

LIBERTÉ INFO
N° 113 - AVRIL 2015



DUBLY DOUILHET GESTION

LE BAROMÈTRE DE LA BOURSE EST-IL DÉRÉGLÉ ?

La principale fonction de la Bourse est sans conteste son rôle de marché, lieu (actuellement souvent dans des ordinateurs) où se rencontrent acheteurs et vendeurs de titres, qui veulent placer, mobiliser, arbitrer leur épargne. C'est un rôle central et fondamental dans une économie moderne, car sans Bourse, comment par exemple les caisses de retraite ou compagnies d'assurance pourraient à la fois placer cotisations et primes et faire face au décaissement des retraites et des sinistres ? Comment les particuliers pourraient-ils placer une partie de leur épargne en grandes valeurs ?

« *La principale fonction de la Bourse est sans aucun doute de contester son rôle de marché.* »

Une deuxième fonction de la bourse est de fournir des capitaux aux entreprises cotées, ou au secteur public et parapublic, en permettant aux investisseurs de souscrire aux émissions d'actions et d'obligations nouvelles afin de financer des projets d'investissement.

Il y a une troisième fonction de la bourse, c'est d'être le baromètre de l'économie. Quand l'économie va, la bourse a tendance à monter et inversement.

Cette fonction est souvent contestée. De Gaulle ne disait-il pas que *"la politique de la France ne se fait pas à la corbeille ?"*. Ce à quoi les boursiers répliquaient *"Peut-être, mais la corbeille juge en permanence la politique !"*.

Certains, au vu de l'envolée des cours actuels (+ 15 % environ sur le premier trimestre pour les bourses européennes) vont même jusqu'à dire que le baromètre boursier est aujourd'hui totalement dérégulé. Certes, ils comprennent bien que la Banque centrale européenne inonde de liquidités l'économie, que cette injection massive a pour effet

de faire baisser les taux d'intérêt, mais ils ne comprennent pas la hausse du marché, alors que le chômage (surtout en France) ne baisse pas, alors que les prévisions de croissance restent anémiques (+1,5 - 2 %), alors que l'environnement géopolitique est préoccupant (déstabilisation au Moyen Orient, guerre en Ukraine),

alors que de nombreuses bulles spéculatives se forment comme par exemple le dérapage des prêts étudiants aux États-Unis (+57% en 5 ans, soit 1300 Md\$, soit encore 40 % de tous les crédits à la consommation), par exemple l'augmentation des crédits douteux en Chine dans l'immobilier, par exemple encore, l'augmentation des crédits "subprime" dans les prêts automobiles aux U.S.

Bien pire, ils craignent la remontée (inéluçtable à terme) des taux d'abord aux États-Unis, et ensuite en Europe, qui produira des effets (très) néfastes sur les marchés.

Certes, tous ces arguments sont recevables,

mais suffisent-ils à prouver que le baromètre boursier est dérégulé ?

N'est-ce pas oublier que parallèlement à la hausse de 15 % environ des marchés européens, l'euro s'est dévalué d'autant par rapport au dollar, à l'or et au franc suisse et que les actions, une fois de plus, faisaient la preuve qu'elles étaient des "biens réels" et qu'elles sont un refuge face à la dévaluation ? N'est-ce pas oublier qu'il est normal que lorsque les taux d'intérêt baissent, les actions apparaissent attractives à double titre : le dividende qu'elles servent offre un rendement qui apparaît plus favorable par rapport à celui des obligations et elles font des économies de frais financiers sur leurs emprunts ? N'est-ce pas oublier enfin l'énorme avantage que connaît l'économie avec la baisse de 50% des cours du pétrole ?

N'est-ce pas enfin oublier la démonstration inverse que donne l'évolution actuelle des marchés américains : après avoir doublé en 3 ans, suite au "quantitative easing" mené par la Fed depuis novembre 2010, Wall Street marque le pas depuis le début de cette année car la hausse du dollar pénalise les sociétés américaines exportatrices, et aussi parce que les taux ne baissent plus ?

En somme donc, il ne semble pas que le baromètre de la bourse soit dérégulé. Qu'il y ait un peu d'exagération, c'est possible, c'est même dans la nature humaine (dont les marchés sont un reflet).

Ceci dit, il convient de rester vigilant et de ne pas se laisser griser par la hausse actuelle, qui pourrait toutefois se maintenir encore quelques temps mais à un rythme moins soutenu.

