



actifs

NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - JANVIER 2018

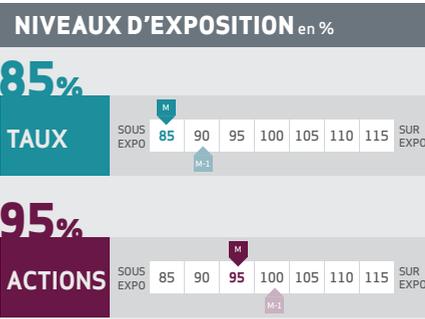
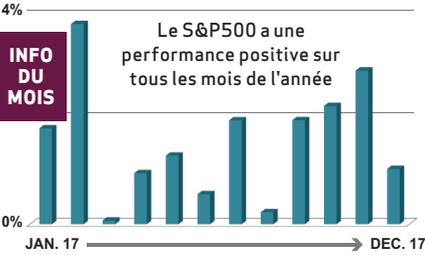


BOUCLE D'OR ET LES TROIS OURS

Dans le conte (pas si) moderne, « Boucle d'or et les trois ours », une jeune fille effrontée, épuisée par une longue marche en forêt, s'introduit dans une maison momentanément vide pour en briser le mobilier « trop fragile », y piller les réserves « trop chaudes ou trop froide » et s'affaler dans une literie plus ou moins à sa convenance. Épuisée par ce comportement pour le moins cavalier, la jeune fille finit par s'endormir profondément sans se douter du drame qui est en train de se jouer. En effet, une famille d'ours anthropomorphiques partie en promenade pré-digestive, revient pendant la sieste de la jeune intruse et la découvre encore endormie. Cette histoire prônant, entre autre, le respect de la propriété privée, a été maintes fois remaniée, édulcorée, policée transformant une vieille mégère dévorée par des ours en une jeune fille polissonne et sympathique effrayée par ses hôtes.

Mais c'est en finance qu'elle revêt une signification particulière connue sous le nom de « Goldilocks Principle ». Elle décrit une économie qui n'est ni trop chaude comme la soupe de Papa Ours (croissance raisonnée), ni trop froide comme la soupe de Maman Ours (inflation faible), mais parfaite comme celle de Petit Ours. Cette combinaison, que nous avons connue tout au long de l'année 2017, est idéale pour les marchés car elle permet aux différentes banques centrales de conserver des politiques monétaires accommodantes, ce qui cape *de facto* le potentiel de remontée des taux et maintient de bonnes conditions financières.

Si cette situation venait à perdurer tout au long de l'année 2018, ce qu'anticipe notre scénario centrale (50%), les marchés actions pourraient progresser de plus de 10% sur l'ensemble des zones. Les taux remonteraient sans heurts et l'inflation poursuivrait son (trop) lent redémarrage. Mais l'équilibre est fragile et les risques nombreux. Si l'inflation venait à accélérer d'un coup (15% de probabilité), les investisseurs pourraient penser que les banques centrales sont en retard dans leur cycle de remontée des taux. S'en suivrait une peur auto-réalisatrice de remontée marquée des taux d'intérêt sur l'année qui impacterait durement les marchés actions. De même, si la croissance venait à ralentir fortement sous l'effet d'une crise financière en Chine (10%), l'ensemble des zones s'inscrirait en baisse. Il ne faut bien évidemment pas oublier les problèmes politiques en Europe (25%) qui pourraient aussi impacter l'économie mondiale de manière disparate.



