

Paris, le 14 janvier 2015

« *We look for a horse with one chance in two of winning and which pays you three to one* »<sup>1</sup>

- **2014 est une année de divergence**

- L'Eurostoxx 50 progresse de +1,2%, les Bourses grecque et portugaise baissent de plus de 25%
- Les divergences entre les deux rives de l'Atlantique se sont accentuées
- La zone euro a surtout démontré son incapacité à s'organiser pour doper la croissance
- La baisse du prix du pétrole renforce la crainte de déflation

- **Les banquiers centraux restent en première ligne**

- Avec pragmatisme, la FED continue de normaliser sa politique monétaire
- Les mots de Mario DRAGHI ne suffisent plus à entretenir la confiance
- La BCE a besoin de décideurs politiques légitimes et unis autour d'objectifs communs

- **Les bénéficiaires des sociétés européennes retrouvent le chemin de la croissance**

- En 2014, la faiblesse de l'économie est compensée par une gestion rigoureuse des coûts
- La baisse de l'euro et du pétrole améliorera le climat des affaires en 2015
- L'environnement sur les taux est facteur d'incertitude
- Nous recherchons des valeurs décotées disposant d'un potentiel propre de revalorisation

Cher Investisseur,

En 2014, des divergences croissantes entre les deux rives de l'Atlantique, au sein de la zone euro et dans les pays émergents sont apparues. Wall Street a atteint des sommets historiques. Porté par une reprise économique qui s'affirme et une baisse non anticipée des taux longs, le S&P 500 a progressé de 11%. La FED continue de normaliser sa politique monétaire. En Europe, la BCE est, au contraire, en position d'augmenter son soutien à une économie qui stagne. La croissance anémique a été revue régulièrement en baisse. Malgré l'accumulation de mauvaises nouvelles, l'Eurostoxx 50 finit l'année en hausse de 1,2%. Les Bourses de Lisbonne et d'Athènes ont décroché de plus de 25%.

Les paroles de la BCE ne suffisent plus à rassurer les investisseurs. Son action a déçu. Malgré des taux historiquement bas, la consommation et l'investissement ne frémissent pas. L'objectif d'inflation de 2% s'éloigne chaque mois un peu plus. La baisse du cours du pétrole renforce la crainte d'une déflation à la japonaise. Dans un contexte de chômage élevé, la capacité à réformer pour doper le potentiel de croissance se heurte à l'aléa démocratique. En 2015, des élections en Grèce, en Angleterre, en Espagne, et en France sont des sujets d'inquiétude. Mais une petite lumière apparaît au bout du tunnel. Par petits pas, la zone euro avance sur le chemin de la convergence. La baisse de l'euro et du prix du pétrole améliore aussi le climat des affaires et les perspectives bénéficiaires des sociétés.

Dans la citation ci-dessus, Charlie Munger, fidèle associé de Warren Buffet, explique sa méthode d'investissement. Elle a fait ses preuves dans la durée. Il s'agit d'étudier beaucoup de sociétés et d'en choisir quelques-unes lorsqu'elles disposent d'un potentiel visible (mais jamais certain) de revalorisation. En 2015, c'est la façon dont nous poursuivrons notre recherche de valeurs décotées.

<sup>1</sup> Charlie Munger, vice chairman de Berkshire Hathaway.

## **2014, année de divergence entre les deux rives de l'Atlantique et au sein de la zone euro**

En 2014, les différentes zones du monde ont connu des évolutions contrastées. Les indices ont reflété ces divergences. Wall Street a atteint des records historiques portée par le redressement des indicateurs économiques et une baisse non anticipée des taux longs américains. La reprise s'affirme (le PIB progresse de 4,6% et 5% au 2eme et 3eme trimestre). L'investissement des entreprises (notamment pétrolières) et les exportations ont tiré la croissance. La consommation des ménages (70% du PIB) se redresse progressivement. Même si elle ne se traduit pas (encore) par une progression des salaires, la décruée du chômage se confirme (5,6% en décembre contre 6,1% en juin). En 2014, l'économie a créé plus de 240 000 emplois par mois. Dans ce contexte, la FED continue de normaliser sa politique monétaire. La fin du QE a été actée en octobre dernier. Jusqu'à présent, la finesse du pilotage de ce changement de cap rassure. Le S&P 500 termine l'année en hausse de 11% (après 30% en 2013 et 12% en 2012).

