

« *This time is different* »¹

- **L'année 2018 débute sur la lancée optimiste de l'année précédente**
 - L'impression de meilleur des mondes se confirme
 - La croissance s'affirme et se diffuse tant dans le monde développé que dans les émergents
 - Aux Etats-Unis la relance fiscale arrive alors que l'économie tourne déjà à plein régime
- **Une longue période d'argent gratuit touche probablement à sa fin**
 - Le scénario d'une reprise progressive de l'inflation se met en place
 - Les banques centrales avancent toujours plus franchement sur le chemin de la normalisation
 - 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,

L'année 2017 se termine dans l'optimisme. L'activité économique s'est renforcée tout en se généralisant dans la plupart des zones géographiques. La croissance est apparue assez solide pour assurer la prospérité des entreprises sans que l'inflation ne s'affirme pour l'instant. L'impression de meilleur des modes se confirme. Alors que les obligations continuent de ne rien rapporter, les actions bénéficient de la dynamique retrouvée de la croissance mondiale associée à une inflation contenue. L'Eurostoxx 50 finit l'année 2017 en hausse de +6,5%. La plupart des places financières mondiales ont progressé de façon encore plus significative.

Alors que la reprise s'affirme, le scénario d'une remontée progressive de l'inflation se met peu à peu en place. La croyance aujourd'hui répandue que l'inflation ne reviendra pas, que « *cette fois, c'est différent* », ne nous paraît pas fondée. Au fur et à mesure que les tensions sur les capacités de production et sur le marché du travail se multiplient, le pouvoir de fixation des prix bascule progressivement des acheteurs vers les vendeurs. Si cette tendance se confirme, la normalisation des politiques monétaires pourrait être plus franche en 2018. Compte tenu de l'accumulation de dettes publiques et privées, un changement de cap ne pourra n'être que progressif.

Dans ce contexte changeant, le parcours boursier des sociétés dépendra probablement plus de facteurs spécifiques que d'une tendance macroéconomique générale. En 2018, nous continuerons donc 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 des dernières années.

¹ *This time is different, eight centuries of financial folies, de Reinhart & Rogoff*

L'optimisme de 2017 déborde sur 2018

A l'exception d'un été légèrement chahuté notamment du fait de l'appréciation de l'euro, l'année boursière 2017 s'est déroulée dans l'optimisme. L'activité économique s'est renforcée au cours de l'année tout en se généralisant dans la plupart des zones géographiques. La croissance est apparue assez solide pour assurer la prospérité des entreprises sans que l'inflation ne s'affirme pour l'instant. Les investisseurs ont aussi partagé la conviction rassurante que leur moral est une préoccupation importante des banquiers centraux. Tous ces facteurs ont entretenu une impression de meilleur des mondes. 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. L'Eurostoxx 50 finit en hausse de +6,5%.

La plupart des places financières mondiales a progressé de façon encore plus significative en 2017. Aux Etats-Unis, l'année se clôture par l'adoption de la réforme fiscale annoncée par le candidat Trump il y a un an. La normalisation très progressive de la politique monétaire n'a pas provoqué de tension sur les taux. Le S&P 500 termine l'année en hausse de +19,4%. Le Nasdaq bondit de +31,5%. Le dynamisme des économies d'Asie se reflète dans la performance des indices boursiers. Tokyo et Hong Kong progressent respectivement de +19% et +36%. Le rebond des matières premières associé à une accélération de la croissance des économies a particulièrement bénéficié au monde émergent notamment au Brésil et à l'Inde (+27% chacun). L'année 2018 débute dans le même climat positif que celui qui a prévalu en 2017. Comme l'inquiétude, la volatilité des actions reste au plus bas.

La croissance continue de s'affirmer et de se diffuser

Comme lors des trimestres récents, les perspectives économiques décrites par les principaux instituts continuent d'être riantes. L'accélération de la dynamique de croissance de l'économie mondiale se confirme. Selon les estimations du FMI, la croissance mondiale reviendra en 2018 au rythme de croissance moyen des années précédant la crise de 2007-2008 (+3,7%). 2017 marque donc la fin du long cycle de déceptions de ces dernières années, fait de révisions en baisse constantes des perspectives de croissance. Par ailleurs, pour la première fois depuis une décennie, la croissance est synchronisée. Elle touche aussi bien les pays émergents que les pays développés.

