

Paris, le 7 avril 2014

« Si vous m'avez compris, c'est sans doute que je me suis mal exprimé »¹

- **Le moral des investisseurs reste corrélé aux déclarations des banques centrales**
 - Depuis le début de l'année, les marchés sont plus volatiles et moins dynamiques
 - L'Eurostoxx 50 progresse de +2% au premier trimestre
 - Le message des banques centrales est clair et compréhensible
 - Les taux se détendent dans les pays développés
- **Objectif commun: accompagner une reprise fragile dans un contexte instable**
 - La FED confirme la poursuite des mesures exceptionnelles revues en baisse avec pragmatisme
 - La BCE indique qu'elle agira pour éviter que la désinflation ne se transforme en déflation
 - Dans un contexte instable en particulier dans les émergents, ce pragmatisme rassure
- **Dans sa quête de performance l'investisseur ne peut négliger les actions**
 - Les cours montent alors que les bénéfices des sociétés continuent d'être revus en baisse
 - Même avec une croissance lente, ce mouvement de révision en baisse devrait s'essouffler
 - Les sociétés qui gèrent leurs coûts bénéficient d'un levier opérationnel
 - Vigilants mais sereins, nous restons concentrés sur la sélection de valeurs décotées

Cher Investisseur,

L'optimisme de début d'année d'une majorité d'investisseurs ne s'est pas traduit dans l'évolution des indices boursiers ce trimestre. Certes, l'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) a progressé de 2%, mais les indices américains ont fait du surplace, l'euphorie japonaise a fait long feu, les émergents ont continué d'inspirer la défiance.

Le moral des investisseurs, l'évolution des taux longs et des indices boursiers restent corrélés aux déclarations des banques centrales. Les messages sont clairs et compréhensibles. Elles ont toutes pour objectif d'entretenir une croissance fragile et inégale et se préoccupent des effets indésirables de leurs actions. Si elles ne peuvent pas tout, leur pragmatisme rassure. Les taux d'intérêt se sont détendus. Reste que les facteurs d'instabilité sont nombreux : endettement excessif des Etats (au plus haut depuis 1945 selon l'OCDE) pouvant conduire à une remontée des taux, mise en place douloureuse et inégale du pacte de stabilité et de croissance en Europe pouvant conduire vers une déflation, surinvestissement et fragilité du système financier en Chine, dépendance de nombreux pays émergents aux capitaux étrangers pourtant volatiles, risques géopolitiques, risques de bulles d'actifs....

Dans ce contexte, l'équation de l'investisseur à la recherche de performance est complexe. Les placements sans risque n'apportent aucune rémunération. Le rendement des obligations est insignifiant. Les cours des actions progressent alors que les prévisions de bénéfices continuent d'être revus en baisse. Certains secteurs (Internet, biotechnologie...) atteignent des niveaux d'évaluation tendus rappelant la bulle des années 2000. Nous pensons qu'une sélection rigoureuse de sociétés à un prix raisonnable est l'une des rares voies possibles pour générer de la performance sans trop de volatilité.

¹ Alan GREENSPAN Président du conseil de la Réserve fédérale des Etats-Unis de 1987 à 2006

Le moral des investisseurs reste corrélé aux déclarations des banques centrales

Ce trimestre confirme l'importance du message des banques centrales sur le moral des investisseurs, les taux longs, et l'évolution des indices boursiers. Les messages sont clairs, compréhensibles et aussi rassurants. Aux Etats-Unis, la Fed garantit que son action vise à conforter une reprise considérée comme fragile. En Europe, la BCE assure qu'elle ne laissera pas la désinflation se transformer en déflation. Au Japon, la BOJ s'est massivement engagée dans la lutte contre la déflation.

Le temps est loin où Alan GREESPAN « master of obfuscation » (le maître de l'embrouille) pouvait s'amuser à expliquer : « *Si vous m'avez compris, c'est sans doute que je me suis mal exprimé* ». La complexité était alors une arme pour éviter les comportements moutonniers, facteurs de bulles ou de krachs. Au contraire, la transparence est devenue l'arme des autorités monétaires pour gérer les crises récentes (financière en 2007-2008, européenne en 2011-2012) et restaurer la confiance des investisseurs. Elles expliquent ce qu'elles vont faire (forward guidance) et font (si nécessaire) ce qu'elles ont dit. L'effondrement du système financier et l'implosion de l'euro ont été évités.

Cette méthode, autant que les liquidités déversées dans l'économie expliquent ces succès. La crédibilité des banques centrales en sort renforcée. Tout comme leur influence sur le moral des investisseurs. Les Etats peuvent financer des niveaux historiques d'endettement à un coût (trop) raisonnable. Le système financier n'est plus sous la menace d'une crise de liquidité. Les bilans des banques se solidifient. La revalorisation des actifs diffuse la confiance aux acteurs de l'économie réelle. Au Japon, les premiers signes de la fin de la déflation apparaissent.

Elles s'emploient à rassurer sur leur capacité à accompagner la reprise...

