

« Prêteriez-vous votre carte bancaire à un cousin dépensier ? »¹

- **Le pire n'est jamais certain**
 - En 2016, l'Eurostoxx 50 progresse de 0,7%, le Brexit a été bien digéré
 - Les crises politiques en Espagne et en Italie passeraient presque inaperçues
 - L'élection redoutée de l'imprévisible mais pragmatique D. Trump suscite même l'optimisme
- **La croissance semble refaire une apparition même dans la zone euro**
 - La croissance mondiale a beaucoup déçu ces dernières années mais paraît plus dynamique
 - Aux USA, le programme de relance budgétaire annoncé accentuerait le mouvement
 - Même en zone euro, une inflexion positive se dessine
 - Pas de doute, l'inflation est de retour des deux côtés de l'Atlantique
- **Venue des Etats-Unis, la normalisation des taux d'intérêt est en marche**
 - La FED a enclenché une normalisation des taux d'intérêt, elle se diffuse en Europe
 - La BCE reste encore accommodante, elle est le ciment d'une zone euro politiquement affaiblie
 - Notre processus d'investissement raisonné en actions décotées est adapté à ce contexte
 - Plus que jamais, c'est l'une des rares options ouvertes à l'investisseur en quête de rendement

Cher Investisseur,

L'année 2016 a commencé dans le doute et se termine dans l'optimisme. Grâce à un quatrième trimestre en progression de +9,6%, l'Eurostoxx 50 termine l'année 2016 sur une hausse de +0,7%. Les surprises politiques ont été nombreuses. Les marchés les ont très bien digérées. Malgré le Brexit, la Bourse de Londres affiche la plus forte performance d'Europe (+14%). Les crises politiques dans les pays de la zone euro n'inquiètent plus. La BCE reste accommodante. Elle est le ciment d'une zone euro politiquement affaiblie. L'élection redoutée de Donald Trump suscite aujourd'hui l'optimisme. Le plan de relance budgétaire prévu à son programme promet de soutenir la croissance à un moment où la FED doit normaliser sa politique monétaire.

Après plusieurs années de déceptions, la croissance semble revenir aussi bien dans les émergents que dans le monde développé. Aux Etats-Unis, la relance budgétaire du candidat élu renforce cette perspective. En zone euro, la croissance est toujours lente et inégalement répartie mais le chômage baisse, la production industrielle et les ventes de détail se redressent. Une inflexion positive apparaît. Dans ce contexte, la déflation n'est plus un sujet. Plus de doute, l'inflation est même de retour. Parti des Etats-Unis, un mouvement de normalisation des taux d'intérêt s'amorce. Même en Europe, où la BCE reste accommodante, les taux montent graduellement.

Les défis politiques restent importants tant en zone euro qu'aux Etats-Unis, mais la normalisation des taux et de l'inflation sont des nouvelles rassurantes. Elles font oublier le spectre de la déflation. Plus que jamais, investir de façon disciplinée dans des sociétés décotées à partir d'un travail approfondi d'analyse financière et d'évaluation devient l'une des rares options à la disposition de l'investisseur désireux de faire fructifier son capital.

¹Jens WEIDMANN, Président de la Bundesbank

Le pire n'est jamais certain...

A l'inverse de 2015, l'année 2016 a débuté dans le doute et se termine dans l'optimisme. Grâce à un quatrième trimestre en progression de +9,6%, l'Eurostoxx 50 termine l'année 2016 en hausse de +0,7%. Les marchés ont mis trois jours à digérer le Brexit, trois heures à accepter la victoire de Donald Trump et trois minutes pour constater le non au referendum italien. L'an passé, les surprises politiques (pas toujours agréables) n'ont pas eu les effets indésirables attendus. La Bourse de Londres affiche une performance de +14% sur l'année 2016, la plus élevée des places européennes. Aux Etats-Unis, l'élection redoutée de l'imprévisible mais pragmatique Donald Trump a même suscité l'optimisme. En quelques semaines, le S&P 500 a progressé de près de 10% regagnant rapidement le terrain perdu à l'approche de l'élection. Il termine l'année en hausse de +9%. Malgré le non au referendum en Italie, la Bourse de Milan a progressé de +18% en décembre, et termine l'année en baisse de -10%.