Aux Etats-Unis, la réforme fiscale adoptée devrait constituer un soutien à une croissance déjà solide. Les économistes de Goldman Sachs anticipent un surplus d'activité de +0,3% lié aux baisses d'impôts. Dans un contexte de croissance autoentretenu où le taux de chômage est tombé à 4,1% et où les salaires progressent de +2,5% en rythme annuel, cette relance fiscale ciblée sur les entreprises et les ménages aisés pourrait accroître les déficits et relancer l'inflation. En zone euro, le raffermissement de la croissance se confirme une fois de plus. L'accélération est perceptible un peu partout, notamment en France et en Allemagne. 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. Dans les pays émergents, l'amélioration des perspectives se confirme aussi. La Russie et le Brésil profitent de la hausse des matières premières et de bases de comparaison plus favorables. En Chine, le 19ème congrès du Parti communiste tenu en octobre dernier, a assis un peu plus le pouvoir du Président Xi Jinping. La perspective d'une croissance harmonieuse de l'économie selon les axes définis par ses dirigeants se renforce.

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 scénario d'une reprise progressive de l'inflation se met peu à peu en place

Alors que la solidité de la croissance se confirme un peu plus chaque trimestre, l'inflation reste très sage. Elle a même ralenti ces derniers mois tant aux Etats-Unis qu'en zone euro. A +1,5% aux Etats-Unis comme en zone euro, son rythme reste en dessous de l'objectif des banquiers centraux et paraît faible par rapport à ce qui pourrait être attendu à ce stade du cycle économique. Néanmoins, la croyance aujourd'hui répandue que l'inflation ne reviendra pas et que « *cette fois, c'est différent* » ne nous paraît pas fondée.

Plusieurs indicateurs le suggèrent, l'accélération du rythme de l'inflation au cours des prochains trimestres n'est plus seulement possible mais probable. Les enquêtes de conjonctures identifient des tensions sur les capacités d'utilisation des outils. Le marché du travail apparaît lui aussi plus tendu dans de nombreuses régions du monde. Dans ce contexte, comme le souligne Markit dans un rapport récent, le pouvoir de fixation des prix bascule progressivement des acheteurs vers les vendeurs. Les prix à la production continuent d'accélérer. Sur le dernier trimestre, le rythme de progression passe de +2,5% à plus de +3% aux Etats-Unis et de +2,5% à +2,8% en zone euro. Même au Japon, la déflation n'est plus un sujet d'actualité. Si cette tendance se confirme, la normalisation des politiques monétaires pourrait être plus franche en 2018.

Les banques centrales avancent toujours plus franchement sur le chemin de la normalisation

Partie des Etats-Unis, la normalisation des politiques monétaires prend corps chaque jour un peu plus. L'accélération de la dynamique des économies la rend inéluctable. Le mouvement initié par la FED en décembre 2015 reste très progressif mais se poursuit. En décembre, elle a décidé d'une nouvelle et modeste hausse de ses taux directeurs (+0,25%). Après cinq hausses en deux ans, ils se situent encore au niveau très raisonnable de 1,25%-1,5%. Par ailleurs, en engageant la réduction de la taille de son bilan en octobre dernier (passé de 900Md\$ à 4500Md\$ depuis la crise de 2008), elle a récemment franchi une nouvelle étape. Le mouvement sera certes symbolique (10Md\$ par mois, puis de 10Md\$ supplémentaires tous les 3 mois jusqu'à atteindre un plafond de 50Md\$). Plus en amont sur ce chemin, la BCE s'engage vers une réduction progressive de la taille de ses rachats d'actifs.

En 2018, l'argument de la modération durable de l'inflation, largement utilisé par les banquiers centraux ces dernières années, pourrait leur échapper un peu plus chaque trimestre. Compte-tenu de l'accumulation sans précédent de dettes publiques et privées dans le monde, le changement de cap ne pourra néanmoins n'être que progressif. 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 encore aujourd'hui de la capacité des banquiers centraux à calibrer leur politique monétaire en conservant la confiance des investisseurs.

