

Paris, le 14 avril 2015

**« Les financiers ne font bien leurs affaires que lorsque l'Etat les fait mal »<sup>1</sup>**

- **Les banques centrales confirment leur rôle sur le moral des investisseurs**
  - L'Eurostoxx 50 progresse de +17,5% sur le trimestre
  - En lançant un « Quantitative Easing » (QE), la BCE passe de la parole aux actes
  - Dans un contexte plus incertain, la FED s'empresse de ne rien faire pour l'instant
- **L'Europe prend l'avantage ce trimestre**
  - Grâce à la BCE, l'euro et les taux poursuivent leur baisse
  - La baisse du pétrole joue comme un plan de relance en Europe mais pénalise les Etats-Unis
  - Un défaut grec redevenu d'actualité n'inquiète plus
- **La croissance des bénéfices des sociétés européennes accélère**
  - Pour la première fois en 5 ans, les prévisions sont revues en hausse ce trimestre
  - La baisse continue des taux modifie plus le prix des actifs qu'elle n'en change la valeur
  - Une sélection raisonnée d'actions décotées reste l'une des rares façons de générer de la performance avec une volatilité contrôlée

Cher Investisseur,

Les banques centrales restent à la manœuvre. Leur influence sur le moral des investisseurs ne se dément pas. En annonçant un « Quantitative Easing » (QE), la BCE a provoqué une brutale revalorisation des actifs financiers. Son action permet aux Etats endettés et impécunieux de se financer à coût nul voire négatif. Elle produit aussi une baisse des taux et de l'Euro améliorant les perspectives économiques, solidifiant le bilan des banques et diffusant la confiance de la sphère financière vers l'économie réelle. L'argent gratuit et la confiance qu'il suscite se traduit ce trimestre par la poursuite de la baisse des taux et par une hausse de 17,5% de l'Eurostoxx 50. Les financiers font de bonnes affaires.

A ces facteurs favorables s'ajoute la baisse du prix du pétrole. En Europe, elle joue comme un plan de relance en distribuant du pouvoir d'achat aux ménages et en réduisant les coûts des entreprises. La complexité de la gouvernance européenne et le surendettement de certains Etats deviennent des sujets secondaires. Même la perspective d'un défaut grec redevenu d'actualité n'inquiète plus. Les bénéfices des sociétés européennes ne se contentent plus de croître. Ils accélèrent.

Reste que cette période d'argent gratuit est exceptionnelle et ne manquera pas de finir. Ceux qui n'en profiteront pas pour mettre leur endettement sur une trajectoire soutenable risquent d'être fort dépourvus lorsque la fête sera finie. De plus, les QE modifient plus le prix des actifs qu'ils n'en changent la valeur. La mauvaise allocation du capital et les réévaluations sans discernement d'aujourd'hui feront les déceptions de demain. C'est pourquoi nos choix d'investissement continueront d'être le fruit d'une analyse approfondie des opportunités, des risques mais aussi de l'évaluation des sociétés de notre vivier. De cette façon, nous comptons bien continuer de générer de la performance avec une volatilité contrôlée.

<sup>1</sup> Talleyrand (1754 – 1838), homme politique français

## **La BCE passe de la parole aux actes**

Une fois de plus, l'action des banques centrales est un facteur déterminant du trimestre. En Europe, la BCE passe de la parole aux actes. Après avoir assuré depuis mi-2014 qu'il était prêt à tout pour éviter la déflation en zone euro, Mario DRAGHI a annoncé en janvier dernier un Quantitative Easing (QE). Entre mars 2015 et septembre 2016, la BCE s'engage à racheter chaque mois 60Md€ de dettes publiques et privées. Au total, son bilan augmentera de 1140Md€ (+50%) sur la période, inondant la planète financière de liquidités.

Aidé par l'évolution préoccupante de l'inflation, Mario DRAGHI a vaincu les résistances des orthodoxes notamment allemands. La BCE s'aligne sur la FED et la Banque du Japon. Elle utilise son pouvoir de création monétaire pour permettre aux Etats endettés et impécunieux de se financer à coût quasi nul voire négatif. Plus généralement, ces politiques dites « non conventionnelles » utilisent l'arme monétaire pour atteindre un objectif économique : soutenir la croissance. Il s'agit de donner du temps aux Etats pour réduire leurs déficits sans étouffer la croissance. Mais aussi de provoquer une baisse accélérée des taux conduisant à une revalorisation des actifs, solidifiant les bilans des institutions financières. La confiance gagne alors la sphère financière et doit se diffuser dans l'économie réelle. L'argent gratuit et le retour de la confiance sont supposés stimuler la prise de risque, favorisant l'investissement et la consommation.

Ce trimestre illustre le caractère autoréalisateur de ce processus. L'afflux de liquidité fait baisser les taux (le Bund allemand est tombé à 0,18% à 10 ans), nourrit la baisse de l'euro et la hausse des actions (l'Eurostoxx progresse de 17,5%). Dans ce nouvel environnement, la problématique des dettes d'Etat devient (au moins temporairement) secondaire. La perception du risque associé au surendettement diminue. La baisse de l'euro participe à l'amélioration des perspectives d'activité d'autant plus que, de façon concomitante, la baisse du pétrole joue comme un véritable plan de relance en distribuant du pouvoir d'achat aux ménages et en réduisant les coûts des entreprises. Enfin, l'amélioration des perspectives et la diminution des risques perçus justifient la hausse des actions. Les financiers font de bonnes affaires, en partie parce que les Etats les ont mal faites.