DANS CE NUMÉRO

GESTION DIVERSIFIÉE
RÉTROSPECTIVE 2017 ET PERSPECTIVES 2018
Malik Haddouk
Directeur de la gestion diversifiée

Thomas Page-Lecuyer
Spécialiste produit

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE
BILAN 2017 ET PERSPECTIVES 2018
Philippe Weber
Co-responsable des études et de la stratégie

PROCHAIN RENDEZ-VOUS

23 JANV. 2018

Conférence
l'investissement thématique



www.cpr-am.com @CPR-AM
 in cpr-asset-management
 YouTube CPR Asset Management

Plus d'information, contactez :
client.servicing@cpr-am.com

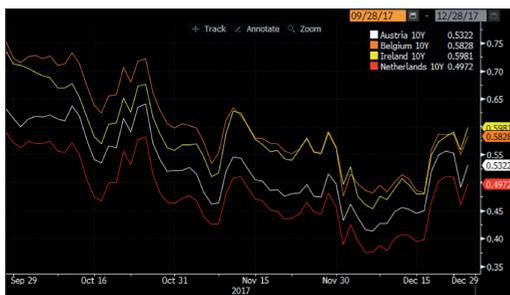
Document d'information destiné aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF. Les commentaires et analyses expriment la stratégie globale de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Son application est adaptée à chaque portefeuille afin d'optimiser les contraintes de gestion qui lui sont spécifiques. Du fait de leur simplification, les informations données dans ce document sont inévitablement partielles ou incomplètes et ne peuvent dès lors avoir une valeur contractuelle. Ces informations ne constituent ni une offre d'achat ou de vente de titres, ni un conseil en investissement et sont susceptibles de modifications sans avis préalable. CPR AM décline toute responsabilité en cas de pertes directes ou indirectes causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM.

INDICATEURS CLÉS

LA MAIN VISIBLE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE CONTINUERA-T-ELLE À PESER LOURDEMENT SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES EN 2018 ?

Lors de sa réunion du 26 octobre dernier, la BCE a annoncé la réduction de son enveloppe d'achats mensuels, passant de 60 à 30 milliards d'euros. C'est la seconde réduction depuis la mise en place du programme d'achats, mais celle-ci devrait avoir plus de poids que la première dans la mesure où les émissions nettes des États membres de la zone euro vont passer positives entre 2017 et 2018. Tous les pays de la zone sont concernés, notamment les plus importants en poids, puisque la BCE va être amenée à en acheter de 2 à 3 fois moins en 2018 qu'en 2017. Par exemple, pour l'Allemagne, la BCE a acheté la totalité de ses émissions brutes en 2017, environ 150 milliards d'euros, et elle n'en acquerra que 50% l'année prochaine. Seuls l'Irlande et le Portugal vont se différencier. L'Irlande va voir son volume d'achats se maintenir à 50% des émissions brutes, compte tenu de son calendrier d'émissions et de remboursements en 2018, et la part des achats sur le Portugal va augmenter, de 45% à 60%. Ajouté à cela, comme il a été précisé lors de la conférence de presse de Mario Draghi, la réduction des achats des dettes souveraines et des dettes privées ne sera pas proportionnelle à la répartition actuelle, celle-ci se fera plutôt à l'avantage des titres de crédit. Ainsi, la pression à la baisse des rendements en zone euro devrait s'alléger en 2018.

ÉVOLUTION DES TAUX 10 ANS « CORE » EN ZONE EURO DEPUIS 3 MOIS



Source: Bloomberg

TAUX ÉTATS-UNIS

LA FED AU RENDEZ-VOUS

La banque centrale américaine a relevé comme attendu son principal taux directeur de 25 pbs à 1,75%. Néanmoins, les opérateurs ont été quelque peu déçus par les projections sur le relèvement des taux à venir avec 3 hausses prévues. La sanction a été immédiate sur la devise américaine qui a repris son mouvement baissier par rapport aux principales devises. Sur le mois les taux 10 ans ne progressent que de 4 pbs à 2,41%.

85%

TAUX
US

TAUX EURO

UNE BCE QUI RASSURE

La Banque centrale européenne a laissé comme attendu sa politique monétaire inchangée. Elle a par ailleurs relevé ses prévisions de croissance pour la zone euro et confirmé que le programme de rachats d'actifs serait poursuivi jusqu'à la fin du mois de septembre 2018. L'inflation quant à elle devrait progressivement remonter vers son objectif. Sur la période, les taux 10 ans allemands restent stables à 0,367%, les taux italiens cèdent 8 pbs à 1,74% et les taux espagnols finissent en baisse de 1,5 bp à 1,446%.