En zone euro, la crise politique espagnole, le non au referendum italien en décembre, les divergences de trajectoires économiques et budgétaires entre la France et l'Allemagne ne sont pas des sujets de préoccupation tant que la BCE poursuit sa politique monétaire accommodante et parvient à maintenir les coûts de financement des Etats les plus fragiles, notamment la France et l'Italie, à des niveaux compatibles avec leurs capacités budgétaires.

Au Royaume-Uni, le Brexit n'a pas commencé. Ses conséquences restent donc à évaluer dans le temps long. Bonne surprise, depuis le referendum du 23 juin dernier, l'économie accélère, portée notamment par la baisse de la £ et la bonne tenue de la consommation (60% du PIB). Passée la stupeur initiale, même le marché immobilier affiche pour l'instant une très belle résistance. En maintenant des taux bas et une devise faible, la politique accommodante de la Banque d'Angleterre participe aussi à la bonne tenue de l'économie. In fine, en 2016, la croissance britannique sera la plus dynamique des pays du G7 (+2,2%).

Aux Etats-Unis, le nouveau Président promet de prolonger le long cycle de croissance de ces 7 dernières années par une politique budgétaire fondée sur des baisses massives d'impôts, des dépenses publiques en infrastructures à même de soutenir la croissance, la consommation et l'investissement. Alors que la FED a lancé début décembre une nouvelle étape de normalisation monétaire en annonçant pour 2017 une hausse progressive des taux, les marchés parient sur une transition harmonieuse entre la fin du soutien monétaire et la relance budgétaire promise durant la campagne électorale. Pour l'instant, personne ne s'inquiète avec Janet Yellen des conséquences de cette relance budgétaire sur l'inflation, les déficits commerciaux et budgétaires, ni des effets sur l'inflation et la croissance des mesures protectionnistes envisagées.

En Chine, la crainte d'un ralentissement trop prononcé s'est estompée. La transition vers une économie tirée par les services et la consommation des ménages se poursuit. Fondées sur la relance budgétaire et le soutien bancaire à l'économie, les vieilles recettes pour soutenir la croissance sont une fois de plus utilisées avec un succès apparent. Les statistiques publiées avec une rapidité (presque) suspecte montrent un redressement régulier de la production industrielle et un développement harmonieux de l'économie de services.

Après plusieurs années de déceptions, la croissance semble revenir même en zone euro

La croissance mondiale a beaucoup déçu ces dernières années, aussi bien dans les pays développés que dans les émergents. Elle se maintient péniblement au-dessus de +3% par an, alors qu'elle dépassait +5% avant la crise de 2007-2008. Entre 2014 et le premier semestre 2016, à chaque mise à jour trimestrielle, le FMI a revu en baisse ses perspectives.

En zone euro, la sortie de récession a été beaucoup plus lente que prévue notamment du fait de l'assainissement nécessaire mais pas toujours suffisant des finances publiques. Dans les pays émergents, pour des raisons variées, l'année 2015 a marqué un brutal ralentissement notamment au Brésil (crise politique, baisse des matières premières) en Russie (crise diplomatique, baisse des prix de l'énergie) et en Chine (surcapacités, recul des exportations, endettement, transformation du modèle de développement privilégiant la consommation). Enfin en 2016, les perspectives de croissance ont été divisées par deux, tant aux Etats-Unis (de +3,2% à 1,6%) qu'au Japon (de +1% à +0,5%).

Cette tendance s'est inversée depuis l'été 2016. Une inflexion positive apparaît qui se confirme en fin d'année. La publication d'indicateurs variés, tant dans le monde développé qu'émergent, suggère une accélération en cours de la croissance.

