

Paris, le 11 janvier 2013

«Les pays avec un endettement et des déficits élevés devraient comprendre qu'ils ont perdu leur souveraineté sur leurs politiques économiques depuis longtemps»¹

- **Les investisseurs commencent l'année 2013 rassurés**
 - En 2012 un chemin de crête a été trouvé pour éviter une implosion de l'Europe et de l'Euro
 - Les liquidités et les promesses de la BCE ont joué un rôle déterminant
 - La conjoncture montre des signes d'amélioration aux USA et en Chine
 - Hausse de 7,4% de l'Eurostoxx 50 sur le trimestre, +13,8% sur l'année 2012
- **En 2013, la balle est dans le camp des décideurs politiques européens**
 - Le chemin vers plus d'intégration européenne reste à négocier en 2013 et 2014
 - La croissance européenne est encore revue en baisse
 - L'austérité massive pourrait être source d'une instabilité politique et sociale accrue
- **La perception des risques a diminué beaucoup plus vite que les risques eux-mêmes**
 - L'abondance des liquidités a dopé les valeurs de croissance et les financières
 - Le retour de la croissance en Europe fin 2013 est une hypothèse optimiste
 - Certaines valeurs délaissées par les investisseurs recèlent toujours un potentiel élevé

Cher Investisseur,

Comme 2011, 2012 a été une année chahutée. Mais contrairement à 2011, 2012 a débuté dans le pessimisme et s'est achevée dans l'optimisme. Au premier semestre, de nombreuses craintes ont dominé (défauts d'Etat, implosion de l'Euro, crise financière systémique, ralentissement synchronisé de la croissance en Europe, aux Etats-Unis et en Chine). Ces catastrophes ne se sont pas produites en 2012. Le ralentissement de la croissance en Chine n'a été que passager, les USA ne sont pas retombés en récession, et surtout la désintégration redoutée de la zone euro n'a pas eu lieu. Avec pour conséquence un rebond significatif des indices boursiers. Après une hausse de +8,4% au troisième trimestre, L'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) a progressé de +7,4% sur les trois derniers mois de l'année. En 2012, la progression atteint +13,8%. 2013, commence donc comme 2011, dans l'optimisme.

Les dirigeants et les institutions européennes (en particulier la BCE) ont su afficher une volonté commune, identifier un chemin de crête et faire des promesses pour rassurer les investisseurs sur la pérennité de l'Europe et de l'Euro. Cette première étape est bienvenue. Néanmoins, En 2013, le passage restera très étroit entre la nécessité de remettre les finances publiques en ordre, réduire les écarts de compétitivité et les déséquilibres extérieurs entre les membres de la zone euro d'une part et d'autre part le coût politique économique et social de cet exercice imposé par l'Europe du Nord et le FMI à l'Europe du Sud. Par ailleurs, les négociations sur de nombreux sujets difficiles concernant la supervision bancaire, la convergence des politiques économiques, budgétaires et fiscales ont été repoussées à 2013 et 2014. Des divergences profondes subsistent concernant la gestion commune de la maison européenne. L'Europe du Sud et les marchés financiers veulent voir une lumière au bout du tunnel dès la fin 2013. Le retour de la croissance permettrait d'aplanir les difficultés. L'Allemagne en doute. Depuis 2010, l'effet dépressif des mesures d'austérité sur la croissance et les recettes fiscales a toujours été supérieur aux anticipations. Nous craignons que ce soit encore le cas en 2013. Il nous semble toujours que la perception des risques a diminué beaucoup plus vite que les risques eux-mêmes.

¹ Mario DRAGHI, décembre 2012

Une volonté affichée, un chemin identifié et des promesses rassurent les investisseurs sur la pérennité de l'Europe et de l'Euro...

Après avoir frôlé la rupture à plusieurs reprises, les institutions et les dirigeants européens ont réussi à afficher une volonté commune et à identifier un chemin de crête pour éviter que les risques de désintégration et de crise financière systémique ne deviennent réalité en 2012.