85%

TAUX
EURO

ANALYSE À SUIVRE

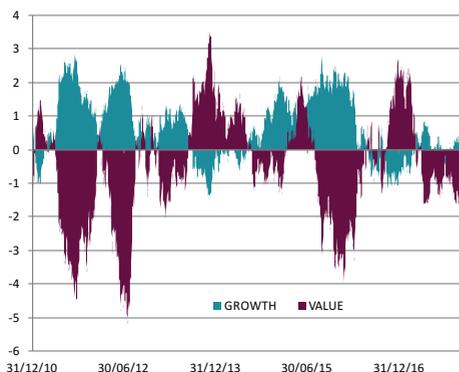
GROWTH OU VALUE EN 2018 ?

Le graphique ci-dessous (corrélation 100 jours entre une stratégie et sa performance) montre à quel point 2017 a vu la stratégie Value sous-performer la stratégie Croissance au sein des actions européennes et c'est encore plus vrai au niveau mondial. Mais la vraie question pour 2018 que nous abordons avec un environnement favorable aux valeurs Value (forte croissance économique, taux bas sans inflation) serait plutôt: financières ou pas financières ?

Car, retraitée de la performance des valeurs financières, la stratégie Value se défend correctement ces deux dernières années. Les titres « hard Value » liés aux matières premières et à l'activité industrielle ont bien rebondi et ont masqué le comportement moins bien orienté des secteurs des télécoms et des services publics. Seules les valeurs financières peinent à redevenir attractives auprès des investisseurs dans un environnement de taux bas, d'augmentation de la régulation et des règles forçant les opérateurs à détenir de plus en plus de fonds propres face à leurs engagements.

Il nous semble donc qu'un début d'année prudent dans un contexte de respiration des marchés actions devrait être plutôt favorable aux valeurs Growth et qu'ensuite, si la hausse des taux se matérialise aux États-Unis et que la BCE réduit progressivement son intervention, la deuxième partie de l'année devrait être plus favorable aux valeurs Value et principalement aux valeurs financières !

PERTINENCE DES STRATÉGIES GROWTH (EN BLEU) ET VALUE (EN VIOLET) EN ACTIONS EUROPÉENNES DEPUIS FIN 2010



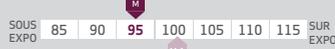
Source: PMS (CPR QUANT)

ACTIONS ÉTATS-UNIS

VOTE DE LA RÉFORME FISCALE

Aux États-Unis les négociations au Congrès et surtout au Sénat ont finalement débouché sur un accord qui a permis au marché américain d'enregistrer de nouveaux records, le S&P 500 se rapprochant de la barre des 2700 points alors que la réforme a été promulguée sous forme de loi par le président Trump. Au niveau des statistiques économiques, les dernières données étaient moins encourageantes à l'exception de la progression soutenue des ventes de détail. Sur le mois le S&P500 progresse de 0,62%.

95%

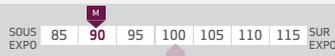
ACTIONS
US

ACTIONS EURO

A NOUVEAU L'EURO

En zone euro les fondamentaux économiques auraient dû permettre aux indices de la zone de se propulser encore plus haut pour la fin d'année mais la vigueur de l'euro face au dollar et le retour des incertitudes politiques ont détourné les investisseurs. Des élections législatives auront lieu le 4 mars prochain en Italie et les élections en Catalogne ont confirmé la prédominance des indépendantistes en nombre de sièges mais pas en nombre de voix. Au cours de la période sous revue, le MSCI EMU cède 2,04%.

