

Paris, le 10 juillet 2014

« *Are we finished? The answer is no, we aren't finished here* »¹

- **Doutes sur la vigueur de la reprise économique**
 - La reprise économique mondiale est toujours plus lente que prévu
 - Même aux Etats-Unis, elle reste fragile et inégale
 - En Europe, comme la croissance l'inflation est trop faible
- **Les banquiers centraux sont toujours en première ligne**
 - La FED pilote avec pragmatisme la réduction des mesures de soutien
 - La BCE multiplie les mesures pour soutenir l'activité et éviter la déflation
 - Leur pragmatisme continue de rassurer
- **La confiance s'affirme, la rémunération du risque diminue**
 - Les rendements obligataires atteignent des niveaux très faibles
 - Les cours montent alors que les bénéfices des sociétés continuent d'être revus en baisse
 - Les évaluations plus tendues fragilisent les marchés en cas de déception
 - Une plus grande volatilité sera source potentielle d'opportunités sur les valeurs décotées

Cher Investisseur,

Dans un contexte de forte baisse des taux et malgré une reprise économique moins forte qu'anticipé, le semestre s'achève sur une légère hausse des indices boursiers européens. L'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) progresse de +3,8% (+1,7% sur le second trimestre).

Les banques centrales sont toujours en première ligne. Leur objectif commun consiste encore à entretenir un environnement favorable à une reprise économique lente et fragile. Selon les régions les problématiques diffèrent. Aux Etats-Unis, malgré un premier trimestre décevant, la reprise se confirme et le chômage décroît. La FED doit donc poursuivre avec pragmatisme la réduction de ses mesures de soutien en évitant une remontée trop rapide des taux. En Europe, au contraire, la BCE a une grande latitude pour agir dans le cadre de son mandat qui consiste à faire revenir le taux d'inflation de +0,5% actuellement à un rythme annuel proche de +2%. Mario DRAGHI a annoncé une large palette de mesures début juin : « ... *we aren't finished here* ». Il prévient que ce n'est pas fini. La BCE veillera à ce que l'accès de faiblesse de l'inflation ne se transforme pas en déflation.

Le pragmatisme de la FED et la détermination de la BCE ont provoqué une nouvelle détente sur les taux d'intérêt. Les cours des actions ont poursuivi leur progression malgré les révisions en baisse des perspectives bénéficiaires des sociétés. Sur les obligations comme sur les actions, la rémunération du risque diminue. Les placements sans risque n'apportent plus aucune rémunération. Dans ce contexte, la volatilité pourrait augmenter. Elle sera source potentielle d'opportunités pour les investisseurs patients à la recherche de titres décotés.

¹ Mario DRAGHI, Président de la Banque centrale européenne

Doutes sur la vigueur de l'activité économique

Au cours du premier semestre, la reprise n'a pas été aussi vigoureuse qu'attendu en début d'année. Aux Etats-Unis, le PIB du premier trimestre 2014 a chuté de -2,9%. Même si une baisse (-1,7%) était prévue du fait de conditions climatiques particulièrement rigoureuses, le chiffre est moins bon qu'anticipé. Un mouvement de déstockage et des coupes dans les prestations sociales expliquent cet écart. Reste que le taux de chômage continue de baisser (6,1% annoncé en juin). Si elle n'est pas remise en cause par les indicateurs avancés et les enquêtes PMI, la reprise en cours est moins vigoureuse. La FED a ajusté récemment son scénario (+2,5% contre +2,7% en 2014 ; +3% contre +3,1% en 2015).

En Europe, un chômage qui se maintient à un niveau élevé, des capacités de production encore sous-utilisées et l'effort de réduction des déficits et des dettes publics ne peuvent produire qu'une croissance anémique. Malgré des anticipations peu élevées, les révisions en baisse se poursuivent aussi. Dans la zone euro, le PIB du premier trimestre n'a progressé que de +0,2% par rapport au trimestre précédent (+0,4% attendu). Le ralentissement de la croissance est confirmé par les indices PMI. Début juin, la BCE a réduit ses anticipations pour la zone euro (+1% en 2014 et +1,7% en 2015). Tirée par l'Allemagne et l'Europe du Sud (en particulier l'Espagne), la zone euro souffre d'une France qui patine.

Dans les émergents, la Chine continue de préoccuper. L'investissement en infrastructures reste le moteur d'une croissance moins dynamique mais soutenue (+7% / +7,5% attendu en 2014). Trop de dettes logées dans un système financier parallèle trop opaque financent trop d'investissements notamment dans l'immobilier. La hausse des salaires pèse sur la compétitivité. Le Brésil traverse une période politique compliquée, sa croissance ralentit et sa devise s'affaiblit. Sur le front géopolitique, la crise ukrainienne a des conséquences négatives sur l'activité en Russie et sur la parité du rouble. En Irak, l'instabilité grandissante est aussi facteur d'inquiétude, même si, pour l'instant, les cours du pétrole restent sages.

