

Stop ou encore ?

- **Certaines questions alimentent des périodes de tensions sur les taux et les actions**
 - La longue période de croissance de l'économie américaine va-t-elle s'essouffler ?
 - Le retour de l'inflation va-t-il se confirmer ?
 - La période d'argent gratuit va-t-elle s'arrêter prochainement ?
- **La Bourse américaine progresse plus vite ce trimestre mais l'Europe prend l'avantage**
 - Aux USA, le doute grandit à propos du soutien budgétaire et fiscal promis par Donald Trump
 - La croissance s'essouffle aux Etats-Unis, elle se solidifie et se diffuse en zone euro
 - Les perspectives bénéficiaires des sociétés s'assombrissent aux USA et s'améliorent en Europe
- **La normalisation des politiques monétaires devrait continuer d'être progressive**
 - Le rythme de l'inflation est étonnamment mesuré dans ce cycle de reprise
 - Les banquiers centraux sont perplexes donc pragmatiques, les taux restent sages
 - Notre processus d'investissement confirme sa capacité à générer des performances

Cher Investisseur,

La longue période de croissance de l'économie américaine va-t-elle s'essouffler ? Le retour de l'inflation va-t-il se confirmer ? La période d'argent gratuit va-t-elle s'arrêter prochainement ? Ces questions provoquent des périodes de tensions sur les marchés. En Europe, le trimestre se termine dans le doute. L'Eurostoxx 50 clôture en baisse de -1,6% (+4,6% sur le semestre). Une fois de plus, la Bourse américaine garde l'avantage. Le S&P 500 progresse de +2,6% (+8,2% sur le semestre), le Nasdaq de +3,9% (+16,1% sur le semestre).

Pourtant, l'Europe bénéficie aujourd'hui d'une conjonction plus favorable de facteurs. Le risque politique y diminue alors qu'il augmente aux Etats-Unis. La croissance américaine donne des signes d'essoufflement. En zone euro, au contraire, elle se solidifie et se diffuse. Les bénéfices des sociétés américaines sont plutôt revus en baisse. En Europe, la progression des bénéfices accélère. Les évaluations des sociétés américaines atteignent de nouveaux records historiques. Ce n'est pas le cas des valeurs européennes. Enfin, l'arrêt de la période d'argent gratuit semble plus proche aux Etats-Unis qu'en Europe.

Mais la croissance revenue s'accompagne d'une inflation dont le rythme est étonnamment mesuré. Les banquiers centraux tentent des explications. Ils sont perplexes, donc pragmatiques. La normalisation des politiques monétaires continuera probablement d'être très progressive. Avec une croissance en accélération et une inflation contenue, l'Europe continue de donner une impression de meilleur des mondes.

Ce trimestre, 6 des 15 valeurs de nos portefeuilles ont progressé de plus de +15%. Après avoir prouvé sa capacité de résistance dans un environnement dégradé, notre processus de gestion confirme sa capacité à détecter des opportunités d'investissement génératrices de performance. Forts de disponibilités abondantes, nous poursuivons notre travail rigoureux de sélection de valeurs décotées pour tenter de générer, comme par le passé, de la performance avec une prise de risque contrôlée.

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.

Stop ou encore ?

La question se pose aujourd'hui sur un nombre grandissant de sujets interconnectés. La longue période de croissance de l'économie américaine va-t-elle s'essouffler ? Le retour de l'inflation va-t-il se confirmer ? La période d'argent gratuit va-t-elle s'arrêter prochainement ? Dans un monde endetté, dans lequel les taux sont bas et les actifs financiers généreusement évalués, ces questions créent des tensions périodiques sur les taux et les actions. Le trimestre se termine dans le doute. L'Eurostoxx 50 clôture en recul de -1,6%. (+4,6% sur le semestre).

L'incertitude politique semble avoir traversé l'Atlantique

Alors que les résultats des élections en France et au Royaume-Uni suggèrent qu'une dynamique plus constructive est possible en Europe, de l'autre côté de l'Atlantique, l'incertitude politique augmente depuis l'élection de Donald Trump.