90%

ACTIONS
EUROPE

ACTIONS ASIE

DES SIGNES POSITIFS AU JAPON

Le Premier ministre a fêté le cinquième anniversaire de son retour au pouvoir ce mois-ci avec des statistiques économiques plutôt encourageantes. La croissance économique a été de 2,5% en glissement annuel entre juillet et septembre et pourrait reproduire la même performance au dernier trimestre. Le taux de chômage continue de baisser touchant un plus bas depuis plus de 25 ans. En Chine, les données pointent toujours un ralentissement contrôlé de l'économie alors même que le pays fait face à un accroissement dangereux de sa dette. L'objectif de croissance pour 2018 devrait être de 6,5% et devrait être accompagnée de réformes radicales pour éviter une crise financière. Sur le mois le Topix progresse de 0,67% alors que le MSCI AC Asie Pacifique ex Japon est en repli de -1,70%.

110%

ACTIONS
ASIE

LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN DÉCEMBRE 2017

RAPPEL À FIN NOVEMBRE 2017 1 > 65% 2 > 25% 3 > 10%

60% SCÉNARIO CENTRAL: POURSUITE DE LA BONNE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

Aux États-Unis, l'économie se stabilise autour de 2%. La croissance s'améliore encore en zone euro. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (1,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Remontée des taux longs aux États-Unis (2,55%) et en zone euro (0,50%). Stabilité au Japon (0,05%). Hausse des bourses: 2,50% aux États-Unis, en Europe et dans les pays émergents et 5% au Japon. Parité euro dollar stable.

15% SCÉNARIO ALTERNATIF 1: MONTÉE DE L'AVERSION AUX RISQUES AVEC DES TENSIONS GÉOPOLITIQUES ET DES TENSIONS POLITIQUES INTERNES AUX ÉTATS-UNIS

Les tensions géopolitiques inquiètent les marchés. La situation politique aux États-Unis inquiète et fait chuter le dollar. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (1,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Baisse des taux longs aux États-Unis (2,10%) et en zone euro (0,25%). Stabilité au Japon (0%). Baisse des actions: -7,5% aux États-Unis et en Europe, -10% au Japon et dans les pays émergents. Légère remontée de l'euro à 1,22.

15% SCÉNARIO ALTERNATIF 2: TENSIONS POLITIQUES MARQUÉES EN EUROPE

En Europe, le risque politique demeure: négociation du Brexit, suite donnée aux élections en Catalogne, formation du gouvernement en Allemagne, élections en Italie. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (1,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Stabilité des taux longs aux États-Unis (2,40%) et au Japon (0,04%). Baisse en zone euro (0,20%). Les bourses réagissent différemment suivant les zones: stabilité des actions aux États-Unis, et dans les pays émergents, baisse en zone euro (-7,5%), hausse au Japon (2,5%). Remontée du dollar vers 1,12.

10% SCÉNARIO ALTERNATIF 3: REMONTÉE DE LA PERCEPTION DE L'INFLATION

Une remontée de la perception de l'inflation entraîne une remontée des taux. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (1,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Remontée des taux longs aux États-Unis (3%), au Japon (0,15%) et en zone euro (0,80%). Baisse généralisée des marchés boursiers avec -7,5% aux États-Unis, -5% au Japon et en Europe, -10% dans les pays émergents. Légère hausse du dollar à 1,15.