Au total, c'est une moindre croissance synchronisée des principales économies du monde qui inquiète. Le FMI a annoncé début juillet, une nouvelle révision en baisse de ses anticipations pour l'économie mondiale pour l'instant fixée à +3,6% en 2014 et +3,9% en 2015. Par rapport au +3% de 2013, la progression attendue est de plus en plus limitée et toujours tirée par les pays émergents.

La faiblesse de l'inflation est aussi un sujet de préoccupation

L'affaiblissement continu de l'inflation, particulièrement en Europe, inquiète. De 2% en 2012, son rythme dans la zone euro est tombé à 0,5% en juin. Cette faiblesse est le reflet d'une demande atone liée aux efforts d'amélioration de la compétitivité et de désendettement des agents économiques. L'amélioration de la compétitivité passe par une baisse du coût du travail et accroît le chômage, engendrant une baisse des revenus disponibles et une moindre propension à consommer et à investir dans un contexte anxigène. La réduction des déficits et des dettes publics qu'implique le pacte de stabilité et de croissance ajoute une contrainte supplémentaire. Une inflation trop faible trop longtemps pourrait inciter les agents économiques à modifier leurs comportements, en différant leurs décisions de consommer ou d'investir. Une spirale autoalimentée de baisse généralisée de l'activité et des prix risquerait alors de se mettre en place. La déflation menace. Les indicateurs avancés, tant aux Etats-Unis qu'en Europe ne révèlent pas aujourd'hui une telle tendance. Les banques centrales, en particulier la BCE sont néanmoins vigilantes.

Les banquiers centraux sont toujours en première ligne

Les banquiers centraux restent en première ligne pour soutenir la croissance et éviter la déflation. Leur pragmatisme continue de rassurer, même s'ils doivent gérer des problématiques complexes et différentes. Aux Etats-Unis, la baisse du chômage (6,1%), la reprise de la consommation et de l'investissement pointent, autorisant la FED à poursuivre une réduction mesurée de son programme de rachats d'actifs. Le défi est de taille. La FED doit piloter une politique monétaire suffisamment accommodante pour ne pas tuer la croissance, mais pas trop laxiste pour éviter une remontée trop brutale des taux d'intérêt. Elle y parvient pour l'instant.

En Europe, le rythme de l'inflation (+0,5%) est largement en deçà du mandat de la BCE (proche de 2%). La Banque centrale peut s'autoriser plus d'audace pour éviter un scénario de déflation à la japonaise. Début juin, des mesures nouvelles ont été annoncées afin de maintenir les taux bas et faciliter la transmission de sa politique monétaire à l'économie réelle (baisse des taux directeurs, rémunération négative des dépôts, mise à disposition des banques de 1000Md€ de liquidités en échange d'un accroissement des crédits à l'économie réelle). Cette dernière mesure, appelée T-LTRO, devrait être effective à partir de septembre prochain. Même si ses effets ne seront que progressifs, ce T-LTRO est une mesure significative puisque 80% des financements à l'économie passent par les banques et que l'enveloppe annoncée représente plus de 10% des encours actuels des prêts bancaires aux entreprises non financières. La BCE a aussi confirmé étudier des mesures supplémentaires pour lutter contre une période trop longue de faible inflation. Des rachats d'actifs, sur le modèle des QE américains sont prévus. A sa manière, Mario DRAGHI a exprimé la détermination unanime de la BCE à ne pas laisser la déflation s'installer : « *Are we finished ? The answer is no, we aren't finished here* ». Comme dans le cadre du sauvetage de l'euro en 2012, il est prêt à agir, « *whatever it takes* », contre la déflation.