Sommaire

- > Le baromètre de la bourse est-il dérégulé ? p 2 à 3
- > Le basculement des mondes p 4 à 5
- > A qui profite la baisse des cours de pétrole p 6 à 8
- > La quête de rendement : un déficit pour les investisseurs institutionnels p 9 à 10
- > L'environnement favorable pour les fusions-acquisitions pourrait soutenir la progression des incices européens p 11 à 12
- > Le marché est-il bon ? Soyez gentils, ne posez pas la question ! p 13 à 14
- > Le sens des mots et leur évolution p 15

Directeur de la publication : Hugues Dubly
Imprimerie : PRINT FORUM
ZI La Pilaterie • 15, rue de Mons • 59290 Wasquehal
03 20 65 65 20

Lorsque vous souhaitez nous transmettre un ordre de bourse par courrier électronique, merci d'utiliser l'adresse "dublybourse@dubly.fr"

LE BASCULEMENT DES MONDES

La vieille Europe serait sur le point de déjouer les pronostics très pessimistes de la fin de l'an dernier. Les principaux organismes internationaux nous prédisaient l'apocalypse : le déclin était inéluctable, après la récession provoquée par l'effondrement du système bancaire (2008), la crise des dettes souveraines (2011), le risque déflationniste (2014)... 3 crises majeures en 6 ans !

Les augures, à l'image des économistes (qui statistiquement annoncent 3 des 5 récessions précédentes), nous prédisaient la fin de notre monde emporté par la déferlante du dynamisme des pays émergents et le lustre retrouvé de la prééminence américaine.

Comme souvent les scénarios trop prévisibles sont démentis par les faits. Le logiciel souffrait de quelques défauts de conception. L'Europe, à elle seule, représente une zone de consommation supérieure à celle des Etats-Unis et un débouché indispensable et incontournable pour les économies exportatrices de l'Asie. En outre dans une phase de récession ou de stagnation prolongée, elle réussissait le tour de force d'être globalement excédentaire dans les échanges commerciaux et de services. La fin de l'histoire n'était pas si proche à la condition de prendre le temps d'examiner tous les paramètres. Les dettes d'État doivent être mesurées à l'aune des stocks d'épargne, la solvabilité des banques à celle des tissus industriels (luxe, automobile, aéronautique, agroalimentaire, cosmétique, santé...) et des patrimoines immobiliers.

Le pessimisme excessif des enquêtes d'opinion auprès des chefs d'entreprises et des ménages pour s'inverser cherchait un catalyseur fort et indiscutable à l'image de la politique monétaire américaine résolument expansionniste dès 2009, ce qui explique le décalage conjoncturel entre les deux rives de l'Atlantique.

Après quatre années d'atermoiements, la Banque centrale européenne a réussi le tour de force de convaincre les pays de la communauté européenne d'adopter des mesures similaires afin de créer le choc psychologique indispensable au retour de la croissance.

Ce qui fut dit fut fait, il s'agit en résumé de mesures monétaires quantitatives massives destinées à faire baisser les taux d'intérêt, les faire converger dans tous les pays de la zone euro et faciliter la relance de la distribution de crédit par les banques.

Le succès est au rendez-vous, le crédit redémarre, le Portugal ou l'Espagne se refinancent à des conditions inférieures à celles des Etats-Unis, les ménages consomment à nouveau, l'envolée des ventes de voitures suffit à s'en persuader.

Un bonheur ne vient jamais seul. Les termes de l'échange viennent de basculer en faveur des pays consommateurs en raison de la généralisation de la baisse du prix des matières premières, le pétrole en tête. Les gains de pouvoir d'achat induits sont perçus par les ménages, bien que nominalement les revenus salariaux stagnent. Le décrochage de l'euro

contre dollar, un des objectifs de la politique monétaire actuelle, restaure la compétitivité des productions du sud de l'Europe sans les inconvénients des dévaluations en matière d'inflation. Le coût des importations de matières premières réglées en dollars étant compensé, et au-delà, par l'effondrement des produits de base.

La dernière considération est d'ordre géopolitique, l'Amérique a pris conscience de la nécessité de sauver la construction européenne dans un monde particulièrement instable en "tolérant" un dollar plus fort. La meilleure santé des économies européennes sur la bonne voie constitue le meilleur garant de stabilité.

*« Investir aujourd'hui
sur la zone euro,
c'est parier,
sur une conjoncture
en amélioration dont les
premiers bénéficiaires sont
les entreprises cotées. »*

Tous ces arguments sont progressivement intégrés par les marchés financiers qui ont depuis le début de l'année réévalué le potentiel des bourses européennes. Cette étape sera complétée et amplifiée par les révisions à venir de la croissance économique vers 2% et des résultats des entreprises par la communauté des analystes financiers.

Investir aujourd'hui sur la zone euro, c'est parier, hors événement exogène, sur une conjoncture en amélioration dont les premiers bénéficiaires sont les entreprises cotées.

A QUI PROFITE LA BAISSÉ DES COURS DE PÉTROLE ?