Au sommet européen de juin dernier, les ambitions affichées en vue de renforcer les institutions et de mieux contrôler le système financier ont été volontaristes. L'élaboration d'une feuille de route assortie d'échéances précises pour la réalisation d'une véritable union économique et monétaire a été décidée. Elle prévoit la définition pour l'Europe d'un cadre financier intégré, un cadre budgétaire intégré, un cadre politique intégré et d'un renforcement de la légitimité démocratique et de l'obligation de rendre des comptes. Au sommet de décembre, les négociations sur le contenu précis de la plus part de ces mesures institutionnelles ont été repoussées à 2013 et 2014. Néanmoins l'émergence d'une volonté affichée et l'émergence d'un chemin ont été suffisantes pour rassurer sur la pérennité de la zone euro. La BCE de Mario Draghi a apporté une contribution décisive :

- en inondant le système financier de liquidité en début d'année (1000Md€ sous forme de prêt à 3 ans à taux très préférentiel),
- en assurant le 26 juillet 2012 que l'euro était irréversible et que la BCE ferait ce qu'il faut pour empêcher son implosion,
- En mettant son bilan à la disposition des Etats ayant des difficultés à obtenir un coût de financement de leur dette publique compatible avec leurs maigres capacités budgétaires.

Les promesses de la BCE combinées avec un accord pour soutenir une Grèce insolvable et incapable de tenir ses engagements passés ont réduit la pression sur les autres pays fragiles de la zone euro. La contagion à l'Espagne et l'Italie a pour l'instant été évitée sans même que ces Etats aient à utiliser l'aide proposée par la BCE.

... et la conjoncture montre des signes d'amélioration aux USA et en Chine

Dans le reste du monde, la crainte d'un ralentissement synchronisé de l'économie américaine, chinoise et européenne ne se matérialise pas à ce stade.

L'économie américaine progresse à un rythme annuel d'environ +2% entre 2010 et 2012, soutenue par une politique monétaire et budgétaire expansionniste. Le taux de chômage baisse, la construction et l'immobilier se redressent. Même revues en baisse en octobre dernier, les perspectives 2013 restent dans cette tendance (+2,1% selon le FMI). Grâce au gaz de schiste, les coûts énergétiques sont en baisse facilitant un mouvement de relocalisation des outils industriels. La négociation à venir du concernant la gestion des déficits et le plafond de la dette n'inquiètent pas pour l'instant les investisseurs.

Les dirigeants chinois ont réussi en moins de 18 mois à juguler l'inflation. Supérieure à 6% à l'été 2011, elle tourne autour de 2% aujourd'hui. Ce succès affiché redonne une marge de manœuvre pour soutenir la croissance économique. L'investissement reste le principal moteur de la croissance (près de 50% du PIB). En particulier l'investissement public en infrastructures. Alors que la part de la consommation dans le PIB ne cesse de baisser depuis 2000 (de 47% à 38%), le nouveau pouvoir a devant lui le défi de soutenir la consommation intérieure pour pérenniser de façon moins déséquilibrée les perspectives de développement, tout en maintenant la paix sociale et la stabilité politique.

En Europe, la récession est bien là. L'austérité en Europe du Sud produit une baisse de coût du travail et des importations. Mécaniquement, la compétitivité s'améliore et les déséquilibres extérieurs se réduisent.

En 2013, les décideurs politiques européens vont devoir rapprocher leurs points de vue....

En Europe, les négociations sur de nombreux sujets difficiles ont été repoussées à 2013 et 2014. Les défis concernant la supervision bancaire et la réforme de la gouvernance de l'union restent nombreux :

