

« Le Meilleur des mondes » (suite)

- **L'impression de meilleur des mondes se poursuit**
 - La croissance mondiale se solidifie
 - Le retour de l'inflation se confirme mais à un rythme très mesuré
 - Le recalibrage des politiques monétaires sera progressif et pragmatique
- **Une croissance synchronisée de la plupart des économies du monde s'affirme**
 - Pour la deuxième fois en 2017, le FMI révisé en hausse ses anticipations
 - Le long cycle de croissance de l'économie américaine ne donne pas de signes d'essoufflement
 - L'embellie concerne tant le monde développé qu'émergent
- **La perspective chaque jour plus proche d'un resserrement monétaire n'inquiète pas**
 - Les banques centrales amorcent un processus de normalisation très pragmatique et progressif
 - Les évaluations boursières plus tendues reflètent l'effondrement des taux d'intérêt
 - Sélectionner des valeurs décotées devrait permettre de se tenir éloigné des bulles potentielles

Cher Investisseur,

Brièvement perturbée par la hausse de l'euro, la confiance est restée solidement installée ce trimestre. L'Eurostoxx 50 progresse de +4,2% (+9% depuis le début de l'année). La plupart des places boursières mondiales affichent des performances parfois très significatives. Aux Etats-Unis, les records succèdent aux records. Le cycle économique d'une longueur exceptionnelle se poursuit. En zone euro, le raffermissement de la croissance se confirme. Pour la seconde fois cette année, le FMI revoit en hausse les perspectives de croissance mondiale. L'embellie concerne tant les pays développés qu'émergents.

Dans cet environnement, le risque de déflation n'est plus une préoccupation. Mais les banquiers centraux communiquent abondamment sur la lenteur avec laquelle l'inflation s'affirme. A +1,5% aux USA et +1,1% en zone euro, le rythme est étonnement mesuré par rapport à ce qui pourrait être attendu à ce stade du cycle économique. Reste que l'évolution récente des prix industriels ou du salaire horaire aux Etats-Unis suggèrent une accélération possible de la hausse des prix dans les trimestres à venir.

La perspective d'un resserrement des politiques monétaires se rapproche chaque jour un peu plus. L'accélération de la dynamique des économies la rend inéluctable. La FED a initié le mouvement. Il est très progressif et pragmatique, voire symbolique. Janet Yellen compte faire en sorte que ce processus de normalisation soit « *long et ennuyeux, aussi inoffensif que de regarder l'herbe pousser* ». Une croissance économique solide, une inflation mesurée, des banquiers centraux attentifs au moral des investisseurs, l'impression de meilleur des mondes se confirme. Les taux restent sages.

Comme l'inquiétude, la volatilité des actions est au plus bas. Les évaluations se tendent, reflétant l'effondrement des taux d'intérêt. Dans ce contexte, nous continuons de nous concentrer sur la recherche de valeurs décotées. Des histoires singulières pour lesquelles nous estimons que les risques sont surestimés ou le potentiel sous-estimé. Cette approche a fait ses preuves au cours de ces dernières années. Elle devrait permettre de nous tenir éloignés des bulles potentielles.

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.

Au jeu du « stop ou encore ? », ce trimestre les investisseurs ont voté encore.

Après un été chahuté, notamment du fait de l'appréciation de l'euro, l'Eurostoxx 50 clôture le trimestre en hausse de +4,2% (+9% depuis le début de l'année). Aux Etats-Unis, les progressions sont comparables. Le S&P 500 avance de +4% (+12,5% depuis le début de l'année), le Nasdaq de +5,9% (+22,9% depuis le début de l'année). La plupart des autres places boursières mondiales ont aussi progressé, parfois de façon très significative. Tirés par la hausse du pétrole et des matières premières, les indices russe et brésilien progressent respectivement de +13,6% et +18,1%. Les investisseurs affichent une grande confiance dans la capacité des banques centrales à calibrer très progressivement leur politique monétaire. Alors que les obligations continuent de ne rien rapporter, les actions bénéficient de la dynamique retrouvée de la croissance mondiale associée à une inflation très contenue. Même les catastrophes naturelles et les incertitudes politiques ne sont qu'un bruit de fond, sans impact sur le moral des investisseurs.

L'accélération de la croissance notamment en zone euro explique l'optimisme actuel

Les perspectives économiques décrites par les principaux instituts sont plutôt riantes. Une fois de plus ce mois-ci, le FMI confirme l'accélération de la dynamique de croissance de l'économie mondiale. Pour la deuxième fois cette année, Christine Lagarde annonce une révision en hausse des anticipations pour 2017 (de +3,5% à +3,6%) et 2018 (+3,6% à +3,7%). Même modeste (+0,1%), cette amélioration est significative. Pour la première fois depuis une décennie, elle concerne aussi bien les pays émergents que les pays développés.