En juin 2014, John, un new-yorkais, rentre voir sa famille à Philadelphie avec sa nouvelle Toyota Prius qui roule à l'essence. L'américain a déboursé à la pompe 8.40\$ pour parcourir les 150 km qui séparent les deux villes. Au même moment, Jean un parisien qui possède la même voiture que John, décide de passer un weekend dans sa maison de campagne à Orléans (150 Km). Jean, a fait un chèque au pompiste de 9.30€. Neuf mois plus tard, en Avril 2015, John et Jean, parcourent à nouveau le même trajet pour le weekend prolongé de Pâques. Cette fois-ci, l'heure et demi de trajet aura coûté à l'américain 5.65\$ et au français 8.36€. John et Jean ont donc chacun économisé 2.75\$ et 0.94€ ou encore 33% et 10% par rapport à la fois précédente.

Nous pouvons voir par cet exemple que les cours du pétrole affectent quotidiennement

la vie de millions de consommateurs dans le monde. En effet, si on multiplie les économies réalisées par Jean et par John par les millions de trajets qui sont effectués chaque jour dans leurs pays respectifs, on constatera un véritable gain de pouvoir d'achat en occident. Nous pouvons également constater que la baisse des coûts de l'énergie est beaucoup plus forte pour le consommateur américain que pour le consommateur européen. Pourquoi ? Car l'énergie s'achète en dollar. Or l'euro s'est déprécié fortement face au dollar ce qui a atténué la baisse pour les européens. Ainsi le baril de pétrole est passé de 110\$ à 55\$ entre Juin 2014 et Avril 2015 soit une chute de 50% alors qu'en euros, ce même baril est passé de 80€ à 51€ soit une baisse de 35%. Par ailleurs, l'automobiliste européen ne retrouve pas l'intégralité de la baisse du prix du baril à la pompe en raison de taxes plus importantes.

Variation des cours pétrole Brent (\$/baril)

Source : Bloomberg



Variation du taux de change EUR/USD

Source : Bloomberg



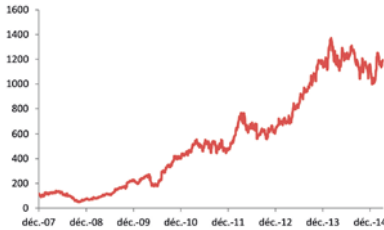
La question que la plupart des investisseurs se posent actuellement est : que vont faire les consommateurs européens mais surtout américains de ces économies sur les coûts de l'énergie ? Vont-ils épargner ? Vont-ils dépenser ? Vont-ils investir ? Probablement un peu des trois. Malheureusement nous n'avons pas encore le recul nécessaire pour avoir une réponse certaine à ces questions. Mais les entreprises nous envoient déjà des signaux intéressants.

En janvier dernier au forum de Davos, le président de la société danoise Maersk, leader dans le transport maritime disait que : "la

demande mondiale de conteneurs devrait progresser". A cette même conférence, Jean Paul Agon, directeur général de L'Oréal SA, rappelait que la baisse du pétrole "remettait de l'argent dans les poches des consommateurs". D'après la banque américaine Citigroup, chaque foyer américain devrait avoir cette année environ 1400 dollars en plus dans ses poches. De ce fait, la consommation américaine semble repartir. Par exemple le secteur des médias et des loisirs se porte très bien. Les cours de bourse des agences de voyages en ligne (Priceline et Expedia) sont au plus haut et les touristes américains commencent à revenir en Europe.

Evolution du cours de Priceline

Source : Bloomberg



Evolution du cours d'Expedia

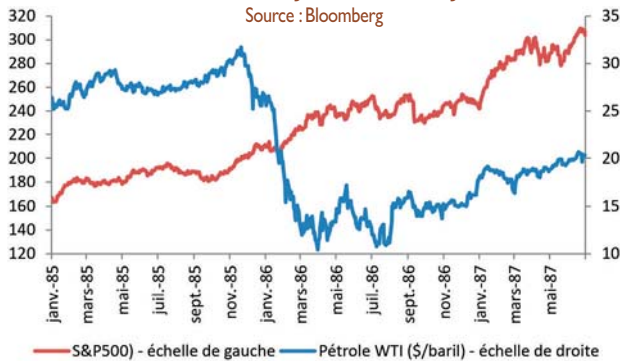
Source : Bloomberg



L'histoire montre également que la baisse des prix du pétrole a plutôt des effets positifs sur les marchés actions. Depuis 1984, les cours du pétrole ont connu trois chutes similaires et à chaque fois les indices boursiers

ont progressé les 12 mois qui ont suivi. Par exemple en 1986, le prix du baril de pétrole est passé de 30\$ à 10\$. Le PIB américain a progressé de 2.9% et l'indice boursier américain (S&P 500) de 15%.

Evolution comparée du WTI et du S&P 500 entre Janvier 1985 et Juin 1987



A l'inverse, les principaux pays producteurs de pétrole se retrouvent dans une situation beaucoup plus contrastée. En effet la croissance économique de ces pays dépend principalement des cours du pétrole. Par exemple, les exportations de pétrole représentent 43% du produit intérieur brut (PIB) de l'Arabie Saoudite, 36.4% du PIB du Venezuela, et 13.5% du PIB de la Russie.