En Europe, la réduction des déficits et le désendettement des Etats se poursuivent à un rythme toujours inégal, pesant sur une croissance anémique revue régulièrement en baisse tout au long de 2014. Dans la zone euro, la reprise attendue en début d'année ne s'est pas matérialisée. Le taux de chômage (11,5%) y est en moyenne deux fois plus élevé qu'aux USA. Les disparités entre Etats sont fortes (4,9% en Allemagne, 24% en Espagne). La santé budgétaire et la situation économique des 19 pays partageant la monnaie européenne restent très hétérogènes. Parmi les pays cœurs (France, Italie, Allemagne...), les divergences s'accroissent. L'absence de consensus politique sur les mesures budgétaires optimales pour relancer la croissance provoque des tensions récurrentes qui se sont exacerbées fin 2014. Après s'être affaibli progressivement, le rythme d'inflation est entraîné en territoire négatif (-0,2% en décembre) par la chute du pétrole (-40% sur le dernier trimestre). La déflation devient un sujet majeur de préoccupation. Malgré l'accumulation de nouvelles toujours plus mauvaises au cours de l'année, l'Eurostoxx 50 finit l'année en hausse de 1,2%. Seules les Bourses de Lisbonne et d'Athènes ont décroché significativement (-27% et -29%). La détermination affichée par la BCE en juillet (« *we aren't finished here* ») a maintenu le calme au prix d'une volatilité plus importante sur le deuxième semestre.

Les performances des pays émergents ont aussi divergé. La crise en Ukraine et la baisse du prix du pétrole ont sensiblement affaibli l'économie et la devise russes. La Bourse de Moscou cède 45%. A l'opposé, la Bourse de Shanghai progresse de 53% malgré le ralentissement économique. Cette hausse concentrée sur le quatrième trimestre est portée par la baisse des taux directeurs. De plus, la décision d'interconnecter les Bourse de Shanghai et de Hong Kong crée un flux acheteur depuis novembre dernier.

Au Japon, la hausse de la TVA décidée en avril dernier a fait disparaître les effets sur la consommation et l'inflation de la relance monétaire massive initiée il y a 18 mois. La banque du Japon (BOJ) est progressivement devenue le seul acheteur des emprunts d'un Etat japonais surendetté (240% du PIB). La situation japonaise démontre qu'une relance monétaire ne suffit pas. L'action de la banque centrale doit être accompagnée d'une relance budgétaire et de réformes permettant de libérer le potentiel de l'économie. En décembre, une élection législative et un nouveau plan de relance budgétaire financé, une fois de plus, par la BOJ tentent de corriger le tir. Après une baisse de 7,3% sur le premier semestre, le Nikkei finit l'année en hausse de 7,5%.

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.

## ***En Europe, les tensions croissent...***

En 2014, l'Europe a surtout démontré son incapacité à s'organiser pour doper la croissance. En matière budgétaire, les divergences croissent entre le bon élève allemand d'une part, la France et l'Italie d'autre part. Le premier avance vers son objectif d'excédent alors que ses partenaires décalent des objectifs pourtant moins ambitieux. Dans un contexte de déficit mal maîtrisé et d'endettement public en croissance, la plupart des Etats européens n'ont pas de marge de manœuvre budgétaire. L'Europe n'est pas d'un grand secours. Etalé sur 3 ans (2015-2017), le plan JUNCKER (315Md€ pour l'essentiel empruntés à des investisseurs privés) représente moins de 0,3% du PIB européen.