- Le cadre opérationnel de la supervision bancaire doit encore être négocié au cours du premier semestre 2013 pour une mise en application au plus tard en mars 2014. La négociation portera en particulier sur le délicat sujet des « legacy assets ». Concrètement, les pays d'Europe du Nord n'acceptent pas la mutualisation des risques nés des aides européennes antérieures à la mise en œuvre de la supervision bancaire. Ce point concerne en particulier les aides aux banques espagnoles.
- Le sujet de la gouvernance de la maison européenne a aussi été remis à plus tard. En particulier la coordination et les contrôles a priori des politiques budgétaires économiques et fiscales voulus par l'Europe du Nord. Ces thèmes feront très certainement l'objet de tractations compliquées tant le sujet de la souveraineté nationale est sensible. Souvenons-nous que malgré l'aide apportée, l'Europe n'a pu obtenir de l'Irlande une remise en cause de son taux d'imposition des sociétés très compétitif (12,5%).
- Même si on ne peut sous-estimer l'importance du nouveau rôle de prêteur en dernier ressort que s'est donné la BCE, l'achat illimité de dettes souveraines de pays européens en difficulté (OMT) est soumis à des conditions préalables du ressort des décideurs politiques. En 2012, la mise en œuvre du filet de sécurité imaginé par la BCE s'est heurtée à l'enjeu de la souveraineté nationale. Ni l'Espagne (qui cumule pourtant deux fragilités majeures, un système bancaire portant plus de 180Md€ de dettes immobilières non performantes soit 18% du PIB, une trajectoire économique et budgétaire encore inquiétante), ni l'Italie n'ont accepté de faire le premier pas nécessaire (une demande d'aide formelle). En 2013, cet enjeu porte les germes de difficultés politiques en particulier en Italie (élections en février 2013).

Le chemin de crête dessiné en 2012 sera très étroit en 2013. D'une part, avec 800Md€ de dettes publiques à émettre en Europe (200Md€ en Espagne), les Etats doivent rassurer sur leur capacité à remettre leurs finances publiques en ordre et leur dette sur une trajectoire soutenable dans un contexte de croissance anémique. Heureusement, le programme de rachat conditionnel de dettes proposé en septembre par la BCE (OMT) devrait éviter toute panique sur les marchés financiers. Mais d'autre part, le coût politique, social et économique des budgets votés pour l'exercice 2013 en Europe du Sud pourrait être un facteur d'instabilité. Des dérapages ne peuvent être exclus puisque depuis 2010, l'effet dépressif des mesures d'austérité sur la croissance et les recettes fiscales a toujours été supérieur aux anticipations. Même le FMI le reconnaît. On peut donc craindre que les débats sur le rythme de réduction des déficits publics, d'amélioration de la compétitivité par la baisse du coût du travail et sur la façon de réduire les déséquilibres extérieurs entre les membres de la zone euro ne soient encore intenses en 2013. Une option positive consisterait à alléger la contrainte sur les pays les plus fragiles et à faire accepter aux « fourmis » du nord de se transformer légèrement en « cigales ». *« L'Europe représente 7% de la population mondiale, 25% du PIB et 50% des dépenses sociales. Il est évident qu'il va falloir travailler dur pour maintenir notre prospérité et notre style de vie »*. Ces propos d'Angela Merkel ne militent pas pour l'instant en faveur d'un tel assouplissement. Or, en Grèce, en Espagne, en Italie, au Portugal, la puissance des ajustements imposés constitue une remise en cause profonde du modèle social construit (à crédit) depuis des décennies. Et ce dans un contexte où le chômage touche jusqu'à plus de 25% de la population active (50% des jeunes). Une résistance grandissante des tissus sociaux et de sérieux risques politiques ne sont pas à exclure. La montée en puissance des partis extrémistes, populistes et du régionalisme, le retour en force du patriotisme (en particulier économique), risquent de ne pas faciliter les projets annoncés d'une intégration européenne plus poussée. N'oublions pas que les dirigeants des Etats européens sont élus non par des citoyens européens mais par leurs compatriotes.

La perception des risques diminue plus vite que les risques eux-mêmes

Les valeurs financières ont connu une année faste en 2012. Elles ont bénéficié du soutien sans faille des banques centrales et du pouvoir que le système financier a acquis sur les politiques économiques des Etats fragiles. Les indices ont aussi été tirés par les actions des sociétés affichant une croissance visible en particulier du fait de leur exposition aux pays émergés. Le thème de la croissance a été le grand gagnant de l'année 2012, au détriment de celui de l'évaluation raisonnable.