En Europe, une lumière semble apparaître au bout du tunnel

L'Europe a accompli des progrès ces dernières années. Plus personne ne s'interroge sur la pérennité de l'euro. Sa force pénalise même la croissance. Grâce à la BCE, à la discipline budgétaire et aux mesures de productivité, les taux souverains des pays de la zone euro convergent à la baisse. Les pays fragiles retrouvent accès aux marchés financiers à un coût raisonnable. En juin, le Portugal a levé 1Md€ à 10 ans au taux de 3,6%, une première depuis 2010. En avril, la Grèce émettait 3Md€ à 5 ans au taux de 4,95%. Les signes d'amélioration des fondamentaux se multiplient dans les PIGS. La Grèce affiche un excédent budgétaire primaire. La productivité du travail en Europe du Sud se traduit par une reprise de l'activité manufacturière, notamment en Espagne et en Italie. En Italie, une nouvelle équipe, menée par le jeune Matteo RENZI, s'attèle avec dynamisme à l'application du pacte de stabilité et pousse au renforcement du volet croissance. L'Allemagne confirme sa santé (excédent budgétaire, faible taux de chômage, excédents commerciaux significatifs). Elle s'autorise même quelques concessions (hausse des salaires, mise en place d'un salaire minimum) facilitant ainsi le rééquilibrage de la productivité des économies de la zone euro. Vue d'une France qui patine, cette santé est presque insolente.

Paradoxalement, la faiblesse de la croissance (par ailleurs inégale) et la crainte de la déflation sont peut-être de bonnes nouvelles. D'une part, elle donne une grande latitude à la BCE pour agir dans le cadre de son mandat, en s'appuyant sur l'expérience de ses consœurs japonaises, américaines et anglaises pour calibrer son action. D'autre part, elle pousse de nombreux leaders à insister sur le volet « croissance » du pacte de stabilité européen. Le FMI plaide pour une relance des investissements publics sans laquelle la reprise sera insuffisante pour faire baisser l'endettement et le chômage. Discrètement, Mario DRAGHI pousse aussi dans cette direction.

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 confiance des investisseurs grandit, la rémunération du risque diminue

Dans un contexte de liquidités abondantes, les taux restent très sages. Les actions profitent de cet environnement et d'anticipations d'amélioration du climat des affaires. Les introductions en Bourse se multiplient, tout comme les opérations de fusion-acquisition. Les investisseurs font confiance aux banquiers centraux. La FED a prouvé qu'elle pouvait redynamiser l'économie dans une période de désendettement de l'Etat et des agents économiques. La Banque du Japon a réussi la première partie de son plan pour sortir de la déflation. L'inflation remonte (+3,7% en rythme annuel). Ces exemples renforcent la confiance dans la capacité de la BCE à gérer le risque de déflation et à accompagner une reprise plus lente et inégale que prévue mais néanmoins confirmée par les indicateurs avancés.

Ce trimestre, le regain de confiance a été particulièrement sensible sur les rendements obligataires européens. Les Etats en sont les premiers bénéficiaires. Le 10 ans allemand enfonce chaque jour son plus bas historique (1,20% actuellement). Dans la zone euro, la convergence des taux accélère. L'OAT français est passé en dessous de 1,6%. L'Espagne et l'Italie se financent à un taux équivalent aux Etats-Unis (environ 2,5%). Le Portugal et la Grèce retrouvent la confiance des marchés.

Une certaine euphorie s'empare des fonds obligataires

Les entreprises profitent aussi de ce mouvement. La quête de rendement amène les investisseurs à accepter de plus en plus de risques pour une rémunération toujours plus faible. Les fonds obligataires spécialisés dans les dettes les plus risquées (haut rendement) sont à la mode. Les sociétés profitent de cet afflux de ressources. Les émissions se multiplient. Le spectre d'une bulle apparaît. Même Janet YELLEN, Présidente de la FED alerte sur les dangers de l'euphorie sur cette classe d'actifs : « *les écarts de rendement constatés entre les emprunts obligataires du secteur privé et les titres du Trésor sont tombés à de faibles niveaux, suggérant que certains investisseurs pourraient sous-estimer le potentiel de perte et la volatilité à venir* ».

Les actions ont bien profité de la baisse des taux

Dans ce contexte de taux bas, les actions européennes continuent de progresser ce semestre alors que les révisions en baisse des bénéfices se poursuivent. Ainsi, la hausse attendue des bénéfices 2014 n'est plus que de +10% aujourd'hui. Elle était estimée à +15% en début d'année. Les investisseurs anticipent donc une reprise qui tarde pourtant à se matérialiser. En conséquence, les évaluations se tendent et la rémunération du risque diminue. Cette situation ne peut être que transitoire. Elle augmente la vulnérabilité des marchés à toute déception.

