

Le Meilleur des mondes (fin)

- **Les sujets d'inquiétude se sont multipliés ce trimestre**
 - Aux Etats-Unis, la baisse du chômage commence à se répercuter sur l'évolution des salaires
 - L'effet inflationniste des mesures fiscales de Donald Trump inquiète
 - Avec les tensions entre la Chine et les Etats-Unis, un nouveau sujet de préoccupation apparaît
- **Une longue période d'argent gratuit touche probablement à sa fin**
 - Une croissance solide et synchronisée se confirme
 - Les banques centrales avancent toujours plus franchement sur le chemin de la normalisation
 - Dans un contexte d'évaluations tendues, la volatilité des marchés s'accroît
 - Une nouvelle fois, notre processus de gestion a prouvé sa robustesse

Cher Investisseur,

Avec la multiplication des sujets d'inquiétude, la volatilité est de retour ce trimestre. Les mêmes questions reviennent périodiquement sur le devant de l'actualité : Le retour de l'inflation va-t-il se confirmer ? La période d'argent gratuit va-t-elle s'arrêter plus brusquement qu'anticipé ? Le cycle économique, notamment aux Etats-Unis, va-t-il se retourner prochainement ? A ces questions, s'est ajouté un nouveau sujet de préoccupation, selon nous temporaire, lié aux tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine. Dans un contexte d'évaluations tendues notamment sur les valeurs technologiques américaines, les indices boursiers ont chuté de près de 10% par rapport au point haut atteint fin janvier. Sur le trimestre, l'Eurostoxx 50 recule de 4,1%.

L'environnement dans lequel évoluent les entreprises reste favorable. Les dernières enquêtes de conjoncture montrent une croissance soutenue et synchronisée, notamment aux Etats-Unis et en zone euro. Les tensions sur les coûts de production, y inclus les salaires, se confirment. Comme l'a évoqué Jerome Powell, nouveau président de la FED, le scénario d'une reprise progressive de l'inflation s'affirme. Il impose une inversion du régime de la politique monétaire des banques centrales. Cette inversion, en cours, constitue à elle seule une étape majeure pour les marchés financiers. Les taux des obligations, notamment celles utilisées pour définir le taux sans risque, ne seront plus tenus artificiellement bas par l'intervention des banques centrales. Cette situation nouvelle sera probablement source d'une plus grande volatilité.

Dans ce contexte plus volatil, notre processus de gestion a prouvé, une nouvelle fois, sa robustesse. L'investissement raisonné dans des actions de sociétés décotées devient l'une des rares options pour tenter de faire fructifier son capital. C'est pourquoi nous restons concentrés sur la sélection de titres dont le potentiel est sous-estimé ou les risques surestimés. Notre processus structuré ayant fait ses preuves dans les périodes difficiles de ces dernières années, nous nous efforcerons de profiter de la volatilité croissante pour construire la performance future de nos fonds.

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 sujets d'inquiétude se sont multipliés ce trimestre

Alors que le mois de janvier a prolongé l'optimisme de la fin d'année 2017, les sujets de préoccupation se sont progressivement multipliés au cours du trimestre : hausse des salaires faisant craindre une reprise de l'inflation, tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis... Les mêmes questions reviennent périodiquement dans l'actualité : Le retour de l'inflation va-t-il se confirmer ? La période d'argent gratuit va-t-elle s'arrêter plus brusquement qu'anticipé ? Le cycle économique, notamment aux Etats-Unis, va-t-il se retourner prochainement ? Mesure de l'inquiétude ambiante, la volatilité s'est redressée ce trimestre. La forme brutale voire agressive avec laquelle Donald Trump s'empare des sujets de politique internationale ajoute de la nervosité. Dans un contexte d'évaluations tendues, notamment sur les valeurs technologiques américaines, les indices boursiers ont chuté de près de 10% par rapport au point haut atteint fin janvier. Les difficultés spécifiques de Facebook et plus généralement des GAFAM (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft, plus de 15% de la capitalisation du S&P500) ont amplifié le mouvement. Malgré la baisse enregistrée en fin de trimestre, le Nasdaq, indice des valeurs technologiques américaines, se maintient en progression de +2,9% sur le trimestre. Le S&P 500 baisse de 1,2%. En Europe, l'Eurostoxx 50 recule de 4,1%. Au Japon, pays fortement tourné vers l'international, l'indice Nikkei cède 7,1%.