Aux Etats-Unis, un cycle économique d'une longueur exceptionnelle se poursuit. Malgré une batterie d'indicateurs décevants publiés au printemps et une incertitude grandissante concernant la capacité de l'équipe Trump à mettre en œuvre les réformes fiscales et budgétaires annoncées durant la campagne, force est de constater que la croissance reste solide. Le taux de chômage est descendu à 4,2%, les salaires progressent (+2,9% en rythme annuel). Fin septembre, les chiffres du PIB pour le deuxième trimestre ont été revus en hausse à +3,1% en rythme annuel.

En zone euro, le raffermissement de la croissance se confirme. L'accélération est perceptible un peu partout, notamment en France et en Allemagne. L'ensemble de la zone euro, incluant la Grèce profite de ce mouvement. Selon les indicateurs PMI de Markit, la dynamique s'affirme dans les services ainsi que dans l'industrie manufacturière. La demande tant intérieure qu'extérieure gonfle les carnets de commandes et génère des besoins d'investissements, sources supplémentaires de croissance. Fait notable, les effectifs dans l'industrie manufacturière progressent à un rythme jamais enregistré depuis plus de deux décennies. Le raffermissement perceptible de l'euro n'a pas à ce stade d'effet sur l'activité.

Dans les pays émergents, les perspectives s'améliorent aussi. La Russie et le Brésil profitent de la hausse des matières premières et de bases de comparaison plus favorables. En Chine, à quelques jours du 19ème congrès du Parti communiste, le responsable du bureau national de la statistique confirme (sans surprise) l'objectif d'une progression de +6,5% du PIB.

L'inflation reste toujours sage mais pourrait accélérer

« *L'expansion économique en cours laisse entrevoir avec confiance un retour progressif de l'inflation vers des niveaux conformes à notre objectif* ». Ces propos de Mario Draghi confirment que la déflation n'est plus un sujet de préoccupation. Aux Etats-Unis, l'indice PCE suivi par la FED se situe à +1,5%. En zone euro, l'inflation hors prix de l'énergie s'est stabilisée à +1,1%. Au Japon, elle culmine à +0,6%. Malgré l'accélération de la croissance, les banquiers centraux communiquent abondamment sur la lenteur avec laquelle l'inflation s'affirme. Le rythme est encore largement en deçà de leurs objectifs (inférieur mais proche de 2%). Il paraît faible par rapport à ce qui pourrait être attendu à ce stade du cycle économique.

Néanmoins, certains indicateurs récents suggèrent une accélération possible de la hausse des prix dans les trimestres à venir. Les prix industriels (+2,5% en rythme annuel en zone euro, +2,6% aux Etats-Unis), les salaires, notamment aux Etats-Unis (+2,9% en rythme annuel en septembre), le prix de l'énergie (+18% ce trimestre), poursuivent leur progression. Au sein de la zone euro, le tableau est obscurci par les disparités grandissantes entre Etats et par l'effet des variations de l'euro sur les prix importés. Les derniers indices de prix publiés en Allemagne (+1,8% en rythme annuel), en Espagne (+1,9%) sont dès à présent en ligne avec les objectifs de la BCE. Ce n'est pas le cas en Italie (+1,3%), ni en France (+1,1%), ni en Grèce (+1%). La BCE semble néanmoins conservatrice lorsqu'elle anticipe une baisse de l'inflation en 2018 (+1,2% contre +1,5% en 2017).

La perspective chaque jour plus proche d'un resserrement monétaire n'inquiète pas

La perspective d'un resserrement des politiques monétaires se rapproche chaque jour un peu plus. L'accélération de la dynamique des économies la rend inéluctable. La FED a initié un mouvement très progressif. Elle le poursuit. En décembre, elle devrait décider d'une nouvelle et modeste hausse de ses taux directeurs (+0,25%). Ils se situeraient alors au niveau très raisonnable de 1,25%-1,5%. Par ailleurs, elle a franchi une nouvelle étape. En octobre, elle engage la réduction de la taille de son bilan (passé de 900Md\$ à 4500Md\$ depuis la crise de 2008). Le mouvement sera symbolique (10Md\$ par mois, puis de 10Md\$ supplémentaires tous les 3 mois jusqu'à atteindre un plafond de 50Md\$). La BCE prépare aussi les esprits à une réduction très progressive de son soutien monétaire. Le calibrage de ses rachats d'actifs (60Md€ par mois) sera revu prochainement.

La conviction affichée et partagée d'une modération durable de l'inflation facilite le travail des banquiers centraux. Ils tiennent un argument de poids pour agir avec prudence et pragmatisme sur le chemin de la normalisation de leur politique monétaire. Compte-tenu de l'accumulation sans précédent de dettes publiques et privées dans le monde, cette normalisation ne peut se faire qu'à un rythme compris et accepté par le système financier détenteur des dettes. Un regain d'inquiétude provoquerait des tensions sur les taux, sources de désordres dans l'économie. De nombreux Etats, notamment en Europe, n'auraient pas les moyens budgétaires de supporter une hausse du coût de financement de leur endettement. Partout, de nombreux ménages seraient fragilisés par la baisse de la valeur de leur patrimoine immobilier. La solidité de l'économie et par ricochet la stabilité du système financier dépend donc aujourd'hui de la capacité des banquiers centraux à calibrer leur politique monétaire en conservant la confiance des investisseurs. En exprimant sa volonté de faire en sorte que le processus de normalisation soit « *long et ennuyeux, aussi inoffensif que de regarder l'herbe pousser* », Janet Yellen confirme ce point.

