

Paris, le 10 janvier 2014

« Les marchés haussiers naissent dans le pessimisme, grandissent dans le scepticisme, mûrissent dans l'optimisme et meurent dans l'euphorie »¹

- **L'action des banques centrales a amplifié en 2013 la hausse entamée en 2012**
 - L'Eurostoxx 50 progresse de +17,9% en 2013
 - Les banques centrales ont un rôle déterminant sur le moral des investisseurs
 - La FED s'engage avec grande prudence sur le chemin d'une réduction de son soutien
 - La BCE dispose au contraire d'arguments pour envisager de nouvelles mesures
- **La transmission à l'économie réelle de ces mesures est tangible mais inégale**
 - Aux USA, plus de doutes, même la consommation des ménages progresse plus vite qu'anticipé
 - Les pays européens ne profitent pas équitablement de la lente et fragile reprise qui s'amorce
 - Les pays du sud récoltent certains fruits de leurs efforts mais des poids lourds patinent
- **Le redressement des cours des actions anticipe la poursuite de la reprise**
 - Depuis 2 ans les cours montent alors que les bénéfiques des sociétés sont revus en baisse
 - Dans un contexte en amélioration, le mouvement de révision en baisse devrait s'essouffler
 - Prudents mais optimistes, nous restons concentrés sur la sélection de valeurs décotées

Cher Investisseur,

La citation ci-dessus est d'une grande actualité. Pour conjurer la crise, les banquiers centraux ont fait le choix d'influencer le moral des investisseurs. Ils utilisent leur pouvoir de création monétaire pour permettre aux Etats et aux acteurs économiques de se financer à un coût raisonnable, fournir de la liquidité au système financier, redonner confiance aux investisseurs afin que la revalorisation des actifs solidifie le bilan des banques et diffuse cette confiance aux acteurs de l'économie réelle. Ils ont su éviter un excès de défiance hors norme.

Au Japon, l'optimisme est teinté d'euphorie depuis que la Banque du Japon a annoncé en mars 2013 qu'elle allait doubler la base monétaire. L'indice Nikkei a progressé de 57% en 2013 (+23% en 2012). Aux Etats-Unis, le scepticisme s'est progressivement transformé en optimisme au fur et à mesure de la baisse du taux de chômage et de l'amélioration de l'ensemble des indicateurs économiques. Le S&P 500 a progressé de 30% en 2013 (+13% en 2012). Les introductions en Bourse de valeurs technologiques et Internet tournent même à l'euphorie. En Europe, le scepticisme s'estompe, laissant place à un optimisme mesuré. L'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) progresse de 17,9% en 2013 (+13,8% en 2012).

La hausse du cours des actions européennes est intervenue dans une période de révision en baisse constante des bénéfiques des sociétés. Depuis peu, cette hausse s'accommode d'une lente remontée des taux longs allemands. Une telle situation ne peut être que temporaire. Le redressement des cours anticipe la poursuite de l'amélioration du climat économique. La BCE en a conscience. Elle dispose d'arguments solides pour envisager de nouvelles mesures de soutien (risque de déflation, régression du crédit distribué à l'économie...). Son rôle sera encore déterminant en 2014. Pour notre part, nous restons concentrés sur l'essentiel, la sélection de valeurs décotées disposant d'un potentiel de revalorisation.

¹ Sir John Templeton, investisseur américain devenu milliardaire

En 2013, l'action des banques centrales a amplifié la dynamique haussière née en 2012

A l'exception des émergents, les places financières mondiales ont amplifié en 2013 la dynamique haussière entamée en 2012. L'action des banquiers centraux a été déterminante.

Au Japon, l'euphorie s'est emparée des investisseurs à l'annonce fin mars d'un programme massif de rachat d'obligations d'Etat initié par la banque centrale (BOJ), avec pour corollaire un doublement de la base monétaire d'ici 2014. Le Nikkei a progressé de 57% (+23% en 2012).

Aux Etats-Unis, la baisse du taux de chômage se confirme de mois en mois et les indicateurs d'activité montrent une accélération de la reprise. Dans le même temps, la prudence de la FED dans la gestion de la sortie de sa politique non conventionnelle rassure. Le scepticisme quant à la capacité de la FED à ne pas casser la dynamique de la reprise par un retrait prématuré de son soutien monétaire laisse place à l'optimisme. La remontée des taux longs est progressive et mesurée. Le S&P 500 progresse de 30% en 2013 (+13% en 2012)

En zone Euro, le pessimisme quant à l'avenir de la monnaie unique a été balayé par l'annonce du programme OMT de la BCE, engagement à racheter de façon illimitée mais conditionnelle des dettes d'Etats rencontrant des difficultés à se financer sur les marchés à un coût raisonnable. La simple annonce du programme qui n'est ni mis en œuvre ni approuvé par la cour constitutionnelle allemande a suffi à sortir les pays les plus fragiles de la spirale de la défiance. Avec l'OMT, la BCE devient prêteuse en dernier ressort. Les taux souverains poursuivent leur convergence. L'Eurostoxx 50 progresse de +17,9% en 2013 (+14% en 2012).