Le retour de l'inflation est chaque jour un peu plus probable

« Il est probable que la Réserve fédérale doit continuer à relever les taux d'intérêt pour pouvoir maîtriser l'évolution de l'inflation ». Cette déclaration récente du nouveau président de la banque centrale américaine fait écho aux propos de Mario Draghi, président de la BCE en juin 2017 : « Les conditions sont en place pour un retour progressif de l'inflation ». Depuis plusieurs trimestres, la question n'est plus de savoir si l'inflation est de retour mais quel sera le rythme de sa progression. Même au Japon, la déflation a disparu pour laisser place à une reprise pour l'instant timide (+1%) de l'inflation.

Reste que dans la plupart des économies, l'inflation se maintient en deçà de l'objectif des banquiers centraux (+2%). A +1,5% environ en rythme annuel tant aux Etats-Unis qu'en zone euro, elle ne s'affirme pour l'instant que très progressivement. Sa progression est très inférieure à ce qui pourrait être attendu à ce stade du cycle économique. Les enquêtes de conjoncture suggèrent néanmoins une accélération à venir. Aux Etats-Unis, les prix à la production continuent de progresser à un rythme de +2,8% par an. L'indice PMI de fin mars confirme les tensions sur les coûts de production alors que la demande reste très soutenue et le chômage faible (4,1%). Ces tensions devraient continuer d'alimenter la progression des salaires. En zone euro, notamment en Allemagne, la situation est similaire. Ainsi, environ 4 millions de salariés de la métallurgie allemande ont récemment obtenu une augmentation générale de +4,3%.

Aux Etats-Unis, le salaire moyen horaire accélère plus vite qu'anticipé ce trimestre. La hausse de +2,9% sur un an annoncée début février a même été le premier catalyseur de la baisse des marchés intervenue dans la seconde partie du trimestre. Dans une économie de plein emploi, les investisseurs s'inquiètent même de l'effet inflationniste des mesures de relance fiscale et budgétaire de Donald Trump. Il pourrait conduire à une hausse plus brutale des taux d'intérêts. La décision de plusieurs sociétés dont Walmart de transférer une partie des économies d'impôt à leurs salariés sous forme d'augmentation des salaires (+10% pour un million d'employés de Walmart) alimente cette crainte.

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 normalisation des politiques monétaires se poursuit

Contrairement aux investisseurs, le nouveau président de la Fed ne semble pas préoccupé à ce stade par la perspective d'une surchauffe inflationniste de la croissance américaine. Comme attendu et dans le prolongement de l'action de Janet Yellen, il a annoncé en mars, une hausse d'un quart de point du principal taux directeur dans la fourchette de 1,50% à 1,75%, la sixième hausse depuis décembre 2015, début du cycle de normalisation de sa politique monétaire. Confiant dans la pérennité d'une croissance soutenue de l'économie, Jerome Powell a confirmé la perspective de trois hausses de taux en 2018. Il confirme donc pour l'instant le changement de régime très graduel de la politique monétaire mis en place depuis fin 2015. Avec un temps de retard sur la Fed, la BCE avance aussi à pas comptés sur le chemin de la normalisation de sa politique monétaire. Après avoir réduit de 60Md€ à 30Md€, le volume de ses achats mensuels en janvier dernier, elle a retiré de son communiqué de mars la mention selon laquelle elle était prête à accroître le volume ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs après l'échéance prévue en septembre 2018. L'inflexion de communication confirme l'arrêt en 2018 du programme de rachats d'actifs initié en mars 2015. En 3 ans, elle aura augmenté son bilan de 2500Md€ pour assurer la liquidité du système financier, ranimer l'inflation et favoriser le retour de la croissance en pesant sur la formation des taux.