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 évaluations boursières continuent de se tendre reflétant la faiblesse des taux d'intérêt

Les enquêtes de conjoncture associées aux analyses apaisantes sur l'inflation continuent de donner une impression de meilleur des mondes. L'activité économique est assez solide pour assurer la prospérité des entreprises sans que l'inflation ne s'affirme pour l'instant. Les investisseurs ont aussi la conviction rassurante que leur moral est une préoccupation importante des banquiers centraux. Comme l'inquiétude, la volatilité des actions est au plus bas. Les places financières affichent de solides performances. Aux Etats-Unis, les cours volent de records en records. Les évaluations se tendent. Selon le consensus Facset, le PER 2017 de l'Eurostoxx 600 s'élève à 16,8 fois, 40% au-dessus de sa moyenne historique de ces dix dernières années.

Les taux longs restant sages, la rémunération du risque paraît néanmoins attractive. En effet, l'écart de rentabilité entre les actions d'une part (5,95% correspondant à l'inverse du PER de l'année en cours) et le taux sans risque (0,47% pour le 10 ans allemand) s'élève à 5,48%. A ce niveau, le supplément de rémunération exigé par les investisseurs pour justifier le risque associé à un investissement en actions est comparable à celui atteint au point bas des marchés de mars 2009 (5,85%). Le PER du marché européen était alors de 11,3 et le taux du 10 ans allemand de 3%. Ce calcul d'arbitrage montre que la hausse des actions a reflété assez fidèlement l'effondrement des taux d'intérêt. A ce titre, l'évaluation des marchés européens trouve une justification. Néanmoins, les mêmes causes produisant les mêmes effets, le retour des taux longs sur des niveaux plus conformes aux standards historiques réduirait mécaniquement la rémunération du risque associée à un investissement en actions. Sans amélioration des perspectives des sociétés, les cours seraient la variable d'ajustement.

Dans ce contexte, nous continuons de nous concentrer sur la recherche de valeurs décotées. Des histoires singulières pour lesquelles nous estimons que les risques sont surestimés ou le potentiel sous-estimé. Cette approche a fait ses preuves au cours de ces dernières années. Nous nous efforcerons donc de poursuivre notre travail afin de générer de la performance avec une prise de risque contrôlée.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 30 septembre 2017	Volatilité 3 ans	Performances						
		T3 2017	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Plan Main Libre*: 15 389,99€	6,81	+0,32%	+12,29%	+4,93%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%
Plan Bâtitteur**: 14 471,46 €	6,42	+0,28%	+11,21%	+3,94%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%
Euro-Flexible (Morningstar)	7,96	+1,8%	+4,87%	+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 septembre 2017	Valeurs	Evolutions						
		T3 2017	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 920,52	+4,2%	+9%	+0,7%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%
Rémunération exigée en Europe*	5,95%	0	-0,6	-1	-1,3	-1,1	-2	-2,7
CAC 40 (France)	5 329,81	+4,1%	+9,6%	+4,9%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2 519,36	+4%	+12,5%	+9,3%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%
Nasdaq (USA technologies)	5 979,3	+5,9%	+22,9%	-3,2%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	27 554,3	+6,9%	+25,2%	+0,4%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%
Nikkei (Japon)	20 356,28	+1,6%	+6,5%	+0,4%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	74 293,51	+18,1%	+23,4%	+38,9%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%
Russie (RTS Index)	1 136,75	+13,6%	-1,4%	+52,2%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%
Inde (Sensex)	31 283,72	+1,2%	+17,5%	+2,6%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%
Chine (SSE Composite)	3 348,94	+4,9%	+7,9%	-12,3%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,74%	-0,07	0,06	-0,24	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12
Allemagne (Bund)	0,47%	0,00	0,26	-0,43	+0,09	-1,40	+0,63	-0,22
Italie	2,18%	0,02	0,35	+0,21	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17
Espagne	1,63%	0,09	0,26	-0,41	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23
Grèce	5,65%	0,15	-1,39	-1,31	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5
USA (US Notes)	2,34%	0,04	-0,11	+0,18	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04
Japon	0,06%	0,09	0,03	-0,24	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16
Autres								
Parité €/ \$	1,18	+3,5%	+12,2%	-3,8%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%
Pétrole (BRENT \$)	56,73	+18,4%	0%	+54,8%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%
Or (Once \$)	1 283,47	+3,4%	+11,5%	+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.