Dans cette crise, le rôle des banquiers centraux s'est considérablement renforcé. Ils utilisent leur pouvoir de création monétaire pour permettre aux Etats et aux acteurs économiques de se financer à un coût raisonnable, fournir de la liquidité au système financier, redonner confiance aux investisseurs pour que la revalorisation des actifs solidifie le bilan des banques et diffuse cette confiance aux acteurs de l'économie réelle. Le moral des investisseurs est donc devenu un paramètre essentiel. Le pessimisme sur la solidité du système financier ou sur l'avenir de l'euro a bien failli se transformer en prophétie auto réalisatrice. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, en redonnant le moral aux investisseurs, qui sont aussi les agents économiques de l'économie réelle, un cercle vertueux a été enclenché. Un excès de défiance hors norme a été évité. Dans cette bataille pour restaurer le moral des investisseurs, les banques centrales n'en sont pas au même stade. Au Japon, l'optimisme est teinté d'euphorie depuis que l'inflation se redresse (+1,2% en rythme annuel fin 2013). Aux USA, l'euphorie guette aussi en particulier dans le secteur des technologies et dans le cadre des introductions en Bourse. En Europe, le scepticisme s'estompe laissant place un optimisme mesuré.

En 2014, la trajectoire de la reprise économique et le moral des investisseurs dépendront encore de l'action des banquiers centraux. A mesure que l'économie réelle se redresse, le défi sera de choisir le bon timing et le bon rythme pour sevrer l'économie et les marchés de la « cocaïne » monétaire. Pas trop vite, pour ne pas casser la reprise. Pas trop lentement pour éviter une hausse brutale des taux conséquence du retour d'anticipations d'inflation. Bonne nouvelle, la FED s'engage avec grande prudence sur ce chemin du sevrage. La BCE au contraire dispose d'arguments solides pour envisager de nouvelles mesures (risque de déflation, difficultés sur le marché interbancaire, régression du crédit distribué à l'économie). Mario Draghi l'a confirmé le 9 janvier dernier.

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 transmission à l'économie réelle est tangible mais fragile et inégale surtout en Europe

Plus de doutes, aux Etats-Unis, la politique accommodante de la FED diffuse bien dans l'économie réelle. L'immobilier s'est redressé, l'activité industrielle confirme son dynamisme, les créations d'emploi progressent. C'est au tour des dépenses de consommation des ménages (environ 70% du PIB) de surprendre positivement. Ainsi, mi-décembre, le PIB américain du troisième trimestre a été revu en hausse (+4,1% contre +3,6% précédemment) tiré par une consommation des ménages plus dynamique que prévu (+2% contre +1,4%). Janet Yellen, nouvelle Présidente de la FED indiquait il y a quelques jours qu'elle escomptait une révision en hausse des perspectives de croissance américaine pour l'année en cours proche de 3% (contre 2% attendus aujourd'hui).

Au Japon, la sortie de 20 ans de déflation se profile. L'inflation remonte (+1,2% en rythme annuel fin 2013 contre +0,2% fin 2012), le yen s'est déprécié favorisant les exportations, la consommation se redresse. L'ampleur des déficits publics (250% du PIB) reste un sujet légitime de préoccupation, tout comme l'impact sur la consommation de la hausse de la TVA prévue en avril.

En Europe, le sentiment est au scepticisme teinté d'optimisme. Scepticisme parce que l'Europe reste un navire en cours de construction qui s'impose une cure d'austérité douloureuse. Même si elle est techniquement sortie de la récession au deuxième trimestre 2013, la croissance y restera très faible en 2014 (+1% anticipé). L'inflation y est faible et en décélération (+0,8% fin 2013 contre +2% fin 2012), très inférieure aujourd'hui à l'objectif de 2% de la BCE. Dans un contexte de croissance anémique, de rééquilibrage des finances publiques et de chômage élevé (12% de la population, près de 25% des jeunes), le risque de déflation à la japonaise est une menace. La (trop) bonne tenue de l'euro est aussi facteur d'inquiétude.

