au regard des soutiens passés. Le Portugal et l'Espagne revoient régulièrement en baisse leurs objectifs de réduction des déficits publics.

L'équation est aussi compliquée pour l'Italie et la France. Dans un climat politique particulier, l'Italie affiche un déficit budgétaire contrôlé (3% du PIB) mais une croissance trop faible pour résorber une dette très élevée (2 000 Md€ fin mars 2013, 130% du PIB). Or, la faiblesse de la croissance italienne est bien antérieure à la crise. Sur la période 1994-2007, elle est d'un tiers inférieure à la moyenne de la zone euro (1,6% contre 2,3%). En France, le stock de dettes et les déficits publics sont dans la moyenne européenne mais le niveau des dépenses et des recettes publiques est atypique (respectivement 56,6% et 51,7% du PIB en 2012). Selon Eurostat, ce niveau correspond à un « surpoids » de 6,7 et 5,5 points de PIB par rapport à la moyenne de la zone euro (respectivement 49,9% et 46,2%). Par rapport au bon élève allemand, l'obésité de l'Etat français est encore plus criante. En 2012, les dépenses représentaient 11,6 points de PIB de plus (236Md€). Les recettes 6.5 points de plus (132Md€). Partant de points si différents, la convergence des politiques budgétaires et fiscales dans la zone euro sera un chemin long et tortueux. Comme le montre les annonces du Portugal, la tentation de profiter de la libre circulation des capitaux des biens et des personnes pour attirer de la richesse par des mesures fiscales dérogatoire est grande.

### **Le profil de la croissance mondiale est incertain**

Depuis trois ans, la croissance déçoit. Les dernières projections du FMI (8 octobre 2013) rabotent une fois de plus les perspectives de croissance dans le monde (+2,9% en 2013, +3,6% en 2014). En deux ans, la croissance 2013 a perdu 1,6 point (de +4,5% à +2,9%).

Concernant la zone euro, le FMI lui-même a reconnu avoir sous-estimé l'effet dépressif des plans d'austérité mis en place dans les pays en difficulté. En deux ans, les estimations pour 2013 sont passées de +1,5% à -0,4%. Notons que pour la première fois cette zone ne fait pas l'objet de révision en baisse ce trimestre. Pour 2014, l'institution table sur une croissance de +1%.

Aux Etats-Unis, la tendance a été identique. L'impact de la politique monétaire de la Réserve fédérale sur l'économie réelle a été surestimé. Les procédures de réduction automatique des dépenses, conséquence de la cacophonie autour du relèvement du plafond de la dette pèsent aussi. L'année 2013 devrait afficher une modeste croissance de +1,6% (+2,5% prévu il y a deux ans). Avant prise en compte d'éventuelles conséquences du récent « shutdown », l'anticipation pour 2014 reste faible (+2,5%). La poursuite d'une croissance lente se profile. Tirée par l'immobilier et l'effet euphorisant de la revalorisation des actifs financiers, cette croissance est par nature sensible à une hausse des taux longs, ce qui complique la tâche de la Réserve fédérale.

Ce trimestre, la dégradation des perspectives concerne essentiellement les pays émergents. Ceux dont la balance courante est déficitaire (Inde, Brésil...) ont été frappés par la fuite des capitaux, conséquence de la perspective d'un changement de politique monétaire de la Réserve fédérale. Mais surtout, chacun des BRICs doit surmonter des difficultés particulières. Obsolescence des infrastructures, inflation et endettement des ménages (Brésil), surinvestissement, hausse des salaires et opacité du système financier (Chine), baisse de l'énergie et des matières premières (Brésil, Russie).

**Les prochains trimestres ne ressembleront pas à un long fleuve tranquille**

Comme le marché, considérons que la décision de la Cour de Karlsruhe attendue cet automne concernant la conformité de l'OMT à la Loi fondamentale allemande sera sans conséquence puisque la BCE est indépendante et qu'elle ne relève pas de la loi allemande. Mais remarquons que cet avis pourrait être défavorable puisque l'OMT (rachat conditionnel par la BCE de dettes souveraines) n'est efficace que s'il est illimité. Or en septembre 2012, cette même Cour a limité l'exposition du contribuable allemand au MES à la somme de 190Md€ (une exposition supplémentaire devant alors être approuvée par le Parlement).