## **La FED s'empresse de ne rien faire pour l'instant**

Depuis près d'un an, la FED négocie un changement de cap majeur de sa politique monétaire. Son pragmatisme rassure. La croissance économique est bien là, mais elle est moins forte qu'anticipé. Le taux de chômage est descendu à 5,5%, les revenus progressent mais une part significative de la population est sortie des statistiques de l'emploi. L'inflation ne menace pas. La baisse du pétrole et la progression du dollar ont des conséquences négatives sur l'investissement industriel, ainsi que sur l'activité et les perspectives bénéficiaires des sociétés exportatrices. Les bénéfices des sociétés du S&P500 sont attendus en baisse au premier trimestre 2015 (-3%). Une première depuis 2009.

La FED doit donc tenir compte d'une montée des incertitudes dans un contexte d'évaluations tendues. En supprimant le mot « patience » de son communiqué du 18 mars dernier, elle prépare les esprits à l'amorce d'un cycle de hausse des taux directeurs dès l'été 2015. Mais pour l'instant, elle s'empresse de ne rien faire. Les taux américains ont continué de baisser ce trimestre. L'appréciation du dollar s'est poursuivie.

## **Grâce au crédit gratuit, l'Europe voit l'avenir en rose**

Fin 2014, une petite lueur apparaissait au bout du tunnel. Elle a pris de l'ampleur ce trimestre. Au choc de confiance créé par l'action de la BCE, s'ajoute la flexibilité grandissante dont font preuve les institutions européennes dans l'interprétation du Pacte de stabilité et de croissance. Ainsi, la France a-t-elle récemment bénéficié d'un délai supplémentaire pour réduire ses déficits en dessous du seuil de 3%. La complexité de la gouvernance européenne est devenue secondaire. La baisse du prix du pétrole et les conséquences de l'action de la BCE sur les taux et l'euro améliorent les perspectives d'activité. Pour la première fois depuis longtemps, les anticipations de croissance dans la zone euro sont revues en hausse (+1,5% en 2015, +1,9% en 2016 et +2,1% en 2017).

Reste que cette embellie tient à des facteurs extérieurs. Elle ne dépend pas de décisions structurelles dans la gestion des deniers publics. Dans de nombreux pays significatifs d'Europe, le potentiel de croissance de l'économie est bridé. Trop de réglementations, trop d'instabilité fiscale, trop de charges pesant sur le travail limitent la compétitivité et l'attractivité. Doper ce potentiel de croissance doit rester une priorité pour réduire le chômage, les déficits et l'endettement public. Les pays qui ne choisiraient pas cette voie risquent d'être fort dépourvus lorsque la fin de la période d'argent gratuit sera venue. Ce qui ne manquera pas d'arriver.

## **Un défaut grec n'est plus le scénario de l'horreur**

Au troisième trimestre 2011, l'Eurostoxx 50 dévissait de -23,5%, emporté par la crainte d'une contagion à l'ensemble de l'Europe de la tragédie grecque. Scénario de l'horreur à l'époque, un défaut grec, redevenu d'actualité, n'inquiète plus.

La Grèce est toujours un aussi petit pays. Il représente moins de 2% du PIB et 3,5% des dettes cumulées de la zone euro. Malgré un abandon de créances de 100Md€ en 2011, la dette publique s'élève à 315Md€ aujourd'hui. Elle représente toujours plus de 170% d'un PIB qui s'est contracté sous l'effet d'une politique d'austérité sévère. Depuis le 25 janvier dernier, un gouvernement a été élu sur la promesse d'un assouplissement des contraintes imposées au pays dans le cadre du plan d'aide de 240Md€ de 2010. La négociation continue mais l'équipe au pouvoir échoue pour l'instant à tenir sa promesse. Les ministres des Finances grec et allemand expliquent qu'ils ne sont même pas d'accord sur le fait qu'ils ne sont pas d'accord. La défiance est bien installée et le temps presse. Sans aide, la Grèce ne peut faire face à ses échéances prochaines (19Md€ à rembourser en 2015). La perspective d'un défaut et d'une sortie de la Grèce de la zone euro redevient une hypothèse sérieuse.

Les marchés restent sereins. Un défaut n'effraie plus. La dette extérieure de la Grèce n'appartient plus au secteur privé mais aux institutions internationales (Europe, BCE, FMI). A travers les prêts bilatéraux (53Md€), le FEFS (140Md€), le FMI (32Md€), la BCE (30Md€), les contribuables supportent aujourd'hui le risque de défaut. Les investisseurs se sentent donc à l'abri d'institutions assez solides et assez préparées pour absorber le choc et éviter la contagion à d'autres pays, qui, par ailleurs, se portent mieux. Un défaut serait avant tout une expérience pénible pour le peuple grec et donc un avertissement aux électeurs des pays subissant des plans de redressement. La cohésion européenne pourrait même en sortir renforcée. C'est ce scénario que semble privilégier l'Allemagne.