Force est de constater que la période de défiance hors norme que nous attendions en 2012 ne s'est pas matérialisée pour l'instant. La BCE de Mario DRAGHI a joué un rôle essentiel dans la réduction du risque perçu par les investisseurs :

- La peur d'un choc systémique ayant disparu, l'anxiété des investisseurs mesurée par l'indice de volatilité VIX a retrouvé le niveau d'avant l'été 2007.
- La masse de liquidités mis à la disposition du système financier ne trouvant plus de rémunération sur les placements les plus sûrs se déportent vers des actifs plus risqués et potentiellement plus rémunérateurs. Les flux sur les actions sont modestes mais suffisants pour tirer les indices en hausse.

Nous pensons néanmoins que la perception des risques a diminué plus vite que les risques eux-mêmes.

- Si la perspective d'une crise financière systémique ou d'une implosion de l'euro s'est éloignée, elle n'a pas encore disparue. Le comportement des dirigeants européens dans les négociations qui s'annoncent pour 2013, tout comme celui des électeurs et des tissus sociaux peut encore réserver des surprises. Nous estimons que le calme revenu sur les marchés tient en partie au fait que les enjeux politiques et sociaux, difficilement quantifiables, sont traditionnellement sous-pondérés dans les analyses économiques et financières utilisées dans les processus d'investissement. En 2013, ils sont pourtant bien réels.
- Par ailleurs, dans l'hypothèse où ces sujets systémiques seraient résolus, l'appréciation des perspectives de croissance des économies et des sociétés redeviendrait alors le sujet principal d'analyse. Or, le contexte reste pour le moins incertain en Europe. Comme à chaque mise à jour depuis 2010, la croissance européenne a été encore une fois revue significativement en baisse début décembre. La BCE a ainsi corrigé récemment ses prévisions 2013 de +0,5% à -0,3%. Sa première estimation pour 2014 se situe à +1%. Elle est assortie de perspectives négatives.
- Aux Etats-Unis, la reprise amorcée reste dépendante de l'évolution des discussions sur les mesures budgétaires qui n'ont pas été finalisées fin 2012.

Dans ce contexte, nous avons maintenu dans nos fonds un volant de liquidité significatif. Peu enclins à payer trop cher la croissance, nous n'avons pas profité de la fuite vers la sécurité qui a tiré les performances des valeurs de croissance d'une façon qui nous paraît excessive. Tout comme nous paraît excessif le traitement infligé à certaines sociétés industrielles ou de services opérant dans des secteurs aujourd'hui décriés. C'est donc dans le thème « deep value » des valeurs définitivement condamnées par les investisseurs que nous pensons toujours trouver les meilleurs potentiels de réappréciation boursière en 2013.

Nous vous adressons tous nos vœux pour cette nouvelle année,

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 28 décembre 2012	valorisations	Variation T4 2012	Variation 2012	Variation 2011
Fonds dédié*	9 663,23 €	-1,31%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs**	9 193,31 €	-1,27%	-3,92%	-

* 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 2012	valeurs	Variation T4 2012	Variation 2012	Variation 2011
Eurostoxx 50 (Europe)	2635,96	+7,4%	+13,8%	-17,05%
CAC 40 (France)	3641,07	+8,5%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis				
S&P 500 (USA)	1426,19	-1%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	3019,51	-3,1%	+15,9%	-1,80%
Asie				
Hang Seng (Hong Kong)	22656,92	+8,7%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	10395,18	+17,2%	+22,9%	-17%
Emergents				
Brésil (Bovespa Index)	60952,08	+3%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1526,98	+3,5%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	19426,71	+3,5%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	2269,13	+8,8%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans				
France (OAT)	2%	-0,02	-1,12	-
Allemagne (Bund)	1,32%	-0,11	-0,22	-
Italie	4,5%	-1,3	-2,17	-
Espagne	5,27%	-0,66	0,19	-
Grèce	11,9%	-7,6	-19,5	-
USA (US Notes)	1,76%	+0,13	-0,04	-
Japon	0,78%	-0,01	-0,16	-
Autres				
Parité €/§	1,32	+2,7%	-0,8%	-3,3%
Pétrole (BRENT §)	109,73	-2,1%	+2,2%	+14%
Or (Once §)	1655,7	-6,6%	+5,7%	+15%

Source : Bloomberg