En poursuivant la normalisation de leurs politiques monétaires, les banquiers centraux confirment le retour à la normale des principales économies du monde. La croissance y est aujourd'hui solide autoentretenu et synchronisée. Ils confirment aussi la fin du risque de déflation et le retour d'une inflation qu'il faudra savoir contenir autour de 2%. Sur ce point, la BCE est pour l'instant aidée par la hausse de l'euro dont l'effet sur les importations est déflationniste.

Tensions commerciales entre la Chine et les USA, un sujet de préoccupation temporaire

Le rééquilibrage des échanges commerciaux entre les Etats-Unis et ses partenaires s'est brusquement invité dans l'actualité de la fin du trimestre. A la manière dont il serre la main de ses homologues chefs d'Etat, Donald Trump s'est brutalement emparé du sujet de l'énorme déficit commercial avec la Chine (375Md\$ en 2017). L'entrée en matière consistant à menacer ses partenaires d'une guerre commerciale au nom de la sécurité nationale a surpris et inquiété les investisseurs.

Sur le fond, les sujets méritent d'être posés. Depuis l'adhésion de la Chine à l'OMC en 2001, ses exportations vers les Etats-Unis ont été multipliées par 5 (100Md\$ en 2001, 505Md\$ en 2017) expliquant pour partie l'explosion du déficit commercial américain. Dans le même temps, la Chine n'étant pas une véritable économie de marché, chaque entreprise étrangère, pour peu qu'elle soit autorisée à développer son activité en Chine, doit accepter de lourdes contraintes juridiques, administratives ou réglementaires associées à des exportations ou à une implantation dans ce pays. Par ailleurs, de nombreuses industries chinoises prospèrent aujourd'hui grâce à des transferts de technologies obtenus par la négociation, l'intimidation ou d'autres moyens moins avouables. Nous pensons qu'au-delà de la forme particulière des interventions de Donald Trump, les deux principales puissances économiques mondiales ont chacune assez de mémoire pour savoir qu'elles ont plus à perdre qu'à gagner dans une montée des protectionnismes.

La fin du Meilleur des mondes ?

Depuis de nombreux trimestres, les enquêtes de conjonctures associées aux analyses apaisantes sur l'inflation donnaient une impression de meilleur des mondes. Une dynamique d'activité toujours plus ferme assurait la prospérité des entreprises sans que l'inflation ne pointe à l'horizon. Les investisseurs partageaient par ailleurs la conviction rassurante que leur moral était une préoccupation importante des banquiers centraux.

L'environnement dans lequel évoluent les entreprises reste favorable. Les dernières enquêtes de conjoncture PMI de mars montrent une croissance soutenue et synchronisée, notamment aux Etats-Unis et en zone euro. Même si un léger tassement du rythme de croissance est récemment apparu en zone euro, cette inflexion serait, selon Markit, conjoncturelle, liée à des conditions climatiques difficiles cet hiver ainsi qu'à une base de comparaison élevée en fin 2017. En Europe du sud, l'amélioration du climat économique se poursuit. Elle alimente un mouvement rassurant de convergence des taux d'intérêt en zone euro. Bien qu'elles ne s'améliorent plus, les perspectives bénéficiaires des entreprises européennes continuent d'être soutenues. Les bénéfices 2018 de l'Eurostoxx 600 sont attendus en hausse de 8%.

Une escalade de mesures protectionnistes pénalisant la croissance nous semble peu probable. Les américains savent que leur déficit commercial est lié à une longue tradition d'hyperconsommation (à crédit) et de déficit d'épargne. Les autorités chinoises ont besoin de croissance pour que la transition d'une économie fondée sur l'exportation de produits manufacturés vers un modèle laissant une place grandissante à la consommation intérieure s'opère sans mettre en danger des ménages et des entreprises dont l'endettement a fortement progressé. Ainsi, selon le FMI, l'endettement public et privé chinois s'est accru de 19 000 Md\$ depuis 2007, passant de 100% à 250% du PIB. Le Président à vie, Xi Jinping sait que la paix sociale dépend du bon déroulement de cette transition. Signe positif, il a récemment annoncé l'ouverture de certains marchés (notamment dans le secteur financier) et la diminution des droits de douane sur certains produits (notamment l'automobile).

