

**« Le Meilleur des mondes » ?**

- **L'optimisme de 2016 déborde sur le premier trimestre 2017**
  - L'Eurostoxx 50 progresse de +6,2%, les indices américains volent de records en records
  - Les facteurs d'incertitudes toujours présents sont relégués au second plan
  - Par leurs discours et leurs actions mesurées les banques centrales contribuent à apaiser
- **L'inflexion positive de la croissance mondiale apparue fin 2016 se confirme**
  - Aux USA, la perspective d'un soutien budgétaire à la croissance suscite l'optimisme
  - Les indicateurs avancés sont solides particulièrement en Europe
  - L'inflation est de retour, tirée notamment par la hausse des matières premières et de l'énergie
- **La normalisation des taux est très progressive**
  - Les banques centrales affichent leur sérénité face au retour de l'inflation
  - Les investisseurs adhèrent, les taux restent sages
  - Notre processus de sélection raisonné d'actions décotées a fait ses preuves
  - Dans le contexte actuel, c'est l'une des rares options pour espérer faire fructifier son capital

Cher Investisseur,

Dans la continuité du trimestre précédent, l'année 2017 débute dans l'optimisme. L'Eurostoxx 50 progresse de +6,2% sur le trimestre. Les investisseurs ne semblent plus redouter les conséquences imprévisibles d'échéances politiques proches, l'incertitude liée à la mise en œuvre du Brexit ou la perspective d'une escalade des protectionnismes. La volatilité, mesure de l'inquiétude, est au plus bas.

Des deux côtés de l'Atlantique, les banques centrales avancent avec prudence sur le chemin de la normalisation des politiques monétaires. Celles-ci affichent leur sérénité face au retour confirmé de l'inflation. Leurs discours et leurs actions contribuent à apaiser les investisseurs. Les taux longs restent sages. Aux Etats-Unis, ils ont même reculé sur le trimestre. En Europe, ils remontent de façon très mesurée. Le niveau auquel l'inflation se trouve aujourd'hui n'est pas pris en compte dans la rémunération quasi nulle servie par certaines obligations notamment en Allemagne.

L'inflexion positive de la croissance mondiale apparue fin 2016 se confirme, particulièrement en zone euro. Les enquêtes de conjoncture suggèrent une dynamique plus solide et mieux répartie au sein de la zone. L'industrie manufacturière soutenue par la faiblesse de l'euro ainsi que les services sont concernés. L'embellie de la conjoncture associée aux messages apaisants des banques centrales donne une impression de meilleur des mondes. Des taux bas associés à une croissance dynamique poussent les investisseurs vers les actifs risqués.

Dans ce contexte complexe, dans lequel les actions sont de plus en plus chères, nous continuons de nous concentrer sur la recherche d'actifs décotés, dont le potentiel est sous-évalué ou les risques surestimés. Plus que jamais, c'est l'une des rares options pour espérer faire fructifier son capital.

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.

## ***Le premier trimestre 2017 prolonge la tendance positive de la fin 2016***

Le premier trimestre 2017 débute dans la continuité de la fin de l'année 2016. Dans la plupart des pays développés mais aussi dans le monde émergent, les indices boursiers progressent significativement ce trimestre. L'Eurostoxx 50 affiche une hausse de +6,2%.

Aux Etats-Unis, les indices volent de records en records. Le S&P 500 progresse de +5,5%. Le Nasdaq du double (+11,8%). Les investisseurs continuent d'anticiper les effets positifs des baisses massives d'impôts et des investissements en infrastructures promis par Donald Trump. Après deux années de stagnation, le consensus table sur une hausse de +10% des résultats du S&P 500 en 2017. L'évaluation des sociétés américaines continue de se tendre. Sur les cinq dernières années, les indices ont progressé trois fois plus vite que les bénéficiaires conduisant le PE du S&P 500 de 12 fois à 18 fois.

Dans les pays émergents, l'Inde, le Brésil et la Chine progressent respectivement de +11,2%, +7,9% et +3,8%. Corrélée au prix de l'énergie, la Bourse de Moscou baisse de -3,3% sur le trimestre, après avoir progressé de 52% en 2016.