L'équilibre budgétaire de ces Etats est aujourd'hui menacé. Ces mêmes pays ont besoin respectivement d'un baril à 89\$, 114\$ et 105\$ pour être à l'équilibre. Conséquence, ils puisent dans leurs réserves s'ils en ont (Ara-

bie Saoudite, Russie) ou alors ils sont proches de la faillite (Venezuela). C'est pourquoi le fonds monétaire international prévoit une

contraction de ces économies en 2015 (-1.6% pour l'Arabie Saoudite, -3.5% pour la Russie et -7% pour le Venezuela).

Conclusion, l'évolution des cours du pétrole a toujours des répercussions sur les marchés mondiaux. Les pays

producteurs pâtissent de la chute des cours tandis que les consommateurs en profitent. Les marchés réagissent assez logiquement à cette nouvelle donne. Mais combien de temps cela durera-t-il ?

« L'évolution des cours du pétrole a toujours des répercussions sur les marchés mondiaux. »

LA QUÊTE DE RENDEMENT : UN DÉFI POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

La baisse des taux contraint les investisseurs institutionnels à élargir leur univers d'investissement. Prenons l'exemple d'une compagnie d'assurance vie. Au moment de la souscription des contrats, les assureurs s'engagent sur un taux de rendement fixe (taux garanti du fonds euro). Pour faire face à cet engagement, les assureurs investissent sur les marchés obligataires (en moyenne 83% de leurs actifs sont investis en obligations) qui jusque-là offraient des rendements suffisants. Historiquement, les taux garantis par les compagnies d'assurances vie à leurs clients correspondaient aux rendements que

l'on pouvait trouver sur les marchés obligataires. Par exemple, il y a une dizaine d'années, le fonds en euro d'une grande compagnie d'assurance française rapportait 5% et l'OAT 10 ans (c'est-à-dire "le taux" de référence des placements obligataires) offrait 4,5%.

Aujourd'hui, la donne n'est plus la même : l'assureur doit toujours verser son taux de rendement garanti aux assurés alors que sur les marchés, les taux de rendement obligataires sont beaucoup plus faibles. En effet, l'OAT 10 ans oscille entre 0,40 % et 0,60 % depuis le 1^{er} janvier 2015.

Pour lutter contre la menace de déflation, et pour relancer la croissance européenne, Mario Draghi, le président de la banque centrale européenne, a abaissé les taux d'intérêts. Le taux directeur est depuis le mois de septembre 2014 à 0,05%. Depuis le début de l'année, la BCE s'est tournée vers un autre outil : "l'assouplissement quantitatif" ou "Quantitative Easing", en anglais qui consiste à acheter, chaque mois, 60 milliards d'euros de dette souveraine potentiellement jusqu'en septembre 2016



Dans ce contexte, comment les compagnies d'assurance vont-elles s'adapter à ce nouveau paradigme ?

Tout d'abord, ces compagnies peuvent puiser dans leurs réserves afin de pouvoir délivrer le taux de rendement garanti contracté avec l'assuré. En effet, les belles années passées ont permis aux compagnies d'assurance vie de constituer un confortable ma-

telas de réserves qui leur permet de faire face aux échéances à venir. Mais dans ce scénario, si les choses ne changent pas les assureurs-vie auront épuisé leurs réserves d'ici peu de temps.

Ensuite, la deuxième option serait de faire baisser le taux garanti dans les contrats. En novembre dernier, Christian Noyer, président de l'Autorité de contrôle prudentiel

(ACPR), avait imposé aux sociétés d'assurance-vie de baisser significativement les rendements qu'elles comptaient servir en 2015. Ce discours n'a visiblement pas été entendu, la plupart des sociétés ont décidé de servir des rendements en baisse de seulement - 0,30 % à - 0,40 %. Dès lors, le rendement moyen des taux des fonds en euros devrait se situer autour de 2.5%.

Une autre solution serait de pousser les assurés à investir leur épargne en Unité de Compte et que les fonds en euro cessent de collecter car une collecte importante signifie une dilution des rendements futurs : les obligations aux rendements élevés arrivent à échéance et sont remplacées aujourd'hui par des obligations aux taux anémiques. Mais c'est plutôt le contraire qui se produit car l'idée que le fonds en euros est aujourd'hui un placement sûr et rentable reste dans l'opinion collective des assurés.

Enfin, la dernière option serait d'aller chercher du rendement sur d'autres classes d'actifs plus risqués. On pense à l'immobilier, aux obligations à haut rendement, aux actions etc. L'immobilier est une alternative mais c'est un marché peu liquide qui a déjà vu une belle progression ces dernières années et ce dernier reste un marché sur lequel il n'est pas aisé d'investir. Les obligations à haut rendement, elles, offrent à

l'investisseur des taux d'intérêt élevés (jusqu'à plusieurs centaines de points de base au-dessus du taux des obligations d'État) mais ceci est la contrepartie d'un risque important pris par l'investisseur. Et enfin, opter pour une gestion active sur le pourcentage de l'allocation investi en actions apportera davantage de rendement que le rendement obligataire.