Le changement majeur en cours reste la perspective d'une remontée même graduelle de l'inflation. Elle impose une inversion de régime, en cours, des politiques monétaires. En dehors de toute autre considération, notamment sur la croissance ou l'endettement record de nombreux agents économiques, cette inversion constitue à elle seule une étape majeure pour les marchés financiers. Les taux des obligations, notamment celles utilisées pour définir le taux sans risque, ne seront plus tenus artificiellement bas par l'intervention des banques centrales. Le taux sans risque, matérialisé en Europe par le 10 ans allemand (un maigre 0,5% aujourd'hui) variera donc plus librement en fonction des anticipations des investisseurs concernant notamment l'inflation et la croissance. Cette situation nouvelle sera probablement source d'une plus grande volatilité.

Dans un contexte plus volatil, notre processus de gestion a une nouvelle fois prouvé sa robustesse. L'investissement raisonné dans des actions de sociétés décotées devient l'une des rares options pour tenter de faire fructifier son capital. C'est pourquoi nous restons concentrés sur la sélection de titres dont le potentiel est sous-estimé ou les risques surestimés. Notre processus structuré ayant fait ses preuves dans les périodes difficiles de ces dernières années, nous nous efforcerons de profiter de la volatilité croissante pour construire la performance future de nos fonds.

Benoit Duval - Alain Lefèvre

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.

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 29 mars 2018	Volatilité 3 ans	Performances						
		T1 2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Plan Main Libre*: 15 795,55 €	6,7	+3,18%	+11,7%	+4,93%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%
Plan Bâtitteur**: 14 936,10 €	6,8	+3,94%	+10,43%	+3,94%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%
Euro-Flexible (Morningstar)	7,6	-2,42%	+5,23%	+2,22%	+4,68%	+5,46%	+5,47%	+6,47%

* Fonds créé le 25 mars 2010

Sources : HIM/ Morningstar

** Fonds créé le 8 juillet 2011

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

Repères

Au 29 mars 2018	Valeurs	Evolutions						
		T1 2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3 361,50	-4,1%	+6,5%	+0,7%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%
Rémunération exigée en Europe*	6,58%	+0,17	-0,07	-1	-1,3	-1,1	-2	-2,7
CAC 40 (France)	5 167,30	-2,7%	+9,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2 640,87	-1,2%	+19,4%	+9,3%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%
Nasdaq (USA technologies)	6 581,13	+2,9%	+31,5%	-3,2%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	30 093,38	+0,6%	+36%	+0,4%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%
Nikkei (Japon)	21 159,08	-7,1%	+19,1%	+0,4%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	85 365,56	+11,7%	+26,9%	+38,9%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%
Russie (RTS Index)	1 246,98	+8%	+0,2%	+52,2%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%
Inde (Sensex)	32 968,68	-3,2%	+27%	+2,6%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%
Chine (SSE Composite)	3 160,53	-4,4%	+6,6%	-12,3%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,73%	-0,06%	+0,11%	-0,24	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12
Allemagne (Bund)	0,50%	+0,07%	+0,22%	-0,43	+0,09	-1,40	+0,63	-0,22
Italie	1,79%	-0,22%	+0,19%	+0,21	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17
Espagne	1,16%	-0,41%	+0,20%	-0,41	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23
Grèce	4,29%	+0,17%	-2,91%	-1,31	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5
USA (US Notes)	2,74%	0,34%	-0,04%	+0,18	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04
Japon	0,04%	+0,09%	+0,01%	-0,24	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16
Autres								
Parité €/ \$	1,2323	+3,2%	+14,1%	-3,8%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%
Pétrole (BRENT \$)	70,22	+5%	+17,8%	+54,8%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%
Or (Once \$)	1 333,50	+1,8%	+13,7%	+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'Haussmann 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.