Dans un contexte budgétaire contraint et de chômage élevé, la capacité à réformer pour doper le potentiel de croissance des économies se heurte à l'aléa démocratique. Les partis eurosceptiques voire extrêmes prennent du poids dans les sondages. En Grèce, Siriza est le favori des élections législatives du 25 janvier prochain. Son leader prône la fin de l'austérité ainsi que le maintien dans la zone euro accompagné d'un allègement de la dette souveraine (175% du PIB soit 321Md€ détenus à 70% par les contribuables européens). En 2015, des élections en Angleterre, en Espagne et en France pourraient aussi générer de l'inquiétude.

Depuis quelques mois, les paroles du président de la BCE ne suffisent plus à rassurer les investisseurs. Son action a jusqu'à présent déçu. Malgré des taux historiquement bas et la perspective de mesures accommodantes additionnelles (1000Md€ de rachats d'actifs dont les modalités pourraient être précisées le 22 janvier), l'investissement et la consommation ne frémissent pas. L'inflation s'éloigne chaque mois un peu plus de l'objectif de 2% inscrit dans le mandat de la BCE. La crainte d'une déflation à la japonaise grandit. Alors qu'elle était prête à dégager 400Md€ de ressources pour permettre aux banques de financer les entreprises (TLTRO), ces dernières n'ont utilisé que la moitié du potentiel (212Md€). Le pouvoir de conviction de la BCE s'émousse. Même indépendante, sa capacité à agir est limitée par l'interprétation divergente de ses règles de fonctionnement. Son président doit en permanence se justifier sur la légalité des mesures qu'elle envisage de prendre. Enfin, l'exemple japonais montre que la politique monétaire ne peut pas tout.

## ***.. mais une petite lumière apparaît au bout du tunnel***

Le cap que doit passer l'Europe ressemble de moins en moins à un long fleuve tranquille. La « Perestroïka » que nous évoquions dans nos dernières lettres devient d'autant plus nécessaire que les mots de Mario DRAGHI ne suffisent plus. L'action de la BCE doit être accompagnée de mesures budgétaires et de réformes structurelles du ressort des décideurs politiques. Une petite lumière apparaît néanmoins au bout du tunnel. Par une forte progression des salaires initiée il y a 18 mois, l'Allemagne participe déjà au rééquilibrage de la compétitivité des économies européennes. L'Italie et la France comprennent enfin qu'elles doivent mériter le soutien de la BCE tout comme d'éventuelles mesures d'accompagnement budgétaire en provenance d'Allemagne. La Commission Européenne a aussi indiqué le 13 janvier qu'elle ferait preuve de souplesse dans l'interprétation des règles du Pacte de Stabilité et de Croissance. Enfin, Angela Merkel s'est même montrée conciliante avec la Grèce : « *Nous avons accompli une très grande partie du chemin et je n'ai aucun doute que nous allons accomplir ensemble ce qu'il reste à effectuer* ». Cette somme de petits pas associée à la baisse du prix du pétrole et de l'euro pourrait sensiblement améliorer le climat des affaires au cours de 2015.

*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.*

### **Les bénéficières des sociétés retrouvent le chemin de la croissance**

Finies les années au cours desquelles les indices boursiers européens progressaient malgré l'effritement des bénéficières des sociétés. En 2014, les bénéficières progressent (+11,8% pour les 600 valeurs européennes de l'indice Eurostoxx). La croissance anémique de l'économie a été compensée par la gestion rigoureuse des coûts. Le levier opérationnel devrait continuer à fonctionner en 2015. La baisse de l'euro et du pétrole conforte la perspective d'une poursuite de la croissance des bénéficières.