## ***Les incertitudes politiques toujours présentes sont reléguées au second plan***

Les investisseurs ne semblent plus redouter les conséquences imprévisibles d'échéances politiques proches, l'incertitude liée à la mise en œuvre du Brexit ou la perspective d'une escalade des protectionnismes. La volatilité, mesure de l'inquiétude, est au plus bas.

L'approche d'élections majeures en France et en Allemagne ne provoque pas de tensions. L'échec du leader anti-européen Geert Wilders, aux élections législatives hollandaises de mars dernier rassure. L'attachement des peuples à la monnaie unique pourrait être plus fort que l'exaspération que suscitent chez certains l'Europe et le libre-échange.

Le processus institutionnel menant au Brexit se poursuit. Le 29 mars, une lettre officialisant la rupture a été adressée aux instances européennes. Le Royaume-Uni quittera l'Union européenne dans la nuit du 29 au 30 mars 2019. Une rude négociation à l'issue incertaine va s'ouvrir. Elle portera sur les conditions du départ et sur les termes du futur partenariat. Pour l'instant, même l'ordre dans lequel ces deux sujets doivent être abordés fait l'objet d'âpres négociations. La bonne tenue de l'économie britannique dans cette période incertaine est une surprise positive.

Aux Etats-Unis, un déficit commercial record de -502Md\$ pour 2016 a été publié ce trimestre. La mise en œuvre du volet protectionniste du programme de Donald Trump devrait débuter lors de la visite début avril du Président chinois Xi Jinping. Pour l'instant, le risque de montée des protectionnismes et ses effets négatifs sur la croissance et l'inflation n'inquiètent pas. L'optimisme né de la perspective d'un soutien à la croissance fait de grands travaux et de réductions d'impôts est plus fort.

### ***La normalisation des taux partie des Etats-Unis en 2016 reste très progressive***

Dans ce contexte incertain, les banquiers centraux font preuve de mesure. Aux Etats-Unis, la FED avance toujours prudemment sur le chemin de la normalisation des taux. En mars, pour la troisième fois depuis décembre 2015, elle a augmenté ses taux directeurs de +0,25% pour les porter de +0,75% à +1%. Ce niveau reste très raisonnable à ce stade du cycle économique américain. Elle commence tout juste à évoquer la perspective d'une réduction de la taille de son bilan (4500Md\$ contre 800Md\$ avant la crise financière de 2008). En Europe, la BCE n'envisage pas de modifier sa politique monétaire accommodante avant 2018. Elle maintient son programme de rachat d'actifs (60Md€ par mois sur l'année 2017).

La Fed et la BCE contribuent toujours à apaiser les inquiétudes. Les taux longs restent sages. Aux Etats-Unis, le 10 ans recule même de 2,45% à 2,39% sur le trimestre. En zone euro, la formation des taux est toujours tirée vers le bas par les interventions de la BCE. Le 10 ans allemand passe de 0,21% à 0,33% sur le trimestre. Dans les pays les moins vertueux, notamment la France et l'Italie, les taux se redressent un peu plus. Certes, les divergences s'accroissent au sein de la zone euro, reflétant les évolutions contrastées des trajectoires économiques et budgétaires des partenaires. Néanmoins, grâce à la BCE, chacun continue de profiter de coûts de financement particulièrement bas en valeur absolue (respectivement 0,98% et 2,32% sur les échéances à 10 ans en France et en Italie).

### ***Les banquiers centraux affichent leur sérénité face au retour de l'inflation***

Le retour de l'inflation se confirme ce trimestre. Les hausses des matières premières se répercutent dans les coûts de production de biens manufacturés de façon visible. Les économies les plus dynamiques notamment l'Allemagne et les USA, affichent des taux de chômage autorisant la poursuite de hausses de salaires pour l'instant mesurées. En zone euro, l'inflation, incluant les variations des prix de l'énergie, a atteint l'objectif de la BCE (2%). Aux Etats-Unis, il se maintient au-dessus depuis plusieurs trimestres. Au Royaume-Uni, la baisse de la livre importe une inflation qui atteint aujourd'hui le rythme de +2,3%.