En France, comme aux Pays-Bas le trimestre précédent, les partis eurosceptiques n'ont pas convaincu suffisamment d'électeurs. Le succès de l'europhile Emmanuel Macron à la présidentielle puis celui de son jeune mouvement LREM aux législatives suggèrent que la France pourrait s'engager (enfin) dans la voie des réformes. La réduction du déficit budgétaire mettrait alors la dette sur une trajectoire plus soutenable. Avec les réformes structurelles prévues, notamment celle du marché du travail, les conditions d'une croissance plus solide seraient réunies. Nos partenaires retrouveraient confiance dans la capacité de la France à tenir ses engagements. La construction européenne retrouverait une dynamique plus positive. L'Allemagne semble prête à soutenir son partenaire et à travailler au renforcement de la convergence des économies. Reste que les chantiers sont nombreux et que l'Allemagne n'a jamais fait preuve de flexibilité sur les sujets de convergence incluant la mutualisation des dettes au sein de la zone euro, la création d'eurobonds, la gestion de ses excédents commerciaux excessifs, l'utilisation de ses marges de manœuvre budgétaires, l'aménagement de l'insoutenable dette de la Grèce.

L'Union européenne a su, pour l'instant, relever le défi de l'unité dans la négociation qui s'ouvre à propos du Brexit. Sa position s'en trouve renforcée. D'autant que l'échec de Theresa May aux législatives qu'elle a elle-même provoquées fragilise la position britannique. L'issue des négociations est incertaine. Le champ du possible est large. Il inclut même l'abandon du projet. Seule certitude, les perspectives de l'économie britannique ne sont pas riantes : la croissance ralentit, l'inflation accélère.

Aux Etats-Unis, l'incertitude politique grandit. Donald Trump fait face à de vives oppositions. La mise en œuvre des mesures budgétaires, réglementaires et fiscales sensées doper la croissance tarde. La capacité de la nouvelle administration à concrétiser les baisses massives d'impôts et les dépenses d'infrastructures est mise en doute.

La dynamique de croissance mondiale se confirme, L'Europe pousse son avantage

La croissance se confirme dans la plupart des parties du monde. Le FMI a récemment confirmé ses projections d'une croissance de +3,5% en 2017 et 2018. Mais cette recherche de croissance est trop souvent fondée sur le recours à un endettement croissant. Le niveau atteint par les ménages américains, l'Etat japonais, certains pays européens, ou par les entreprises et les ménages chinois sont des facteurs d'instabilité.

En zone euro, l'inflexion positive de croissance déjà perceptible les trimestres précédents s'affirme. L'industrie manufacturière en est le moteur le plus robuste. Elle progresse aujourd'hui sur un rythme annuel de +4%. Même si l'industrie allemande est la plus dynamique, cette reprise diffuse dans l'essentiel de la zone euro, notamment en Espagne mais aussi en France. Les services bénéficient aussi de ce mouvement. Selon Markit, l'utilisation des capacités de production progresse, les carnets de commandes s'étoffent, les délais de livraisons s'allongent, les intentions d'embauches se multiplient. L'accélération des ventes des distributeurs constatée dans l'ensemble de la zone euro, à l'exception de l'Italie, confirme la bonne dynamique de la consommation. La reprise paraît donc toujours plus solide, tirée par la consommation et la demande extérieure. Cette dynamique soutient les anticipations de croissance des bénéficiaires des sociétés européennes. Pour la première fois depuis 5 ans, les prévisions pour l'année en cours ne sont pas revues en baisse. Le dynamisme de l'activité prend la place de la gestion des coûts comme moteur de la croissance des bénéficiaires.

Aux Etats-Unis, au contraire, le long cycle de croissance de ces huit dernières années donne des signes d'essoufflement. Les ventes de voitures baissent, les perspectives de nombreuses sociétés sensibles au cycle économique sont réduites. A +1,2% en rythme annuel, la croissance américaine a été faible sur le premier trimestre 2017. L'atonie de la consommation explique cette baisse de régime sensible par rapport à la fin 2016 (+2,1% sur le quatrième trimestre). Comme l'explique le Président d'EY, membre du Conseil stratégique du président américain, dans une interview au journal les Echos : *« l'optimisme sur les perspectives économiques aux Etats-Unis est très lié à l'exécution de la réforme fiscale, la dérégulation financière et les investissements dans les infrastructures. »*. Les doutes sur ces points sont sérieux. Au point que, fin juin, le FMI a renoncé à intégrer ces projets dans ses modèles, conduisant à une révision en baisse des perspectives de l'économie américaine pour 2017 (de +2,3% à +2,1%) et 2018 (de +2,5% à +2,1%).

Le retour de l'inflation se confirme mais son rythme reste étonnamment mesuré

Paradoxe de ces derniers mois, la croissance se solidifie et se diffuse sans que l'inflation ne s'affirme. Plus de doute, le risque de déflation a disparu. L'inflation est de retour. Reste qu'après avoir accéléré pour atteindre un pic en mars dernier, elle fléchit depuis, tant en zone euro (+1,3% en juin contre +2% en mars), qu'aux Etats-Unis (+1,6% en juin contre +2,7% en mars) et au Japon (+0,3% en juin). Selon la BCE l'affaiblissement de l'inflation s'explique au 2/3 par la baisse des prix énergétiques (baisse de -15% du prix du pétrole sur le semestre qui s'achève). En excluant ce facteur, elle reste relativement stable à +1,1% en zone euro (+1,7% aux Etats-Unis).