Négligeons la perspective d'un défaut prochain de l'Etat fédéral américain. Ce qui est excessif étant insignifiant, il est difficile d'imaginer la première puissance mondiale répudier une dette de 16 000Md\$ parce qu'une négociation sur un sujet de politique intérieure aurait mal tourné.

Reste que les prochains trimestres ne ressembleront probablement pas à un long fleuve tranquille. C'est en janvier 2014 que Janet Yellen prendra la succession de Ben Bernanke à la tête de la Réserve fédérale américaine. Son principal défi sera de choisir le bon timing et le bon rythme pour sevrer l'économie et les marchés des 85Md\$ de liquidités qu'«Helicopter Ben» déverse chaque mois. L'enjeu n'est pas anodin. Il s'agit d'éviter une hausse brutale des taux d'intérêt qui remettrait en cause une croissance économique fragile fondée sur l'immobilier et la réappréciation des actifs financiers. Selon le FMI, une hausse de 1 point des taux d'intérêt réduirait la valeur des portefeuilles obligataires de plus de 2000Md\$ (l'équivalent du PIB de l'Italie). La cocaïne monétaire est une drogue dure. Il y a quelques mois, la simple annonce d'un sevrage progressif a provoqué une hausse rapide des taux, une fuite des capitaux des pays émergents et les désordres financiers et monétaires associés. Mais administrer cette drogue trop longtemps conduirait à un retour de l'inflation, à la formation de bulles sur les actifs financiers et sur les matières premières. Janet Yellen a depuis longtemps analysé les conséquences néfastes pour l'économie du laxisme monétaire des années 70. En 2011, en tant que vice-présidente du Conseil des gouverneurs de la Fed, elle affirmait vouloir éviter que ce scénario se reproduise. Le chemin sera étroit.

**En l'absence de reprise affirmée, la rémunération du risque se réduit**

Comme le trimestre précédent, la prime de risque s'est reconstituée ce trimestre. Mais contrairement au trimestre précédent, ce n'est pas la remontée des taux longs (ils sont restés relativement stables) mais la progression des indices boursiers associée à la poursuite de la révision en baisse des bénéfices qui explique ce mouvement. L'écart de rendement entre le Bund 10 ans et l'inverse du PER 2013 de l'Eurostoxx 600 est passé 6,08% à 5,24%. Il se situe au-dessus de sa moyenne à 10 ans, alors que le Bund est 1,5 point en dessous de la moyenne. L'anticipation d'une vigoureuse reprise de la croissance des bénéfices (+14% attendu en 2014) doit se concrétiser pour justifier cette prime. Dans le contexte d'une croissance mondiale ralentie, cette prévision ne nous paraît pas pessimiste.

Ce trimestre, nous avons constitué trois nouvelles lignes et renforcé deux lignes existantes. Les sociétés concernées ont en commun d'être dirigées par des équipes fortement impliquées dans leur capital. Elles ont prouvé leur légitimité sur leurs marchés, leur capacité à générer de la croissance même dans les périodes moins fastes. Elles génèrent des cash-flows abondants qui leur permettent d'autofinancer leur développement. Ce sont de vrais actifs dont la valeur boursière nous paraît fortement décotée. Les rapports de gestion de nos fonds reviennent plus en détail sur ces choix d'investissement.

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 28 septembre 2013    | valorisations      | Variation T3 2013 | Variation 2013 | Variation 2012 | Variation 2011 |
|-------------------------|--------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Plan Main Libre*</b> | <b>10 760,29 €</b> | <b>+7,72%</b>     | <b>+11,35%</b> | <b>-1,53%</b>  | <b>-4,44%</b>  |
| <b>Plan Bâisseurs**</b> | <b>10 128,85 €</b> | <b>+8,37%</b>     | <b>+10,18%</b> | <b>-3,92%</b>  | <b>-</b>       |