Dans ce contexte pour l'instant apaisé, une reprise fragile et inégale se met en place. Le nouveau défi des banques centrales consiste à doser leurs actions pour entretenir cette reprise et éviter les effets secondaires indésirables. La FED et la BCE doivent gérer des situations différentes.

Aux Etats-Unis, l'enjeu reste de trouver le bon timing et le bon rythme pour sevrer l'économie et les marchés de la « cocaïne monétaire » à laquelle ils sont habitués. Pas trop vite pour ne pas casser la reprise. Pas trop lentement pour éviter une hausse brutale des taux longs, conséquence potentielle du retour d'anticipations inflationnistes. Janet Yellen, nommée à la tête de la FED ce trimestre, s'engage avec prudence. Elle réduit modestement les rachats de la FED (de 80Md\$ à 70Md\$ par mois). Dans le même temps, elle se donne plus de flexibilité sur le timing en abandonnant la référence aux 6,5% de taux de chômage comme point de départ du resserrement monétaire. Une batterie d'indicateurs moins précise fera l'affaire. La transparence devient l'ennemi de la flexibilité.

En Europe, la BCE doit éviter la déflation. Alors que la croissance est anémique, que le taux de chômage reste préoccupant (même s'il se stabilise), le ralentissement de l'inflation (+0,5% en rythme annuel en mars) se transforme-t-il en déflation ? La BCE n'y croit pas. Elle assure que la décrue est temporaire alimentée, par des effets de base (énergie, alimentaire) ou calendaires. Elle anticipe une inversion de tendance rapide vers un rythme de 2% courant 2016. Encore une fois Mario DRAGHI n'a pas besoin d'agir pour rassurer. Les mots suffisent : « *Le Conseil de la BCE est unanimement prêt à mettre en œuvre, dans le cadre de son mandat, tous les moyens conventionnels mais aussi non conventionnels* ». Si la décrue de l'inflation ne s'inverse pas, il est très probable que la BCE annoncera des mesures rapidement et ce avec l'accord du représentant allemand.

... et doivent aussi tenir compte des effets indésirables de leurs actions

Depuis près d'un an, les pays émergents ont montré leur sensibilité à la perspective d'un resserrement de la politique monétaire de la FED. Les Etats qui dépendent des capitaux extérieurs pour financer leurs déficits sont fragilisés par la fuite des capitaux, conséquence de la fin programmée du Quantitative Easing. Le pragmatisme dont fait preuve Janet YELLEN vise probablement aussi à minimiser l'impact de sa politique monétaire sur la santé des émergents.

En Europe, la BCE est par construction plus orthodoxe que ses consœurs puisque son mandat est centré sur un objectif d'inflation à 2%, sans référence à la croissance, au chômage ou à la parité de l'euro. La force actuelle de l'euro en est une conséquence. Or la zone euro est composée de 18 économies aux caractéristiques hétérogènes. Un même taux de change pénalise la compétitivité, la croissance, le tissu économique et l'emploi des uns tandis que les autres continuent d'accumuler d'énormes excédents commerciaux. Par ailleurs, en abaissant le coût des importations, un euro fort participe à l'affaiblissement du taux d'inflation. La parité de l'euro devient donc un paramètre de la prise de décision de la BCE. Mario DRAGHI l'a clairement précisé lors de sa dernière intervention.

Au Japon une forte instabilité guette. Comme l'explique Patrick ARTUS, chef économiste de Natixis dans une note récente, en ranimant l'inflation, la BOJ prend le risque de faire fuir les investisseurs indispensables au financement de la dette et des déficits publics (respectivement 250% du PIB et 9%). En effet, quel investisseur raisonnable acceptera de financer un emprunteur aussi endetté que l'Etat japonais pour une rémunération proche de 0% si son capital est grignoté par une inflation naissante ?

Les banquiers centraux ne peuvent pas tout mais leur pragmatisme rassure

Si elles peuvent tenter de fournir un cadre propice à la croissance les banques centrales ne peuvent pas tout. En Europe, la BCE peut donner du temps aux décideurs politiques pour mettre en œuvre le pacte de stabilité et de croissance décidé en 2012. Elle ne peut leur imposer de s'accorder sur des objectifs communs dans le respect des forces et des faiblesses de chacun. Si la rigueur imposée aux pays périphériques commence à porter certains fruits (réduction des déficits publics, amélioration de la compétitivité, rééquilibrage des comptes extérieurs), la France et l'Italie doivent encore convaincre de leur capacité à tenir leurs engagements, à appliquer les bonnes mesures pour entretenir la croissance en réduisant leurs déficits, ou à obtenir de leurs partenaires plus de souplesse dans l'application des mesures de réduction des déficits. Le profil de la croissance en 2014 dépendra aussi de ces négociations politiques complexes.