« Cette quête de rendement est un réel casse-tête pour les investisseurs institutionnels. »

Mais rappelons que les grands investisseurs comme les compagnies d'assurance, les organismes de placement collectif, les organismes de retraite, les mutuelles sont parfois obligés, pour des raisons légales et réglementaires,

d'avoir dans leur portefeuille un pourcentage de leurs actifs investi en obligation de bonne qualité. Ces organismes, sont donc contraints de rester investis sur des titres qui ont parfois un rendement négatif. Il est probable que les autorités financières allègeront ces contraintes.

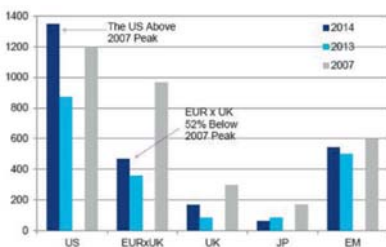
Pour conclure, cette quête de rendement est un réel casse-tête pour les investisseurs institutionnels. De ce nouveau paradigme il ressort que pour les compagnies d'assurance-vie et d'une manière plus générale pour les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, les organismes de placement collectifs, les mutuelles et les organismes de retraite...), les actions deviennent incontournables au risque de créer un jour une nouvelle surchauffe sur ce marché.

L'ENVIRONNEMENT FAVORABLE POUR LES FUSIONS-ACQUISITIONS POURRAIT SOUTENIR LA PROGRESSION DES INDICES EUROPÉENS

Après une année 2014 déjà en progrès notable, les fusions-acquisitions ont grimpé de 21% dans le monde au premier trimestre, dues principalement aux opérations outre-Atlantique jusqu'à maintenant. L'Europe peut-elle rattraper son retard alors qu'elle pointe encore 52% en dessous du pic réalisé en 2007 ?

Montant global des fusions/acquisitions par régions (en Milliards de \$)

Source : Raymond James International



En matière de fusions-acquisitions, les États-Unis ont connu un premier trimestre 2015 encore en progression de plus de 30%, jusqu'à représenter la moitié du volume global des transactions. Il faut dire que quelques méga deals ont été réalisés sur la période, avec en particulier la fusion entre Heinz et Kraft qui donnera lieu à un groupe valorisé 100 Md\$. Par ailleurs, le secteur de la santé est resté très dynamique avec, là aussi, des annonces de montants significatifs encore récemment, comme le rachat à 12,8 Md\$ du groupe Catamaran par United Health dans

l'assurance maladie ou encore de Perrigo par Mylan pour 28,9 Md\$ dans les génériques.

Les principales raisons d'une telle frénésie sont multiples. Tout d'abord la confiance : après 7 années de crise, les effets de celle-ci se sont estompés permettant aux industriels de s'engager de nouveau dans des opérations de croissance externe, d'autant que les conditions de financement sont particulièrement attractives. En effet, la Réserve fédérale américaine avec ses opérations de "Quantitative easing" a fait pression sur les niveaux de taux d'intérêts qui se situent encore aujourd'hui à des niveaux historiquement bas. Toutefois, cette situation va s'inverser dans les mois qui viennent incitant de nombreux groupes à réaliser, le plus rapidement possible, des opérations à bon compte, avant que leurs concurrents directs en fassent autant. Par ailleurs, après dix années de gains de productivité et de restauration de leur situation financière, les grands groupes américains cherchent de nouvelles sources de revenus qui se trouvent assurément dans les opérations de fusions qui permettent souvent d'améliorer les marges par l'effet des synergies. Enfin, la forte progression des indices permet souvent aux prédateurs d'offrir comme monnaie d'échange leurs propres titres alors que leur valorisation est déjà tendue dans un contexte de révision à la baisse des résultats cette année.

L'Europe n'a pas encore suivi ce mouvement de fond. En effet, le cycle est différent et les conditions de financement viennent seulement de se détendre significativement. Ainsi, l'Europe affiche en ce premier trimestre une baisse de 4% du montant des opérations de fusions avec une seule opération significative figurant dans le top 10 mondial, le rachat de l'opérateur télécom britannique O2 par le chinois Hutchinson Whampoa pour 15,4 Md\$. Il est vrai que le contexte économique européen n'était pas particulièrement favorable jusqu'à maintenant, n'incitant pas aux opérations d'envergure.