Cette croissance est par ailleurs inégale et des déséquilibres significatifs subsistent :

- Malgré la convergence des taux souverains des Etats de la zone euro, l'Europe du Sud doit supporter des coûts de financement supérieurs à ceux dont bénéficie l'Europe du Nord. Les liquidités mises à la disposition du système financier n'irriguent pas suffisamment le tissu économique, en particulier les PME d'Europe du Sud.
- Les maillons faibles ne sont plus seulement les pays périphériques. Ils donnent même des signes d'amélioration (meilleure productivité du travail, rééquilibrage en cours des comptes extérieurs, retour sur les marchés de la dette). Des poids lourds (la France, l'Italie) restent à la traîne (difficultés à réduire les déficits, endettement public sur une trajectoire ascendante, faiblesse de la productivité du travail, reprise pousive, voire déficits extérieurs excessifs).
- La machine à exporter allemande conduit le pays à afficher un excédent courant supérieur aux 6% (en moyenne sur 3 ans) autorisés par la réglementation européenne. L'Allemagne est donc sous la menace d'une procédure pour déséquilibre excessif.

Ce dernier point devient un enjeu de politique économique sur lequel la BCE n'a pas de prise. *«Nous pensons que les politiques promouvant davantage d'investissements et de demande intérieure seraient bonnes pour l'économie allemande et l'économie mondiale»*. Les pays fragiles, la France et l'Italie ont sûrement apprécié ce commentaire du secrétaire au Trésor américain Jack Lew. L'Allemagne ne partage pas ce point de vue. Le profil de la croissance en 2014 et le sentiment des investisseurs dépendront aussi des négociations entre Etats sur des sujets de politique économique notamment. Elles ne manqueront pas d'être animées.

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 remontée des cours anticipe l'accélération de la reprise

En 2013 comme en 2012, les indices actions européens progressent alors que les bénéfices des sociétés sont régulièrement revus en baisse et que les taux sans risque remontent progressivement. La prime de risque se réduit. Ainsi en Europe, l'écart de rendement entre le Bund (10 ans) et l'inverse du PER de l'Eurostoxx 600 est passé de 6,2% à 4,4% entre le début et la fin de l'année 2013 (7,3% en début d'année 2012). Cet indicateur confirme que d'abondantes liquidités s'investissent sur des actifs risqués (les actions) moyennant une rémunération du risque en baisse sensible et sans amélioration des bénéfices des sociétés. Cette dynamique ne peut qu'être temporaire.

Tableau 2 : Révisions des bénéfices attendus des résultats des sociétés de l'Eurostoxx 600

Consensus	Début d'année N	Fin d'année N	Révisions
2011	+16%	+8%	-8%
2012	+11%	-2,3%	-13,3%
2013	+11,4%	-1,1%	-12,5%
2014	+15%	?	

Source : Oddo

Comme le montre le tableau ci-dessus, le consensus table sur une progression de 15% des bénéfices de l'Eurostoxx 600 en 2014. Pour la première fois depuis quelques années, notre degré de confiance dans la perspective d'une progression des bénéfices des sociétés européennes pour l'année en cours est plus élevé. Le début d'inflexion positive de croissance économique et surtout la gestion rigoureuse des coûts que s'impose la plus-part des entreprises expliquent cette confiance. Même dans un contexte de croissance faible, le levier opérationnel dont pourrait bénéficier de nombreuses sociétés nous paraît significatif.

Mais la trajectoire de la reprise économique dépendra encore en 2014 des banquiers centraux. Il s'agit d'éviter une hausse brutale des taux d'intérêt qui remettrait en cause une croissance économique fondée dans un premier temps sur l'immobilier et la réappréciation des actifs financiers. Une telle hausse aurait aussi des conséquences potentiellement néfastes pour le système financier gros détenteur d'obligations. Enfin, ce mouvement augmenterait les difficultés financières des Etats lourdement endettés qui consacrent déjà une grosse partie des recettes fiscales au paiement des intérêts de cette dette. Le retour d'un lien funeste entre les difficultés des Etats et du système financier serait alors à nouveau un sujet de préoccupation. Par ailleurs, une hausse des taux souverains réduirait mécaniquement la prime de risque. L'enjeu n'est pas anodin.

Avec une reprise qui gagne en intensité le sujet se pose avec plus d'acuité aux Etats-Unis. Pour se rassurer notons que si Ben Bernanke était un spécialiste de la crise de 1929, Janet Yellen qui lui a succédé début 2014 a approfondi le sujet des conséquences néfastes pour l'économie du laxisme monétaire des années 70. Par ailleurs, la croissance américaine tient aussi à la révolution énergétique ayant permis un renouveau industriel et une autonomie énergétique avec ses conséquences positives sur la productivité, l'emploi et le commerce extérieur. Enfin, la FED sait guider les anticipations en donnant des indications précises sur son action future. Tant que le taux de chômage restera supérieur à 6,5% (7% actuellement) sa politique restera accommodante.