Aux Etats-Unis, la vigueur du PIB au troisième trimestre a surpris, conduisant à une révision en hausse des anticipations de croissance pour l'ensemble de l'année 2016. La relance budgétaire prévue dans le programme du candidat Trump consolide cette perspective. En Europe, la croissance est toujours lente, inégalement répartie, mais les indicateurs avancés de Markit indiquent une inflexion positive de la production industrielle et des ventes de détail, notamment en Allemagne et en Espagne. Dans une moindre mesure, la France et l'Italie profitent de ce mouvement. Dans les émergents, le Brésil et la Russie sortent progressivement de récession. La Chine continue de doper sa croissance à crédit par l'investissement immobilier et la dépense publique en infrastructures.

Plus de doute, l'inflation est de retour

Le risque de déflation n'est plus aujourd'hui qu'un vieux souvenir. Dans la plupart des pays du monde les indices de prix se redressent, impactés par la hausse des matières premières et du pétrole, mais aussi parfois par la hausse des salaires, notamment en Chine et dans les pays où l'activité et l'emploi sont dynamiques (USA, Allemagne). L'impact déflationniste de la mondialisation est de moins en moins perceptible. Au contraire, les tentations protectionnistes notamment aux USA sont potentiellement inflationnistes. Par ailleurs, dans les zones où la devise s'affaiblit, notamment au Royaume-Uni et en zone euro, les importations se renchérissent participant à la montée de l'inflation.

En zone euro, l'indice des prix à la consommation atteint +1,1% en rythme annuel en décembre. Il était encore en territoire négatif en juin dernier. En excluant les fluctuations du prix de l'énergie, il est néanmoins relativement stable depuis un an (+0,9%), probablement du fait d'un taux de chômage en baisse mais encore élevé (9,8%), pesant sur les salaires et la consommation dans la zone. L'Allemagne fait exception. L'inflation (+1,7% en rythme annuel) tangente déjà l'objectif de 2% correspondant au mandat de la BCE. Aux Etats-Unis, l'inflation (hors prix de l'énergie) est supérieure à 2% depuis plus d'un an déjà, ce qui participe à la décision annoncée ce trimestre de normaliser la politique monétaire.

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.

Parti des Etats-Unis, un mouvement de normalisation des taux d'intérêt s'amorce

Après un plus bas historique en juillet 2016 (1,35% pour le 10 ans), les taux américains progressent depuis l'été dernier. La bonne tenue de la croissance, le plein-emploi, le tranquille retour de l'inflation et la normalisation en cours de la politique monétaire de la FED expliquent ce mouvement. Comme attendu, Janet Yellen a annoncé mi-décembre une hausse des taux directeurs de 0,25 points. Elle prévoit trois hausses de taux supplémentaires au cours de l'année 2017. Le 10 ans américain termine l'année à 2,45%.

En Europe, au contraire, la BCE maintient sa politique monétaire très accommodante. Elle peut encore utiliser l'argument d'une inflation inférieure à ses objectifs statutaires pour poursuivre son soutien à l'activité et aux Etats trop endettés. Le 8 décembre, elle a annoncé la poursuite au-delà de mars 2017 de son programme de rachats d'actifs. Entre avril et décembre 2017, le rythme sera légèrement plus mesuré (60Md€ par mois contre 80Md€ actuellement). Il reste très significatif. Malgré cette politique monétaire toujours expansionniste, les taux d'intérêt se redressent aussi en Europe. La normalisation de la politique monétaire de la FED diffuse ses effets sur toute la planète finance. La divergence persistante des trajectoires économiques et budgétaires des membres de la zone euro se traduit même depuis peu par l'accentuation des écarts de rendements exigés pour les différents Etats de l'Union. La BCE reste le ciment d'une zone euro politiquement affaiblie.

Un épais brouillard plane sur l'Europe politique en 2017

Le calme apparent de cette fin d'année 2016 ne doit pas faire oublier les risques associés notamment aux échéances politiques de 2017. Le Brexit devrait entrer dans une phase active. En janvier, la Cour suprême rendra un arrêt sur le droit des parlementaires britanniques à voter sur le Brexit ainsi que sur la demande des gouvernements écossais et irlandais de donner leur accord. D'ici mars, l'article 50 devrait être activé. Les négociations sur les termes de la séparation pourront débuter. Le vrai coût de ce changement apparaîtra progressivement. Entre le renoncement au divorce et la création d'un paradis fiscal à la porte de l'Europe, les options politiques sont nombreuses. De ces choix, découleront les conséquences économiques et financières de ce processus.