Les banquiers centraux sont perplexes donc pragmatiques

« Les conditions sont en place pour un retour progressif de l'inflation ». Mario Draghi l'a confirmé fin juin. Mais selon lui, l'inflation ne s'affirme que très progressivement à un rythme très inférieur à ce qui pourrait être attendu à ce stade du cycle économique. Comme les derniers chiffres le montrent, la croissance continue donc de se diffuser dans la zone euro mais l'inflation n'est aujourd'hui ni durable ni autoentretenu. Les raisons sont nombreuses, les liens difficiles à identifier précisément. Même les banquiers centraux proposent leurs analyses avec modestie.

L'effet historiquement déflationniste de la mondialisation est probablement moins sensible aujourd'hui qu'hier. Le mouvement de transferts des productions vers des pays à bas coûts est ancien. Par ailleurs, la rémunération du travail s'améliore progressivement dans les pays émergents contribuant à la hausse observée des prix des produits industriels.

Les innovations technologiques participent clairement à la faiblesse de l'inflation. La dématérialisation rend obsolètes de nombreux métiers traditionnels. Des services plus performants, moins coûteux à produire et à diffuser émergent. Beaucoup d'intermédiaires disparaissent. L'univers concurrentiel de nombreux métiers s'élargit. Ainsi, chaque voiture, chaque appartement devient le concurrent potentiel d'un professionnel du transport ou de l'hôtellerie. Ces innovations ont permis l'émergence de leaders puissants. Ils dominent leurs marchés et étendent leur sphère d'influence sans pour autant utiliser une main d'œuvre abondante.

Contrairement aux attentes, l'offre de monnaie liée aux politiques monétaires expansionnistes n'a pas, jusqu'ici, d'effet déterminant. Même au Japon, où, malgré deux ans d'efforts gigantesques de la banque centrale, l'inflation plafonne à... +0,3%. Les prix des biens et des services restent sages. Pour l'essentiel, les capitaux mis à la disposition du système financier se sont investis sur les marchés. Ils n'ont qu'indirectement profité à l'économie réelle. Les taux bas ont, par exemple, donné du pouvoir d'achat immobilier aux ménages. L'inflation s'est donc portée sur les actifs financiers et immobiliers plus que sur les biens et services.

Autre hypothèse avancée, l'offre de main d'œuvre croît partout dans le monde. Dans les pays émergents, pour des raisons démographiques. Aux États-Unis, parce que le nombre d'individus en âge de travailler absents des statistiques du chômage n'a jamais été aussi élevé. En Europe, du fait du recul de l'âge de la retraite mais aussi de l'accueil de migrants dans les pays où la main d'œuvre manque faute de mobilité géographique des travailleurs. Partout, à cause de la multiplication des emplois à temps partiel. Pour ces raisons, les hausses de salaires resteraient contenues même lorsque la reprise de l'activité provoque une baisse du chômage, voire un plein emploi théorique.

La difficulté de cerner précisément ce phénomène alimente la perplexité des banquiers centraux. Le pragmatisme devrait continuer de guider leurs décisions. La normalisation à venir des politiques monétaires sera donc probablement très progressive. D'autant que les facteurs d'instabilité restent nombreux : incertitude sur la mise en œuvre du programme de Donald Trump aux États-Unis, disparité des trajectoires économiques et budgétaires au sein de la zone euro, absence de consensus sur le chemin à emprunter pour poursuivre la construction européenne, niveau historique de la dette portée par la plupart des agents économiques dans le monde. Si besoin, les banquiers centraux pourront mettre en avant ces facteurs pour conserver un rythme très graduel de normalisation.

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.

La Bourse américaine garde l'avantage ce trimestre

Une fois de plus, la Bourse américaine garde l'avantage. Alors que les principaux indices européens clôturent le trimestre en baisse, le S&P500 progresse de +2,6% (+8,2% sur le semestre). Le Nasdaq, indice des valeurs technologiques, gagne +3,9% (+16,1% sur le semestre).