Les évaluations boursières continuent de refléter la faiblesse des taux d'intérêt

Les taux longs restent toujours sages, la rémunération du risque paraît toujours attractive en ce début 2018. En effet, l'écart de rentabilité entre les actions d'une part (5,88% correspondant à l'inverse du PER de l'année en cours) et un taux sans risque stabilisé depuis plusieurs trimestres (0,43% pour le 10 ans allemand) s'élève à 5,45%. A ce niveau, le supplément de rémunération exigé par les investisseurs pour justifier le risque associé à un investissement en actions reste 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 toujours valable depuis plusieurs trimestres 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 donc une justification. Néanmoins, la perspective chaque jour plus probable d'une remontée des taux réduirait mécaniquement la rémunération du risque associée à un investissement en actions. Sans amélioration des perspectives des sociétés, les cours seront la variable d'ajustement.

Aussi avec la normalisation chaque jour plus probable des politiques monétaires, la longue période d'argent gratuit approche-t-elle de sa fin. Dans ce contexte, le parcours boursier des valeurs dépendra des spécificités de chaque société plus que d'une tendance macroéconomique générale. Nous continuons donc 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. Nous vous adressons nos meilleurs vœux pour cette année 2018.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds

Au 29 décembre 2017	Volatilité 3 ans	Performances						
		T4 2017	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Plan Main Libre*: 15 309,13 €	6,79	-0,53%	+11,7%	+4,93%	+14,73%	+2,33%	+15,14%	-1,53%
Plan Bâtitteur**: 14 369,52 €	6,71	-0,7%	+10,43%	+3,94%	+14,06%	+4,03%	+14,76%	-4,69%
Euro-Flexible (Morningstar)	7,92	+1,35%	+5,23%	+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 29 décembre 2017	Valeurs	Evolutions						
		T4 2017	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	3503,96	-2,3%	+6,5%	+0,7%	+4,5%	+1,2%	+17,9%	+13,8%
Rémunération exigée en Europe*		5,88%	-0,07	-1	-1,3	-1,1	-2	-2,7
CAC 40 (France)	5312,56	-0,3%	+9,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%	+18%	+15,2%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2673,61	+6,1%	+19,4%	+9,3%	-0,5%	+11,4%	+29,6%	+13,4%
Nasdaq (USA technologies)	6396,42	+7%	+31,5%	-3,2%	+6,1%	+13,40%	+38,3%	+15,9%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	29919,15	+8,6%	+36%	+0,4%	-7,2%	+1,3%	+2,9%	+22,9%
Nikkei (Japon)	22764,94	+11,8%	+19,1%	+0,4%	+9,1%	+7,1%	+56,7%	+22,9%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	76402,08	+2,8%	+26,9%	+38,9%	-13,3%	-2,9%	-15,5%	+7,4%
Russie (RTS Index)	1154,43	+1,6%	+0,2%	+52,2%	-4,3%	-45,2%	-5,6%	+10,5%
Inde (Sensex)	33812,75	+8,1%	+27%	+2,6%	-5,6%	+29,9%	+8,8%	+26,3%
Chine (SSE Composite)	3307,17	-1,2%	+6,6%	-12,3%	+9,4%	+52,90%	-6,7%	+3,2%
Taux 10 ans								
France (OAT)	0,79%	+0,05%	+0,11%	-0,24	+0,09	-1,60	+0,44	-1,12
Allemagne (Bund)	0,43%	-0,04%	+0,22%	-0,43	+0,09	-1,40	+0,63	-0,22
Italie	2,01%	-0,17%	+0,19%	+0,21	-0,27	-2,21	-0,44	-2,17
Espagne	1,57%	-0,06%	+0,20%	-0,41	+0,17	-2,53	-1,17	+0,23
Grèce	4,12%	-1,53%	-2,91%	-1,31	-1,26	+1,03	-3,27	-19,5
USA (US Notes)	2,41%	+0,07%	-0,04%	+0,18	+0,10	-0,86	+1,27	-0,04
Japon	0,05%	+0,09%	+0,01%	-0,24	-0,06	-0,41	-0,05	-0,16
Autres								
Parité €/ \$	1,2	+1,7%	+14,1%	-3,8%	-10,7%	-11,1%	+4,2%	+1,9%
Pétrole (BRENT \$)	66,87	+17,9%	+17,8%	+54,8%	-36,3%	-48,1%	+1,1%	+2,2%
Or (Once \$)	1309,30	+2%	+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'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.