Le débat ne porte plus sur l'éventualité du retour de l'inflation mais sur sa mesure et sur le rythme de sa progression. Les banques centrales ont toutes un discours rassurant sur le sujet : l'accélération de l'inflation n'est pas pérenne car essentiellement liée à la remontée rapide du prix de l'énergie. Elles disposent de leurs outils de mesure pour apprécier l'inflation sous-jacente en éliminant les fluctuations temporaires. Selon ces mesures, l'inflation américaine tangente les 2% et celle de la zone euro se situe à 1,7%. Les derniers chiffres publiés le 31 mars confortent leur analyse. En zone euro, l'indice des prix recule sur un mois de +2% à +1,5%. Aux Etats-Unis, il recule pour le deuxième mois consécutif de +2,2% à +2%.

Reste que les taux longs quasi nuls notamment en Allemagne ne reflètent pas la hausse de l'inflation constatée ces derniers trimestres, ni le niveau auquel elle se trouve aujourd'hui. Ce sujet devrait continuer à être une source de tension entre l'Allemagne et la BCE.

## ***La dynamique de la croissance mondiale se confirme, l'Europe prend l'avantage***

La croissance mondiale confirme sa meilleure orientation. L'inflexion positive amorcée dans la seconde moitié de 2016 s'est poursuivie. Les chiffres publiés pour l'année 2016 et les indicateurs avancés sont solides au premier trimestre, particulièrement en zone euro.

Aux Etats-Unis, la croissance sur l'ensemble de l'année 2016 a été récemment revue en hausse à +2,1%, tirée par une consommation des ménages (70% du PIB) plus dynamique qu'anticipée. Un chômage faible (4,7%), des salaires en progression (+2,8%), un effet richesse lié à la bonne tenue des marchés financiers et de l'immobilier sont les robustes piliers de la longue phase d'expansion de ces 7 dernières années. Depuis l'élection de Donald Trump, un consensus s'est formé anticipant la poursuite de cette expansion dont les moteurs devraient être les baisses d'impôts et les dépenses d'infrastructures massives inscrites au programme du candidat.

Dans les pays émergents, l'horizon s'éclaircit aussi. En Chine, à force de plans de relance et de dettes (279% du PIB aujourd'hui contre 148% il y a 10 ans) la croissance en 2016 atteint +6,7%, dans la fourchette des objectifs officiels (6,5%-7%). Elle est conforme au rythme de +6,5% par an prévu sur la période du plan en cours (2016-2020). La dégradation de l'activité manufacturière perceptible mi 2016 a été enrayée. Les données pour le quatrième trimestre (+6,8%) suggèrent une dynamique positive en fin d'année permettant d'aborder favorablement l'année 2017. Au Brésil et, dans une moindre mesure en Russie, la récession s'éloigne. La croissance revient progressivement, grâce notamment à la hausse des matières premières.

Faible, fragile et inégale, ces termes qu'employait Mario Draghi pour qualifier la croissance en zone euro il y a quatre ans, ne sont plus tout à fait d'actualité. Très progressivement, la dynamique s'affermi. Le PIB progresse de +1,7% en 2016, après 1,5% en 2015. Dans un environnement de taux maintenus très bas, la parité €//\$ devenue favorable a permis d'amorcer une reprise économique graduelle. Elle se confirme ce trimestre, malgré la mise en œuvre du Brexit, l'incertitude associée aux élections et les risques d'attentats.

Sur la fin de ce trimestre, l'Europe prend même l'avantage. Les enquêtes de conjoncture, notamment les indices PMI de Markit, suggèrent une dynamique plus solide de l'activité en zone euro qu'ailleurs. Les pays du nord et l'Espagne ne sont plus les seuls moteurs de cette reprise. L'activité manufacturière amorce aussi un redressement en France, tirée par la faiblesse de l'euro et des progrès de compétitivité. Un mouvement similaire pointe en Italie. Seule la Grèce fait exception. Elle continue de s'affaïsser et ne parvient pas à s'accorder avec ses partenaires pour remettre sa dette sur une trajectoire soutenable. Aux Etats-Unis, au contraire, ces mêmes indices suggèrent une dynamique de croissance moins favorable sur la fin du premier trimestre. Selon Markit, le PIB américain progresse à un rythme annualisé de +1,7% au premier trimestre 2017 (+2,1% au quatrième trimestre 2016).