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

Année	variation attendue (consensus)			inverse PER N+1	taux 10 ans Allemands	Eurostoxx 50 (var %)
	début d'année N	fin d'année N	révisions			
<b>2011</b>	+16%	+8%	-8%	10,2%	1,83%	-17,05%
<b>2012</b>	+11%	-2,3%	-13,3%	8,4%	1,31%	+13,8%
<b>2013</b>	+11,4%	-1,1%	-12,5%	7,4%	1,94%	+17,9%
<b>2014</b>	<b>+15%</b>	<b>+11.8%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>7%</b>	<b>0,54%</b>	<b>+1,2%</b>
<b>2015</b>	+10,4%	?				

Source : Oddo-HIM

### **Mais l'environnement sur les taux est facteur d'incertitude**

A l'exception des emprunts grecs, la baisse des taux souverains a encore été significative ce trimestre. En 2014, l'emprunt allemand à 10 ans a perdu 140 points de base (de 1,94% à 0,54%), plus que la baisse cumulée sur les trois années précédentes (100 points de base depuis les 2,94% de fin 2010). La remontée graduelle des taux anticipée début 2014 ne s'est pas produite, bien au contraire. La liste des emprunts d'Etat dont le rendement est négatif s'allonge. Pourquoi les investisseurs acceptent-ils de payer pour avoir le privilège de prêter à horizon de 3 à 5 ans à la Suisse, à l'Allemagne mais aussi à la France et à la Belgique ? Est-ce le résultat d'un déséquilibre temporaire entre l'offre et la demande lié à la perspective du lancement prochain du programme de rachat d'actifs de la BCE (1000Md€) associé aux contraintes réglementaires imposées aux institutions financières ? Est-ce une anticipation de déflation associée à une aversion exceptionnelle au risque incitant les investisseurs à privilégier un nombre limité d'actifs jugés sûrs et liquides ?

Ce comportement apparemment irrationnel appelle trois remarques :

- Le niveau atypique des taux d'intérêt limite la pertinence des modèles d'évaluation fondés sur la prime de risque. Nos décisions d'investissement sont donc plus rares car elles intègrent une marge de sécurité plus élevée.
- Tant que cette situation perdure, les investisseurs ne pourront espérer des rendements significatifs sans accepter un niveau de risque en augmentation.
- Notre processus de gestion fondé sur la recherche d'idées d'investissement disposant d'un potentiel de revalorisation lié à des facteurs propres à chaque société sans trop compter sur l'environnement est adapté à cette période complexe.

Nous vous adressons nos meilleurs vœux pour cette année 2015.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

## Annexe 1 : quelques données chiffrées

### Nos Fonds

Au 31 décembre 2014	Volatilité 3 ans	Variation T4 2014	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
Plan Main Libre* : 11 384,89 €	5,81	+0,71%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâisseurs** : 10 976,14 €	5,09	+0,79%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
Catégorie Morningstar - Euro-Flexible	6,06	+0,9%	+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 décembre 2014	Valeurs	Variation T4 2014	Variation 2014	Variation 2013	Variation 2012	Variation 2011
<b>Europe</b>						
Eurostoxx 50 (Europe)	3 146,43	-2,30%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	6,3%	-0,3	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	4 272,75	-2,80%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
<b>Etats-Unis</b>						
S&P 500 (USA)	2 058,90	+3,8%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4 736,05	+5%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
<b>Asie</b>						
Hang Seng (Hong Kong)	23 605,04	-0,3%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	17 450,77	+7,5%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
<b>Emergents</b>						
Brésil (Bovespa Index)	50 007,41	-12,6%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	790,71	-31,60%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	27 499,42	+3,30%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	3 234,68	+37,80%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
<b>Taux 10 ans</b>						
France (OAT)	0,84%	-0,47	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	0,54%	-0,43	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	1,88%	-0,50	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	1,61%	-0,57	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	9,60%	+3,47	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	2,17%	-0,36	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,33%	-0,19	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
<b>Autres</b>						
Parité €//\$	1,22	-3,60%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	57,55	-40,7%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once \$)	1 183,00	-2,60%	-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'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.