## **Le retour de la croissance des bénéficiaires des sociétés se confirme**

Avec la baisse conjuguée des taux, de l'euro et du pétrole, les bénéficiaires des sociétés européennes ne se contentent plus de croître. Ils accélèrent. Le tableau ci-dessous montre que pour la première fois en 5 ans, les prévisions pour l'année en cours sont revues en hausse (+2,9% à +13,3% sur le trimestre).

**Tableau : Révisions des bénéficiaires attendus des résultats des sociétés de l'Eurostoxx 600**

Année	variation attendue (consensus)			inverse PER N	taux 10 ans Allemands	Eurostoxx 50 (var %)
	début d'année N	fin d'année N	révisions			
<b>2011</b>	+16%	+8%	-8%	9,2%	1,83%	-17,05%
<b>2012</b>	+11%	-2,3%	-13,3%	7,5%	1,31%	+13,8%
<b>2013</b>	+11,4%	-1,1%	-12,5%	6,4%	1,94%	+17,9%
<b>2014</b>	+15%	+7,1%	-7,9%	6,3%	0,54%	+1,2%
<b>2015*</b>	+10,4%	+13,3%*	+2,9%	5,9%	0,18%	+17,5%

Source : Oddo-HIM

\* données à fin mars 2015

## **La nuit toutes les vaches sont grises**

Ce trimestre, la baisse des taux s'est poursuivie aux Etats-Unis et en Europe (à l'exception de la Grèce). Compte tenu des niveaux particulièrement faibles atteints en Europe, la baisse relative accélère. Le 10 ans allemand est passé de 0,54% à 0,18% sur le trimestre. Le taux de référence « sans risque » est donc proche de 0. Plus de 2000Md€ d'encours de dettes publiques européennes (environ 20% du stock) affichent des taux négatifs.

Les QE généralisés sur tous les continents inondent la sphère financière de liquidités et influencent le comportement des acteurs. Les actions japonaises continuent de progresser malgré les résultats mitigés des « abenomics » et une rechute inquiétante de l'inflation. Les actions chinoises ont doublé en un an alors que le ralentissement économique, l'instabilité financière et la bulle immobilière inquiètent. En Europe, comme ailleurs, les rendements obligataires ont baissé vers des niveaux exceptionnellement bas, justifiant le gonflement de la valorisation des actions. A 16,9 fois les résultats de l'année en cours, le PER de l'Eurostoxx 600 est aujourd'hui 40% au-dessus de sa moyenne des dix dernières années (12 fois).

Reste que l'argent gratuit et la confiance que suscitent les QE modifient plus brutalement le prix des actifs qu'ils n'en changent la valeur. La mauvaise allocation du capital et les réévaluations sans discernement d'aujourd'hui feront les déceptions de demain. Dans ce contexte, l'épargnant en quête de rendement a peu d'options. Investir avec discernement dans des sociétés ayant prouvé leur légitimité sur leurs marchés, générant des cash-flows abondants et gérées par des équipes solides dont les intérêts sont alignés sur ceux des autres actionnaires en est une. C'est ce que nous faisons depuis 5 ans. Nos choix d'investissement continueront d'être le fruit d'une analyse approfondie des opportunités, des risques et des évaluations des sociétés de notre vivier. De cette façon nous comptons bien continuer à générer de la performance avec une volatilité contrôlée.

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.

8, rue de l'Isly • 75008 Paris  
téléphone : 01 44 69 30 76 • www.hausmann-im.com

Société par actions simplifiée au capital de 300 000 € • RCS Paris 519 740 674 • Agrément AMF GP10000004

## Annexe 1 : quelques données chiffrées

### Nos Fonds

Au 27 mars 2015	Volatilité 3 ans	Variation T1 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* : 12 301,21 €	5,57	+8,05%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs** : 11 786,77 €	5,46	+7,39%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
Catégorie Morningstar - Euro-Flexible	6,24	+6,33%	+5,46%	+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 mars 2015	Valeurs	Variation T1 2015	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
<b>Europe</b>						
Eurostoxx 50 (Europe)	3697,38	+17,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*		-1,1	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	5033,64	+17,8%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
<b>Etats-Unis</b>						
S&P 500 (USA)	2067,89	+0,4%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4900,88	+3,5%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
<b>Asie</b>						
Hang Seng (Hong Kong)	24900,89	+5,5%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	19206,99	+10,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
<b>Emergents</b>						
Brésil (Bovespa Index)	51150,16	+2,5%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	880,42	+11,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	27957,49	+1,7%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	3747,9	+15,9%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
<b>Taux 10 ans</b>						
France (OAT)	0,48%	-0,36	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	0,18%	-0,36	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	1,30%	-0,58	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	1,23%	-0,39	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	11,60%	+2	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	1,93%	-0,24	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,40%	+0,07	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
<b>Autres</b>						
Parité €/ \$	1,08	-11,9%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	55,02	-4,4%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once \$)	1187,30	0,4%	-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.