Or la croissance revient et les perspectives s'améliorent, permettant aux indicateurs de confiance de retrouver une tendance favorable. Par ailleurs, la Banque centrale européenne a décidé d'inonder le marché de liquidités amenant, là aussi, les taux à des niveaux extraordinairement bas susceptibles de favoriser les prises de risque comme l'endettement des entreprises. Enfin, parions que la hausse du dollar puisse relancer significativement l'intérêt des grands groupes américains pour une zone qui sort désormais la tête de l'eau, sans avoir certes résolu encore tous ses problèmes, mais qui connaît une réelle inversion de tendance de son cycle économique, avec une forte capacité d'amélioration de ses marges. Les valorisations sont encore tout à fait raisonnables au regard du retournement qui se met en place. Ainsi, les conditions européennes sont particulièrement favorables pour connaître une relance et une accélération des opérations

de fusions-acquisitions avec en ligne de mire le record de 2007 d'environ 1000 Md\$.

D'ailleurs, les indices de la reprise se renforcent depuis début avril, après un premier trimestre en demi-teinte.

Opération purement européenne, RD Shell a offert une prime de 50% aux actionnaires de BGG Group (ex British Gas), valorisant l'entreprise à 70 Md\$. Les synergies de coûts sont attendues à 2,5 Md\$ et l'opération qui sera effective début 2016, permettra une amélioration des bénéfices par action dès 2017. L'opération pour importante qu'elle soit, dégradera à peine le ratio d'endettement du nouveau groupe qui se situera à 20% !

Opération transfrontalière, l'américain FedEx, numéro deux mondial du secteur de la messagerie offre une prime de 42% sur la moyenne des cours des trois derniers mois du groupe TNT Express, leader européen en la matière, le valorisant à 4,4 Md€. Les opérations de ce type devraient se multiplier alors que le pouvoir d'achat des grands groupes américains reste supérieur à ce qu'il était il y a 9 mois, grâce à la force du dollar.

On le voit, les conditions actuelles particulièrement favorables incitent de plus en plus les grands groupes à initier des opérations d'envergure. La période qui s'ouvre va indéniablement soutenir les cours des entreprises européennes alors que les primes constatées pour emporter la mise, sont en moyenne de 30 à 50%. Il reste à découvrir ces pépites. Faites vos jeux !

”LE MARCHÉ EST-IL BON ? SOYEZ GENTILS, NE POSEZ PAS LA QUESTION !” PETER LYNCH

La question de l'interaction entre la bourse et l'économie est récurrente. André KOSTOLANY, expert renommé des questions boursières, né en Hongrie et mort à Paris, racontait la parabole du promeneur et du chien : l'homme flâne, se promène à son rythme. Le chien, lui, court à toute allure, s'arrête, rejoint son maître puis le dépasse et continue ses allers et retours. Au total, il parcourt bien plus de terrain que son maître tout en allant dans la même direction. Le maître c'est l'économie, le chien la bourse.

Aujourd'hui, les paradoxes qui séparent les deux réduisent la visibilité et nous amènent à nous reposer la question.

Warren BUFFET (homme d'affaires et investisseur américain milliardaire surnommé "l'oracle d'Omaha") dit : *"qu'en économie, la lunette arrière est beaucoup plus claire que la pare-brise"*.

Eh bien, essayons de regarder par la lunette arrière comment les anciens et les sages ont abordé les périodes à faible visibilité :

- Première conviction :

”Les mouvements boursiers ne sont pas une science exacte”

De nombreux scientifiques, à la fin du 19^e et début 20^e siècle, comme Robert BROWN, Louis BACHELIER et bien d'autres ont observé les variations des marchés boursiers pour essayer d'en tirer une loi mathématique en vue de prolonger des courbes et prédire l'avenir. Tous, jusqu'à présent, sont arrivés à la conclusion qu'il s'agit d'un mouvement purement aléatoire.

Les professionnels en ont tiré la devise : *"Market timing is impossible"**.

Ce n'est donc pas dans les performances passées qu'il faut espérer découvrir le pré-sage des performances futures.

- Deuxième conviction :

”Les gourous se gouront”

Peter LYNCH, à la tête du Fidelity Magellan Fund, la plus grande SICAV américaine dans les années 80, fait partie, comme Warren BUFFET, des anciens et sages des milieux financiers anglo-saxons. Il nous a fait passer, au-travers de ses livres, de nombreux messages frappés au coin du bon sens.

Aujourd'hui, personne ne nie qu'il y a un lien entre l'économie et les marchés boursiers mais tout comme le baromètre n'arrive pas à prévoir exactement la météo, le marché peut cacher des crises que personne n'a prévues. On parle de cygne noir (Nicholas TALEB), on parle de trou noir ou de krach.

Peter LYNCH dit : *"Puisque le marché est plus ou moins lié à l'économie, on essaie souvent de l'anticiper en prévoyant l'inflation et la récession, l'expansion et la déflation et l'évolution des taux d'intérêt. C'est vrai, mais qui peut prévoir ces derniers avec une fiabilité régulière ? Si les économistes parvenaient à deux prévisions exactes successives, ils seraient déjà millionnaires et auraient pris leur retraite à Bimini sirotant un rhum et pêchant le marlin"*.