La France, l'Allemagne et les Pays-Bas connaîtront des élections majeures durant cette nouvelle année. Le succès d'un parti dit « populiste » et clairement anti-européen en France ou en Allemagne signerait probablement la fin du projet européen. Dans les autres cas, il est peu probable que les divergences, si grandes aujourd'hui, entre les trajectoires politiques, économiques et budgétaires de ces deux nations ne s'accroissent encore sans mettre à mal l'idée même du projet européen. La nécessité de plus de convergence ne manquera pas d'apparaître. Au cours de ces dernières années, l'Allemagne n'a fait aucune concession sur trois points qu'elle considère comme essentiels. D'une part, la nécessité de combattre le laxisme budgétaire et le surendettement des Etats par l'austérité. D'autre part, la volonté de protéger la monnaie pour assurer le bon fonctionnement de l'économie de marché et la liberté de la société et de l'Etat. Enfin, le refus de mutualiser les risques ou les dettes existantes.

Le renforcement de la construction européenne en 2017 n'est pas gagné d'avance

Depuis plusieurs années, les divergences entre décideurs de la zone euro s'affichent sans retenue. L'Allemagne s'oppose à ses partenaires sur un nombre croissant de sujets. L'Union bancaire est au point mort, l'Allemagne refusant la création d'un système européen de garantie des dépôts, tant que les pays du sud, notamment l'Italie, n'auront pas assaini leur système bancaire. L'allègement inévitable de la dette grecque est aussi un sujet de discorde à traiter, probablement à l'occasion de l'une des échéances de remboursement prévue en 2017.

Plus généralement, l'Allemagne continue de s'agacer de l'insuffisance des efforts des pays du sud (incluant la France) pour assainir leurs finances publiques. Elle s'oppose donc à la mutualisation des dettes et des risques bancaires, à l'allègement de la dette grecque, à la création d'Eurobonds, à l'aménagement du pacte de stabilité et de croissance, à toute politique de soutien budgétaire à la croissance. Tenant de la discipline budgétaire et du respect des engagements pris, elle demande à ses partenaires de suivre son modèle fait d'excédents commerciaux, de surplus budgétaires et de dynamisme économique. Le cercle vertueux qu'elle a su mettre en place l'isole. « *Prêtez-vous votre carte bancaire à un cousin dépensier ?* » Le Président de la Bundesbank, Jens Weidmann résume par cette image les raisons de l'intransigeance allemande. En 2017, une remontée trop rapide de l'inflation vers le niveau de 2% correspondant au mandat de la BCE pourrait renforcer les tensions déjà palpables entre l'Allemagne et Mario Draghi au sujet de la politique monétaire et de sa compatibilité avec le mandat de l'institution.

La mise en œuvre du programme de Donald Trump pourrait créer des remous

Aux Etats-Unis, l'application du programme de Donald Trump pourrait créer des tensions. D'une part, la mise en œuvre de baisses massives d'impôts associées à un programme majeur d'investissements en infrastructures sera synonyme de déficits accrus et de tensions inflationnistes. D'autre part, l'idée de protéger les Etats-Unis d'une mondialisation perçue comme trop agressive pour l'emploi industriel américain sera source de tensions diplomatiques, freinera un peu plus le commerce mondial et générera aussi des tensions inflationnistes.

Par ailleurs, un protectionnisme accru de l'une des puissances commerciales dominantes, aura des conséquences sur le dynamisme et la solidité des économies émergentes, notamment sur celles qui dépendent de financements extérieurs et commencent déjà à être fragilisées par la hausse du dollar et des taux américains.

Enfin, les relations avec la Chine pourraient se tendre. D'autant que la mutation du modèle de développement vers plus de consommation et de services est source de fragilités et d'incertitudes. Les recettes traditionnelles pour soutenir la croissance sont probablement utilisées à l'excès. Le surinvestissement en infrastructures notamment immobilières se poursuit. Le système bancaire continue de soutenir l'investissement d'entreprises d'Etat endettées, peu productives et surcapacitaires. L'endettement des ménages, la nécessité d'épargner pour pallier l'insuffisance de la protection sociale et la hausse continue des prix de l'immobilier freinent la transition vers une économie tirée par les services et la consommation.