La période des résultats semestriels qui s'ouvre pourrait bien être caractérisée par une plus grande volatilité, au gré des annonces des sociétés. Il est probable que le ralentissement de la croissance constaté à la lecture des indicateurs macroéconomiques se traduira dans les publications semestrielles des sociétés les plus exposées à la conjoncture. Certaines ont déjà révisé en baisse leurs perspectives (Dupont, Vallourec, Sodexo, Lufthansa, Air France-KLM...). La plupart des sociétés gérées avec rigueur compenseront, comme par le passé, l'effet de la conjoncture par une plus grande maîtrise des coûts. C'est le cas de Sodexo. Parallèlement, les sociétés endettées profitent de la baisse des taux pour réduire leur coût de financement et allonger la maturité de leur dette. Ainsi, Arcelor Mittal a émis en juin pour 600 M€ d'obligations à 6 ans à 2,875% , soit plus de 650bp d'économies par rapport à une émission équivalente réalisée en 2009 à 9,375%. En dehors de toute amélioration de la conjoncture, un tel écart aura progressivement un impact favorable sur le profil financier du groupe.

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.

Nous restons concentrés sur la sélection de valeurs décotées

Publiée en 2004, une étude de Louis LOWENSTEIN, professeur de finance et de droit de l'Université Columbia, analyse les performances des gérants durant l'explosion de la bulle Internet. Elle montre que ceux utilisant un processus de sélection de valeurs fondé sur l'analyse financière et la sélection de titres décotés (gestion value) ont passé sans encombre cette période troublée (1999-2003).

Dans un article du 26 mai dernier, Morningstar, société spécialisée dans l'analyse de la performance des fonds, synthétise les conclusions de cette étude et met en avant les six caractéristiques communes de ces gérants :

- une partie significative de leur patrimoine est investi dans les fonds qu'ils gèrent ;
- la préservation du capital est leur préoccupation principale ;
- lorsqu'ils manquent d'idées ou qu'ils estiment la Bourse surévaluée, ils privilégient le « cash » ;
- les titres qu'ils achètent présentent une forte décote par rapport à l'estimation qu'ils font de leur valeur ;
- leurs investissements sont concentrés sur un nombre limité de valeurs ;
- ils font peu « tourner » leur portefeuille.

Depuis sa création en 2010, Haussmann IM met en pratique toutes ces règles en se méfiant des modes. Nous cherchons des sociétés décotées disposant d'un potentiel de développement identifié, parfois visible mais jamais certain. Nous privilégions les sociétés dont le potentiel repose sur la capacité de dirigeants impliqués à accroître le patrimoine et la rentabilité de leur entreprise sans trop compter sur la conjoncture. L'existence d'un carnet de commandes garni, la capacité à générer un cash-flow régulier, la croissance externe autofinancée, l'attention portée à la rationalisation des structures, de fortes positions commerciales, restent nos thèmes favoris.

Cette approche nous a permis de résister dans les périodes délicates (notamment au cours de l'été 2011) et de participer significativement à la reprise des marchés depuis 2013. Chacune de nos décisions est un compromis entre une espérance de gain et un risque. Nous ne sommes donc pas toujours investis sur les thèmes les plus performants. Nous restons néanmoins convaincus que, comme par le passé, une application disciplinée de notre processus de gestion sera source d'une performance solide sans trop de volatilité.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 27 juin 2014	Volatilité 1 an	Variation T2 2014	Variation S1 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* : 11 904,13 €	5,21	+0,42%	+7%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs** : 11 328,71 €	4,56	+0,27%	+7,38%	+14,76%	-4,61%	-
Catégorie Morningstar - Euro-Flexible	4,81	+2,64%	+4,2%	+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 27 juin 2014	Valeurs	Variation T2 2014	Variation S1 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Europe						
Eurostoxx 50 (Europe)	3 227,85	+1,70%	+3,8%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	6,5%	-0,4	-0,9	-2	-1,7	+1,4
CAC 40 (France)	4 436,98	+0,60%	+3,3%	+18%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis						
S&P 500 (USA)	1 960,96	+5,60%	+6,1%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4 397,93	+5,8%	+5,3%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
Asie						
Hang Seng (Hong Kong)	23 221,52	+4,80%	-0,4%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	15 095,00	+2,70%	-7,3%	+56,7%	+22,9%	-17%
Emergents						
Brésil (Bovespa Index)	53 157,30	+6,80%	+3,2%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1 379,75	+16,30%	-4,3%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	25 099,92	+12,40%	+18,6%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	2 036,51	-0,30%	-3,8%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans						
France (OAT)	1,60%	-0,52	-0,83	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	1,26%	-0,34	-0,68	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	2,72%	-0,58	-1,37	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	2,64%	-0,98	-1,5	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	5,19%	-1,19	-3,38	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	2,54%	-0,23	-0,49	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,57%	-0,06	-0,17	-0,05	-0,16	-0,15
Autres						
Parité €//\$	1,36	-0,80%	-0,9%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	113,19	+5,10%	+2,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once \$)	1 318,50	+1,90%	+9,6%	-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.