Ce n'est donc pas dans la macro-économie qu'il faut espérer trouver la clé fiable du bon investissement.

* le meilleur moment pour investir est impossible à prévoir.

**-Troisième conviction :
"L'entreprise catalyse le génie et la volonté humaine."**

Peter Lynch, toujours, dit : *"J'aimerais beaucoup pouvoir anticiper le marché et prévoir les récessions mais puisque c'est impossible, je me satisfais en cherchant des entreprises profitables, comme celle de Warren BUFFET. J'ai gagné de l'argent dans des marchés maussades et vice versa"*.

"Je n'ai foi que dans les belles valeurs particulièrement celles des sociétés sous-cotées et/ou sous-évaluées. Que le Dow Jones ait atteint aujourd'hui 1.000, 2.000 ou 3.000 points, il valait mieux posséder ces dix dernières années des Marriott, des Merk et des Mac Donald's que des Avon Product ou Bethléem Steel. Il valait mieux également posséder ces actions que d'avoir investi dans des obligations ou fonds monétaires."

Tout est dit.

Le secret pour valoriser son capital passe par une analyse fine des entreprises : leur bilan, leurs dirigeants, leurs marchés, leurs produits. Il ressortira de ce travail, qui peut s'avérer long et fastidieux, des conclusions qui permettront d'identifier pour chaque dossier des risques et des opportunités. C'est en accumulant le plus d'opportunités possibles que l'on pourra, avec le temps, se libérer de l'angoisse des variations à court terme des marchés.

Quelle que soit l'époque, il faut donc avoir la foi dans les hommes, dans les affaires qu'ils dirigent ainsi que dans le marché financier, investir régulièrement, choisir un bon gérant qui a des convictions et qui réalise de fines analyses, sélectionne des belles valeurs et les arbitre en fonction de l'évolution de la conjoncture et des opportunités.

La valeur ajoutée du bon gérant sera sa capacité à sélectionner des valeurs à fort poten-

tiel, à repérer les ruptures dans l'évolution de l'environnement économique et financier et, enfin, à ne pas se laisser abuser par la communication et les présentations trompeuses des entreprises.

Par exemple, dans les années 70, où tout le monde jurait par le fer et l'acier; des valeurs comme USINOR et CREUSOT Loire figuraient comme valeurs de fonds de portefeuilles dans les actifs patrimoniaux.

Durant la même période, une valeur comme IBM commençait une croissance fulgurante et présentait des PER (rapport cours/bénéfice) vertigineux. Ce n'était pas facile à l'époque de comprendre que l'acier était en perte de vitesse et l'informatique au début de XXX glorieuses. USINOR a disparu et IBM a contribué largement à la fortune de ses actionnaires. Bien d'autres exemples pourraient être cités avec la rupture des années 2000, il valait mieux avoir des CISCO que des ALCATEL, des ESSILOR que des DEXIA etc., etc.

Aujourd'hui, les problématiques énergétiques (Pétrole/Gaz), l'évolution du e-commerce (hypermarché/vente sur internet), le vieillissement de la population (pharmacie/ biotechnologie/nanotechnologie), pour ne citer que cela sont d'autant de domaines et de paramètres où le bon gérant doit constamment être en veille et ne pas forcément s'arrêter au prix élevé des actions en devenir.

"Les bons jockeys obtiennent des résultats sur de bons chevaux mais aucun sur des canassons"
Warren BUFFET

En conclusion, nous pouvons retenir que la bourse continue de donner une tendance sur la santé de l'économie, mais qu'il faut plutôt s'intéresser à ses composantes, c'est-à-dire aux actions pour valoriser à long terme son capital.

LE SENS DES MOTS ET LEUR ÉVOLUTION

Un petit livre de Sylvie Brunet, paru en 2012, "Les mots aux origines étonnantes" nous fait découvrir l'origine de certains mots, apparemment simples, mais dont nous sommes parfois loin de soupçonner l'origine.

Voici dans le domaine financier quelques exemples choisis.

Le salaire : il convient absolument de veiller à sa conservation puisqu'il se révèle soluble dans un liquide, n'étant à l'origine que du sel ! Venu au 13^e siècle du latin "salarium", ce mot a, en effet, le sens de "ration de sel" (sal, en latin), de somme donnée aux soldats pour acheter le sel, puis, de la solde du soldat, on est passé à l'idée de rétribution, puis de somme d'argent accordée en échange d'un travail.

On n'entend pas davantage tinter de pièces sonnantes et trébuchantes dans l'origine de l'adjectif **pecuniaire**, apparu également au 13^e siècle, en provenance du latin "pecuniarius" qui fait écho à "pecus", le bétail, fondamentement de la richesse de l'ancienne Rome.