Prudents mais optimistes, nous restons concentrés sur la sélection de valeurs décotées

« Personne ne peut prévoir les taux, non plus que la direction que prendront l'économie ou la Bourse. Oubliez toutes ces prédictions et concentrez-vous sur ce qui se passe dans les sociétés sur lesquelles vous êtes investi ». Nous gardons à l'esprit ce conseil de Peter Lynch, gestionnaire avisé du fonds Magellan de Fidelity entre 1977 et 1990. Nous restons donc concentrés sur l'essentiel : l'analyse des sociétés de notre vivier et de nos portefeuilles. Nous agissons avec prudence mais optimisme.

Prudence, parce que la crise que nous traversons concerne la structure même du système financier et de la construction européenne. Une sorte de « Perestroïka » européenne est en cours. Elle touche à la fois sa gouvernance, sa politique économique, son système bancaire et son modèle social. La croissance future et le moral des investisseurs dépendront donc de négociations politiques compliquées. Le tout dans un monde interconnecté, instable, déséquilibré, non coordonné où de nouveaux acteurs émergent en bousculant les leaders en place. Ces nouveaux pays ont aussi leurs propres déséquilibres (surinvestissement et montée de l'endettement en Chine notamment). Dans ce contexte nouveau, l'analyse de l'environnement dans lequel évoluent les sociétés est plus nécessaire aujourd'hui que dans l'Amérique des années 80.

Notre optimisme tient aux spécificités de notre processus de gestion plus qu'à une anticipation sur un éventuel raffermissement de la croissance économique générale. Nous évitons d'ailleurs de faire des paris sur la croissance ou sur les fluctuations de la Bourse.

Nous investissons sur une société lorsque nous identifions un potentiel significatif de revalorisation. Ce potentiel repose essentiellement sur des facteurs propres à chaque société et sur la capacité de dirigeants stables et impliqués à accroître le patrimoine et la rentabilité des entreprises dont ils ont la responsabilité, sans trop compter sur la conjoncture. L'existence d'un carnet de commandes garni, 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 favoris. Si nos raisonnements sont justes et nos chiffres exacts, le temps sera notre allié.

Nous évaluons de façon aussi rigoureuse que possible les titres que nous étudions et nous sommes attentifs à obtenir un prix que nous jugeons raisonnable lorsque nous investissons. Ce n'est pas une garantie mais c'est une marge de sécurité. Bien sûr, certains choix ont été et seront décevants mais les convictions qui constituent nos portefeuilles sont suffisamment nombreuses pour permettre une diversification des risques. Il est peu probable que nous ayons 100% de réussite. Il est tout aussi peu probable que nos choix soit majoritairement décevants.

Un vœu pour 2014 : que nos travaux nous amènent à identifier quelques opportunités supplémentaires. Les liquidités dont nous disposons permettront de les saisir et de les conserver le temps nécessaire à leur maturation.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 31 décembre 2013	Volatilité 1 an	Variation T4 2013	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* : 11 125,81 €	5,03	+3,40%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâtitseurs** : 10 550,46 €	4,83	+4,16%	+14,76%	-4,61%	-
Catégorie Morningstar - Euro-Flexible	6,23	+2,09%	+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 31 décembre 2013	valeurs	Variation T4 2013	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Europe					
Eurostoxx 50 (Europe)	3 109	+6,5%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	6,4%	-0,6	-2	-1,7	+1,4
CAC 40 (France)	4 295,95	+2,6%	+18%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis					
S&P 500 (USA)	1 848,36	+9,3%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4 176,59	+10,4%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
Asie					
Hang Seing (Hong Kong)	23 306,39	+0,4%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	16 291,31	+10,4%	+56,7%	+22,9%	-17%
Emergents					
Brésil (Bovespa Index)	51 507,16	-4,2%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1 442,16	+0,6%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	21 140,48	+7,2%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	2 115,98	-2%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans					
France (OAT)	2,43%	+0,10	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	1,94%	+0,14	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	4,09%	-0,51	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	4,14%	-0,18	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	8,57%	-1,24	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	3,03%	+0,40	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,74%	+0,05	-0,05	-0,16	-0,15
Autres					
Parité €/ \$	1,38	+1,6%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	110,90	+2,9%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once \$)	1 202,90	-9,7%	-27,3%	+5,7%	+15%

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.