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.

Investir dans des sociétés décotées reste l'une des rares options disponibles

L'année 2016 clôture une longue période d'argent gratuit durant laquelle les taux négatifs se sont diffusés largement. Ce retour vers plus de rationalité est d'abord la conséquence de la normalisation de la politique monétaire de FED. C'est aussi l'expression de la fin des inquiétudes de voir la déflation s'installer et créer une spirale autoalimentée de baisse des prix et de l'activité nourrissant la décroissance. A ce titre, la hausse graduelle et modérée des taux enclenchée ce trimestre est très rassurante.

Maintenant, les obligations ne se contentent plus de ne rien rapporter. Chacun peut aujourd'hui craindre de perdre de l'argent sur ces classes d'actifs à mesure que les banques centrales normalisent leur politique monétaire. Un puissant mouvement de réallocation d'actifs a débuté. C'est probablement l'explication la plus pertinente de la hausse des indices boursiers ce trimestre.

Le retour vers des niveaux de taux d'intérêt plus conformes aux standards historiques devrait redonner quelques repères aux investisseurs notamment dans l'appréciation de la prime de risque. Ainsi, si le Bund allemand, mesure traditionnelle du taux sans risque en Europe, revenait à 3% (son niveau de 2009-2010), la prime de risque de marché serait comparable à celle qu'acceptaient les investisseurs dans les pics de marché de ces 10 dernières années. Pour éviter les risques associés à cette éventualité, l'investissement en actions doit donc être précédé d'un travail approfondi d'évaluation en privilégiant les valeurs décotées.

Plus que jamais, investir de façon disciplinée dans des sociétés décotées à partir d'un travail approfondi d'analyse financière et d'évaluation devient l'une des rares options à la disposition de l'investisseur désireux de faire fructifier son capital. D'autant que les actions sont représentatives d'actifs réels et peuvent offrir une protection contre le retour de l'inflation.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 30 décembre 2016	Volatilité 3 ans	Performances						
		T4 2016	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Plan Main Libre*: 13 705,71€	6,39	+3,74%	+4,93%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%	-4,44%
Plan Bâtitseur**: 13 012,80€	6,38	+4,06%	+3,94%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%	-
Euro-Flexible (Morningstar)	7,89	+2,87%	+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 30 décembre 2016	Valeurs	Evolutions						
		T4 2016	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3290,52	+9,6%	+0,7%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%	-17,05%
Rémunération exigée en Europe*	5,4%	-0,4	-1	-1,3	-1,1	-2	-2,7	+0,2
CAC 40 (France)	4862,31	+9,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%	-16,95%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2238,83	+3,3%	+9,3%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%	0%
Nasdaq (USA technologies)	4863,62	-0,2%	-3,2%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%	-1,80%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	22000,56	-5,6%	+0,4%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%	-20%
Nikkei (Japon)	19114,37	+16,2%	+0,4%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%	-17%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	60227,29	+3,2%	+38,9%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1152,33	+16,3%	+52,2%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%	-21,9%
Inde (Sensex)	26626,46	-4,4%	+2,6%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	3103,64	+3,3%	-12,3%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%	-21,7%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,68%	+0,56	-0,24	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12	-0,16
Allemagne (Bund)	0,21%	+0,33	-0,43	+0,09	-1,40	+0,63	-0,22	-1,11
Italie	1,82%	+0,56	+0,21	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17	+3,11
Espagne	1,37%	+0,49	-0,41	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23	+0,20
Grèce	7,03%	-1,24	-1,31	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5	-
USA (US Notes)	2,45%	+0,85	+0,18	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04	-1,45
Japon	0,03%	+0,05	-0,24	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16	-0,15
Autres								
Parité €/§	1,05	-6,4%	-3,8%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%	-3,3%
Pétrole (BRENT §)	56,75	+15,7%	+54,8%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%	+14%
Or (Once §)	1151,4	-12,3%	+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.