**« Le Meilleur des mondes » ?**

La lecture des enquêtes de conjoncture associée aux messages apaisants des banquiers centraux sur l'inflation donne une impression de meilleur des mondes. L'activité économique y est assez solide pour assurer la prospérité des entreprises, mais insuffisante pour générer des tensions inflationnistes. Des politiques monétaires plus restrictives ne sont alors pas plus justifiées que des hausses de taux. Les taux maintenus bas associés à une croissance dynamique améliorent la perspective de rémunération du risque. Ce contexte attire les investisseurs vers les actifs risqués au détriment des obligations qui ne rapportent pas grand-chose. Un puissant mouvement de réallocation d'actifs entamé en 2016 est probablement l'explication la plus convaincante de la bonne tenue des actions.

L'équilibre entre chacun de ces paramètres est néanmoins précaire. Les anticipations de croissance peuvent s'avérer trop optimistes. Ce fut le cas ces cinq dernières années tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Une fois de plus, ce pourrait être le cas en 2017 si le volet protectionniste du programme de Donald Trump conduisait à une escalade de mesures pénalisant le commerce. La Chine, L'Allemagne, le Mexique et le Japon sont les cibles désignées puisque ce sont les quatre principaux responsables du déficit commercial américain. Le poids de ces puissances dans l'économie et le commerce mondial montre que l'enjeu n'est pas anecdotique. Les anticipations d'inflation peuvent aussi être sous-estimées. Les faibles rémunérations exigées par les investisseurs sur les obligations d'Etat à 10 ans en zone euro et aux Etats-Unis le suggèrent.

Dans ce contexte complexe, dans lequel les actifs risqués sont de plus en plus chers, nous continuons de nous concentrer sur la recherche d'actifs décotés, dont le potentiel est sous-évalué ou les risques surestimés. Plus que jamais, c'est l'une des rares options pour espérer faire fructifier son capital.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

## Annexe 1 : quelques données chiffrées

### Nos Fonds

Au 31 mars 2017	Volatilité 3 ans	Performances						
		T1 2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Plan Main Libre*: 14 126,78€	6,32	+3,07%	+4,93%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâtitteur**: 13 525,49€	6,22	+3,94%	+3,94%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
Euro-Flexible (Morningstar)	7,83	+2,82%	+2,22%	+4,68%	+5,46%	+5,47%	+6,47%	-8,49%

\* 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 31 mars 2017	Valeurs	Evolutions						
		T1 2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Europe</b>								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 495,59	6,2%	+0,7%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	6,1%	-0,5	-1	-1,3	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	5 122,51	5,4%	+4,9%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
<b>Etats-Unis</b>								
S&P 500 (USA)	2 362,72	5,5%	+9,3%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	5 436,23	11,8%	-3,2%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
<b>Asie</b>								
Hang Seng (Hong Kong)	24111,59	9,6%	+0,4%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	18909,26	-1,1%	+0,4%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
<b>Emergents</b>								
Brésil (Bovespa Index)	64984,07	7,9%	+38,9%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1 113,76	-3,3%	+52,2%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	29620,50	11,2%	+2,6%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	3 222,60	3,8%	-12,3%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
<b>Taux 10 ans</b>								
France (OAT)	0,98	+0,29	-0,24	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	0,33	+0,12	-0,43	+0,09	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	2,32	+0,49	+0,21	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	1,67	+0,30	-0,41	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	7,37	+0,34	-1,31	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	2,39	-0,06	+0,18	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,07	+0,09	-0,24	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
<b>Autres</b>								
Parité €/§	1,07	1,3%	-3,8%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT §)	50,23	-11,5%	+54,8%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once §)	1 247,40	8,3%	+8,5%	-10,3%	-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'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.