

(ÉDITO)

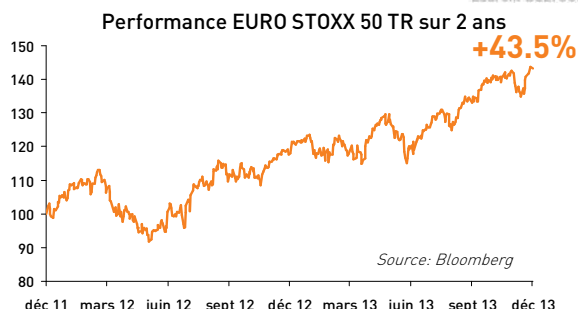


Laurent DELTOUR

Bonne Année !?

+43.5% de hausse en deux ans sur les actions de la zone Euro dans un contexte économique pourtant bien morose !

Est-ce bien raisonnable et durable ?



Il y a deux ans, nous intitulions notre edito « **Now this is not the end. It is not even the beginning of the end. But it is, perhaps, the end of the beginning** », reprenant les mots prononcés le 12 novembre 1942 par Winston Churchill et qui, d'après nous, pouvaient s'appliquer à la crise de la Zone Euro à ce moment-là.

Si la crise n'était pas terminée, elle entrerait dans une nouvelle phase avec l'arrivée à la tête de la BCE de Mario Draghi et des avancées sur le terrain politique pour permettre d'apporter des solutions. **Le chemin parcouru au cours de ces deux années témoigne d'un vrai changement** : du point de vue de la politique monétaire avec une banque centrale pro-active : mise en place des LTRO, baisse des taux directeurs à des niveaux historiquement bas et mise en place de la supervision bancaire ; et du point de vue politique avec une intégration accrue et des politiques de rigueur quelque peu assouplies afin d'encourager le retour à la croissance.

Les résultats semblent être au rendez-vous avec des primes de risque sur les emprunts d'Etat des pays du sud de l'Europe fortement contractées et une reprise de la croissance attendue en 2014, toujours tirée par l'Allemagne mais avec l'Italie et l'Espagne également en territoire positif.

Les marchés financiers ont, durant ces deux années, reflété cette amélioration ainsi que les anticipations de reprise économique en signant ainsi de fortes hausses : l'EURO STOXX 50 progresse ainsi de +43.5% depuis le 1^{er} janvier 2012. Nos fonds ont également profité de cette période, **Sycomore Francecap** réalisant une performance de +63% et **Sycomore European Recovery** de +67%. Même nos fonds plus défensifs, comme **Sycomore European Growth** privilégiant les valeurs de croissance à forte visibilité, affichent une performance de +46%.

Peut-on espérer une poursuite de ce mouvement ?

Nous nous trouvons il y a deux ans dans une situation de défiance importante à l'égard de la situation macroéconomique et des risques extrêmes pouvant advenir. La valorisation des marchés actions européens incorporait ce risque de dégradation supplémentaire. Au cours de l'année 2012 les valorisations ont corrigé les extrêmes qu'elles avaient atteints, tandis qu'en 2013 les marchés ont commencé à anticiper les débuts d'une reprise économique en Zone Euro.

Si les multiples de valorisation sont aujourd'hui revenus proches de leur moyenne historique, leur appréciation explique une très grande partie du rebond des marchés, la progression des résultats ayant été relativement faible sur la période.

Le ratio P/E de l'EUROSTOXX 50 pour l'année à venir est ainsi passé de 8.2x fin 2011 à 10.6x fin 2012 puis 12.8x à l'heure actuelle pour les résultats attendus en 2014. **Il est intéressant de noter que ces multiples restent rarement à leur moyenne et ont tendance à alterner phase de sur-valorisation et phase de sous-valorisation.**

Après une première communication au printemps mal perçue par les investisseurs, la Fed pilote avec minutie son début de « *tapering* » avec une annonce faite relativement en avance, un rythme graduel et surtout un ancrage de ses taux courts à un niveau bas pour une longue période. Même si ce cycle de normalisation monétaire s'accompagne en général d'une remontée de la volatilité, il ne présente pas pour nous un risque pour les marchés actions mais témoigne de **la confiance dans la reprise économique américaine**. De plus, **la BCE reste proactive**, la faible inflation lui donnant des marges de manœuvre.

La croissance économique devrait progresser en 2014, notamment grâce aux Etats-Unis et à l'Europe, tandis que la situation se stabilise dans les pays émergents. Ce contexte reste favorable pour les entreprises, cependant nous estimons que les prévisions des analystes pour les résultats en 2014 sont trop ambitieuses et que ces derniers dépasseront difficilement une hausse de 10% en Europe.

En janvier 2013 nous avons nommé notre conférence annuelle « *On The Road To Recovery* », confirmant notre conviction d'une poursuite de la normalisation des marchés financiers. **Après la hausse, nous entrons dans une période moins « Macro » mais où l'investissement sera davantage fondé sur les caractéristiques propres de chaque entreprise.**

Dans ce contexte, nous sommes convaincus que la sélectivité sera un élément clef de la performance, la différenciation entre les titres d'un même secteur étant déjà plus importante depuis quelques mois.

Nous espérons ainsi commencer une nouvelle bonne année ensemble en vous retrouvant lors de notre conférence du 17 janvier placée sous le thème de la sélectivité et de l'innovation.