Même si l'on ne souffre guère de fièvre acheteuse, ni d'aucune addiction à la consommation, il nous faudra tout de même l'admettre : **payer** a des vertus apaisantes. C'est du moins son étymologie qui l'assure : car le verbe "payer" est issu au 10^e siècle du latin "pacare", qui signifie "pacifier, apaiser", mot formé sur la paix (pax) ! Du sens moral de "satisfaire, apporter l'apaisement", qu'on trouve encore vivant en français par exemple dans l'expression "payer quelqu'un de mots", on est donc passé au sens matériel d'acquitter une somme d'argent due, "parce que le

paiement apaise" juge bon de préciser Littré.

De même, dire d'une chose qu'elle est **onéreuse** ne signifiait pas, à l'origine, qu'elle était chère, comme on ne pourra que l'entendre aujourd'hui, mais qu'elle était une lourde charge. Car l'adjectif "onerosus", qui lui a donné naissance au 14^e siècle signifie "pesant", idée encore exprimée par le verbe "exonérer", qui a le sens de "décharger", même si le contexte de prédilection de ce mot est aujourd'hui essentiellement financier. L'évolution du sens premier de "lourd, difficile à supporter" à "coûteux", se serait faite par le biais du registre du Droit au 17^e siècle, où une acquisition "à titre onéreux" a été interprétée comme sujette au versement d'une somme d'argent.

Le terme de **banqueroute**, que l'on côtoyait surtout dans les romans du 19^e siècle, a retrouvé aujourd'hui une actualité brûlante. Calqué au 15^e siècle sur l'italien "banca rotta", qui signifie littéralement "banc rompu", le mot fait allusion à un usage en vigueur au Moyen-Age selon lequel le marchand qui faisait sur son banc, c'est-à-dire son comptoir, commerce d'argent – le banquier –, lorsqu'il était en faillite, voyait aussitôt son banc cassé.

Dès lors, on comprend enfin d'où le **saltimbanque** qui entretient souvent des rapports assez distants avec les banques, tire son nom : lui aussi dérive depuis le 17^e siècle de l'évocation d'un banc italien, qui ne doit rien, celui-ci, au banquier puisque le "saltimbanco" est littéralement un "saute-en-banc", comédien acrobate qui bondit sur l'estrade.

	31.12.2014	30.03.2015	Variation depuis le 31.12.2014
MARCHÉS BOURSIERS			
EUROSTOXX 50	3 146,43	3 697,38	17,5 %
STOXX 50	3 003,95	3 434,93	14,3 %
NEW YORK (Dow Jones)	17 823,07	17 776,12	-0,3 %
NEW YORK (Nasdaq)	4 736,05	4 900,89	3,5 %
S&P 500	2 058,90	2 067,89	0,4 %
TOKYO (Nikkei)	17 450,77	19 206,99	10,1 %
SUISSE (SMI)	8 983,37	9 128,98	1,6 %
LONDRES (Ftse 100)	6 566,09	6 773,04	3,2 %
FRANCFORT (Dax)	9 805,55	11 966,17	22,0 %
PARIS (CAC 40)	4 272,75	5 033,64	17,8 %
Or (Once en \$)	1 184,86	1 183,68	-0,1 %
Pétrole (WTI en \$)	54,96	47,60	-13,4 %
Pétrole (Brent en \$)	57,33	55,11	-3,9 %
TAUX			
10 ANS			
France (OAT)	0,83	0,48	-0,35
Etats-Unis	2,17	1,92	-0,25
2 ANS			
France (OAT)	-0,03	-0,17	-0,14
Etats-Unis	0,72	0,61	-0,12
3 MOIS			
Zone Euro	-0,05	-0,16	-0,10
Etats-Unis	0,11	0,12	0,01
DEVISES			
Euro/Dollar	1,2098	1,0731	-11,3 %
Euro/Livre	0,7765	0,7243	-6,7 %
Euro/Franc Suisse	1,2030	1,0438	-13,2 %
Euro/Yen	144,85	128,91	-11,0 %
Dollar/Yen	119,78	120,13	0,3 %
DUBLY DOUILHET GESTION*			
Liberté 50	154,45	175,28	13,5 %
Liberté Euro PEA	170,65	194,98	14,3 %
Liberté Amérique	440,24	490,83	11,5 %
Liberté Santé	233,58	271,71	16,3 %
Liberté Oblige	223,77	224,42	0,3 %

Source : Bloomberg 30 mars 2015 - Les performances passées ne présentent pas des performances futures.

* Valeur liquidative des OPCVM Dubly - Douilhet Gestion.

DUBLY DOUILHET GESTION

LILLE

50, boulevard de la Liberté - 59800 LILLE
Tél. 03 28 36 14 36 - Fax 03 28 36 14 37

NANCY

62, rue Stanislas - 54000 NANCY
Tél. 03 83 17 32 32 - Fax 03 83 37 48 74

E-mail : dublycontact@dubly.fr - www.dubly.fr

S.A. au capital de 5.468.400 € - R.C.S. Lille B 352.220.313