\* 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 28 septembre 2013           | valeurs          | Variation T3 2013 | Variation 2013 | Variation 2012 | Variation 2011 |
|--------------------------------|------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Eurostoxx 50 (Europe)</b>   | <b>2 919,34</b>  | <b>+12,2%</b>     | <b>+10,8%</b>  | <b>+13,8%</b>  | <b>-17,05%</b> |
| Rémunération exigée en Europe* | 7%               | -0,6              | -0,5           | -1,7           | +1,4           |
| CAC 40 (France)                | <b>4 186,77</b>  | <b>+12%</b>       | <b>+15%</b>    | <b>+15,2%</b>  | <b>-16,95%</b> |
| <b>Etats-Unis</b>              |                  |                   |                |                |                |
| S&P 500 (USA)                  | <b>1 691,75</b>  | <b>+5,30%</b>     | <b>+18,6%</b>  | <b>+13,4%</b>  | <b>0%</b>      |
| Nasdaq (USA technologies)      | <b>3 781,59</b>  | <b>+11,1%</b>     | <b>+25,2%</b>  | <b>+15,9%</b>  | <b>-1,80%</b>  |
| <b>Asie</b>                    |                  |                   |                |                |                |
| Hang Seng (Hong Kong)          | <b>23 207,04</b> | <b>+11,6%</b>     | <b>+2,4%</b>   | <b>+22,9%</b>  | <b>-20%</b>    |
| Nikkei (Japon)                 | <b>14 760,07</b> | <b>+7,9%</b>      | <b>+42,0%</b>  | <b>+22,9%</b>  | <b>-17%</b>    |
| <b>Emergents</b>               |                  |                   |                |                |                |
| Brésil (Bovespa Index)         | <b>53 738,92</b> | <b>+13,2%</b>     | <b>-11,8%</b>  | <b>+7,4%</b>   | <b>-18,1%</b>  |
| Russie (RTS Index)             | <b>1 432,87</b>  | <b>+12,3%</b>     | <b>-6,2%</b>   | <b>+10,5%</b>  | <b>-21,9%</b>  |
| Inde (Sensex)                  | <b>19 727,27</b> | <b>+1,7%</b>      | <b>+1,5%</b>   | <b>+26,3%</b>  | <b>-25%</b>    |
| Chine (SSE Composite)          | <b>2 160,03</b>  | <b>+9,1%</b>      | <b>-4,8%</b>   | <b>+3,2%</b>   | <b>-21,7%</b>  |
| <b>Taux 10 ans</b>             |                  |                   |                |                |                |
| France (OAT)                   | <b>2,34%</b>     | <b>+0,03</b>      | <b>+0,34</b>   | <b>-1,12</b>   | <b>-0,16</b>   |
| Allemagne (Bund)               | <b>1,80%</b>     | <b>+0,07</b>      | <b>+0,49</b>   | <b>-0,22</b>   | <b>-1,11</b>   |
| Italie                         | <b>4,60%</b>     | <b>+0,04</b>      | <b>+0,07</b>   | <b>-2,17</b>   | <b>+3,11</b>   |
| Espagne                        | <b>4,33%</b>     | <b>-0,45</b>      | <b>-0,98</b>   | <b>+0,23</b>   | <b>+0,20</b>   |
| Grèce                          | <b>9,81%</b>     | <b>-1,20</b>      | <b>-2,03</b>   | <b>-19,5</b>   | <b>-</b>       |
| USA (US Notes)                 | <b>2,63%</b>     | <b>+0,14</b>      | <b>+0,87</b>   | <b>-0,04</b>   | <b>-1,45</b>   |
| Japon                          | <b>0,69%</b>     | <b>-0,17</b>      | <b>-0,11</b>   | <b>-0,16</b>   | <b>-0,15</b>   |
| <b>Autres</b>                  |                  |                   |                |                |                |
| Parité €/§                     | <b>1,35</b>      | <b>+4,2%</b>      | <b>+2,6%</b>   | <b>+1,9%</b>   | <b>-3,3%</b>   |
| Pétrole (BRENT §)              | <b>107,73</b>    | <b>+5,60%</b>     | <b>-1,80%</b>  | <b>+2,2%</b>   | <b>+14%</b>    |
| Or (Once §)                    | <b>1 332,10</b>  | <b>+9,6%</b>      | <b>-19,5%</b>  | <b>+5,7%</b>   | <b>+15%</b>    |

Source : HIM

\* inverse du PER 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.