La stabilité du système financier reste aussi à confirmer. L'accord récent sur le mécanisme de résolution unique des crises bancaires nous semble bien timide. Les banques disposeront de 8 ans pour doter ce fonds de 55Md€. Le montant est bien faible au regard de la taille des bilans des banques (1900Md€ pour BNPPARIBAS, proche du PIB de la France) et des ardoises laissées cours de la crise financière récente (plus de 50Md€ pour la seule banque allemande HYPOREALESTATE). Les banques systémiques restent systémiques. Par ailleurs, le MES ne sera pas mis à contribution, ce qui suggère que le principe de la mutualisation des risques a, une fois de plus, été abandonné.

Dans ce contexte encore instable, le pragmatisme des dirigeants des banques centrales rassure. Au premier trimestre, les taux d'intérêt se sont détendus, reflétant une certaine sérénité mais aussi l'émergence d'anticipations déflationnistes.

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.

Dans sa quête de performance, l'investisseur ne peut négliger les actions

L'équation de l'investisseur à la recherche de performance est complexe. Les facteurs d'instabilité sont nombreux : endettement excessif des Etats (au plus haut depuis 1945 selon l'OCDE), mise en place douloureuse et inégale du pacte de stabilité et de croissance en Europe, surinvestissement et fragilité du système financier en Chine, dépendance de nombreux pays émergents aux capitaux étrangers pourtant volatiles, risques géopolitiques....

Les placements sans risque n'apportent aucune rémunération, le rendement des obligations est insignifiant même lorsque l'émetteur est lourdement endetté et l'échéance lointaine, les cours des actions progressent alors que les prévisions de bénéfices continuent d'être revues en baisse, certains secteurs (Internet, biotechnologie...) atteignent des niveaux d'évaluation tendus rappelant la bulle des années 2000.

Dans ce contexte, nous pensons qu'une sélection rigoureuse de sociétés à un prix raisonnable est l'une des rares voies possibles pour tenter de générer de la performance sans trop de volatilité.

D'une part, nous gardons en tête les leçons de l'explosion de la bulle internet des années 2000. Les fonds gérés de façon active avec un processus fondé sur l'analyse financière et l'évaluation ont, dans leur grande majorité, tiré leur épingle de ce jeu de massacre. Ils ont évité de surpayer des titres à la mode et gardé à l'esprit que les plus-values se construisent à l'achat, c'est-à-dire en payant un prix raisonnable pour des sociétés disposant d'un potentiel de développement identifié, parfois visible mais jamais certain. En restant fidèle à ce principe, il est probable que nous éviterons aussi de nombreuses bulles.

D'autre part, dans un contexte de recours excessif à l'endettement, les entreprises sont les rares acteurs à avoir gardé le sens de la mesure. Même si la croissance est faible, de nombreuses sociétés disposent d'un fort levier opérationnel parce qu'elles ont su gérer leurs coûts avec rigueur. Nous restons bien sûr fidèles aux thèmes régulièrement évoqués dans nos précédentes lettres. Des sociétés dont le potentiel de revalorisation repose essentiellement sur des facteurs propres, sur la capacité de dirigeants impliqués à accroître le patrimoine et la rentabilité des entreprises dont ils ont la charge, sans trop compter sur la conjoncture. L'existence de carnets de commandes garnis, la récurrence des revenus, la capacité à générer des cash-flows réguliers, l'attention portée à la rationalisation des structures, à la gestion des coûts, à l'optimisation des capitaux employés, la croissance externe autofinancée. A ces thèmes, s'ajoute la recherche d'actifs cachés ou mal identifiés par les marchés, soit parce qu'ils ne sont pas à la mode soit parce que les dossiers sont complexes. Le champ d'investigation est large. Les rapports de gestion trimestriels de nos fonds reviennent en détail sur nos choix d'investissement.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 28 mars 2014	Volatilité 1 an	Variation T1 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* : 11 854,18 €	5,19	+6,55%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs** : 11 298,42 €	5,87	+7,09%	+14,76%	-4,61%	-
Catégorie Morningstar - Euro-Flexible	6,41	+0,89%	+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 28 mars 2014	valeurs	Variation T1 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Europe					
Eurostoxx 50 (Europe)	3 172,43	+2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	7,8%	+0,4%	-2	-1,7	+1,4
CAC 40 (France)	4 411,26	+2,7%	+18%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis					
S&P 500 (USA)	1 857,62	+0,5%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4 155,76	-0,5%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
Asie					
Hang Seing (Hong Kong)	22 151,06	-5%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	14 696,03	-9,8%	+56,7%	+22,9%	-17%
Emergents					
Brésil (Bovespa Index)	49 768,06	-3,4%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1 186,34	-17,7%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	22 339,97	+5,7%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	2 041,71	-3,5%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans					
France (OAT)	2,13%	-0,31	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	1,60%	-0,34	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	3,30%	-0,79	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	3,62%	-0,52	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	6,39%	-2,19	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	2,77%	-0,26	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,63%	-0,11	-0,05	-0,16	-0,15
Autres					
Parité €/ \$	1,38	0	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	107,65	-2,9%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once \$)	1 293,40	+7,5%	-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.