Pourtant, l'Europe bénéficie aujourd'hui d'une conjonction plus favorable de facteurs :

- Le risque politique y diminue alors qu'il augmente aux Etats-Unis.
- La fin même progressive de la période d'argent gratuit semble plus proche aux Etats-Unis qu'en Europe. Ce trimestre, la FED a monté ses taux de +0.25% à +1,25%. Elle prévient qu'elle va progressivement réduire la taille de son bilan. La BCE continue, elle, d'injecter 60Md€ par mois dans le système financier.
- La croissance donne des signes d'essoufflement aux USA, alors qu'elle se solidifie et se diffuse dans la zone euro. A des niveaux record, les bénéfices des sociétés américaines sont plutôt revus en baisse. En Europe au contraire, pour la première fois depuis 5 ans, la progression des bénéfices accélère. La qualité de cette croissance s'améliore aussi. Elle n'est plus seulement tirée par une gestion rigoureuse des coûts mais par la reprise des volumes et une meilleure tenue des prix.
- Les évaluations des sociétés américaines atteignent des niveaux proches des plus hauts historiques. Selon Facset, le PER du S&P 500 est proche de 22 fois les bénéfices, 5 points au-dessus de la moyenne de ces 10 dernières années. Le PER de l'Eurostoxx 600 est, lui, plus proche de 15.

Dans ce contexte, l'Europe continue de donner une impression de meilleur des mondes. Le dynamisme des économies est suffisant pour assurer la prospérité des entreprises sans pour autant générer de tensions inflationnistes. Les taux maintenus bas, associés à une croissance dynamique, améliorent la perspective de rémunération du risque. Durant l'été, les publications de résultats semestriels devraient conforter ces anticipations. Reste que les actifs risqués sont de plus en plus chers et les opportunités d'investissement plus rares.

Ce trimestre, 6 valeurs sur les 15 incluses dans nos portefeuilles ont progressé de plus de 15%. Les raisons sont propres à chaque dossier. Après avoir prouvé sa capacité de résistance dans un environnement adverse, notre processus de gestion confirme sa capacité à détecter des opportunités d'investissement. Forts de disponibilités abondantes, nous continuons notre travail de sélection de valeurs pour tenter de générer, comme par le passé, de la performance avec une prise de risque contrôlée.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 30 juin 2017	Volatilité 3 ans	Performances						
		T2 2017	S1 2017	2016	2015	2014	2013	2012
Plan Main Libre*: 15 341,47€	6,81	+8,60%	+11,93%	+4,93%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%
Plan Bâtitteur**: 14 434,42€	6,56	+6,72%	+10,92%	+3,94%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%
Euro-Flexible (Morningstar)	7,82	+0,03%	+2,72%	+2,22%	+4,68%	+5,46%	+5,47%	+6,47%

* Fonds créé le 25 mars 2010

** Fonds créé le 8 juillet 2011

Sources : HIM/ Morningstar

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Repères

Au 30 juin 2017	Valeurs	Evolutions						
		T2 2017	S1 2017	2016	2015	2014	2013	2012
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 440,86	-1,6%	+4,6%	+0,7%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%
Rémunération exigée en Europe*	6%	-0,1	-0,6	-1	-1,3	-1,1	-2	-2,7
CAC 40 (France)	5 120,68	0 %	+5,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2 423,41	+2,6%	+8,2%	+9,3%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%
Nasdaq (USA technologies)	5 646,92	+3,9%	+16,1%	-3,2%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	25764,58	+6,9%	+17,1%	+0,4%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%
Nikkei (Japon)	20033,43	+5,9%	+4,8%	+0,4%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	62899,97	-3,2%	+4,4%	+38,9%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%
Russie (RTS Index)	1000,96	-10,1%	-13,1%	+52,2%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%
Inde (Sensex)	30921,61	+4,4%	+16,1%	+2,6%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%
Chine (SSE Composite)	3192,43	-0,9%	+2,9%	-12,3%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,82%	-0,16	0,13	-0,24	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12
Allemagne (Bund)	0,47%	0,14	0,26	-0,43	+0,09	-1,40	+0,63	-0,22
Italie	2,16%	-0,16	0,34	+0,21	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17
Espagne	1,54%	-0,13	0,17	-0,41	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23
Grèce	5,49%	-1,88	-1,54	-1,31	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5
USA (US Notes)	2,3%	-0,09	-0,14	+0,18	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04
Japon	0,08%	0,09	0,05	-0,24	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16
Autres								
Parité €/ \$	1,14	+7%	+8,4%	-3,8%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%
Pétrole (BRENT \$)	47,9	-4,6%	-15,6%	+54,8%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%
Or (Once \$)	1 240,70	-0,5%	+7,8%	+8,5%	-10,3%	-1,7%	-27,3%	+5,7%

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'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.