PROBA
SCÉNARIO
CENTRAL

60%

SCÉNARIO
ALTERNATIF 1

15%

SCÉNARIO
ALTERNATIF 2

15%

SCÉNARIO
ALTERNATIF 3

10%

PERFORMANCES AU 20.12.2017

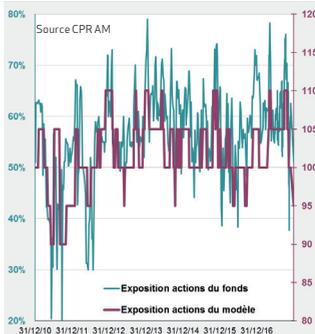
LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	Depuis le 31.12.16	sur 1 an	sur 5 ans	Niveau au 20.12.17		PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %			
						CENTRAL 65% de proba.	ALTERNATIF 1 15% de proba.	ALTERNATIF 2 15% de proba.	ALTERNATIF 3 10% de proba.
États-Unis	1,07 %	1,09 %	2,39 %	1,50 %	Taux directeur	1,75 % ▲	1,75 % ▲	1,75 % ▲	1,75 % ▲
	1,26 %	2,44 %	6,33 %	2,50 %	Taux 10 ans	2,55 % ▼	2,10 % ▲	2,40 % ▲	3,00 % ▲
	6,75 %	7,31 %	30,94 %	279	High Yield US	280 ▼	350	300	350
	12,66 %	14,50 %	-10,23 %	1,19	Euro/dollar	1,18	1,22	1,12	1,15
	19,67 %	17,99 %	85,58 %	2679	S&P 500	2,50 % ►	-7,50 % ►	0,00 % ►	-7,50 % ▼
Europe	0,00 %	0,00 %	0,82 %	0,00 %	Taux directeur	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►
	-0,24 %	0,40 %	21,56 %	0,41 %	Taux 10 ans	0,50 % ►	0,25 % ▼	0,20 % ►	0,80 % ►
	5,92 %	5,94 %	36,72 %	276	High Yield Europe	280 ▲	330	330	330
	7,97 %	8,33 %	33,64 %	3553	DJ EuroStoxx 50	2,50 % ►	-7,50 % ▼	-7,50 % ▼	-5,00 % ▼
Japon	19,76 %	17,43 %	128,02 %	22 892	Nikkei 225	5,00 % ►	-10,00 % ▼	2,50 % ▲	-5,00 % ▼

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Rien de nouveau au cours du mois de décembre. Les faits marquants ont été une nouvelle fois les nouveaux records affichés par le marché américain en actions qui a profité du passage de la lariforme fiscale après l'accord conclue entre le Sénat et le Congrès. C'est une première victoire pour le Président Trump qui a promulgué avant Noël la réforme en lois. Cette nouvelle progression des marchés américains n'a pas du tout profité aux autres places financières qui ont été fragilisées par la dépréciation du dollar. La zone euro, plus particulièrement, a pâti de la forte appréciation de la devise européenne mais également du retour probable des incertitudes politiques avec les élections en Catalogne remportées une nouvelle fois par les indépendantistes et l'annonce de nouvelles élections législatives en Italie le 4 mars prochain. Sur le mois, le MSCI World en euros progresse de 0,67% malgré la forte dépréciation du dollar face à l'euro à 1,20 Dollars. Sur le front obligataire, les taux d'emprunt d'État ont remonté plus fortement en zone euro qu'outre-Atlantique et ce malgré la hausse de 25 pbs du taux directeur opérée par la banque centrale américaine. Le taux 10 ans américain a réussi à franchir à la hausse la barre des 2,40% et le 10 ans allemand clôture l'année au-dessus des 0,4% à 0,41%. Au niveau du portefeuille nous avons allégé nos positions sur les actions en réduisant la zone euro en raison principalement de la remontée de l'euro, pris nos profits sur les émergents et réalloué sur le Japon. Côté taux nous avons soldé nos positions sur les emprunts d'État et réalloué sur les points morts inflation. La sensibilité du portefeuille est proche de 0 à l'heure actuelle.



GESTION DIVERSIFIÉE

RÉTROSPECTIVE 2017
ET
PERSPECTIVES 2018Malik
HaddoukDirecteur de la
gestion
diversifiéeThomas Page-
LecuyerSpécialiste
produit

UNE ANNÉE 2017 SURPRENANTE

L'année 2017 aurait dû être l'année de tous les dangers suite à l'élection de M. Trump à l'automne 2016, les débuts des négociations sur la sortie du Royaume-Uni de l'union européenne, le contexte politique incertain en zone euro en raison des nombreuses élections qui devaient concrétiser la montée du vote populiste et enfin l'aggravation des tensions géopolitiques avec la menace nucléaire nord-coréenne et la crise diplomatique dans les pays du Golfe. Il n'en a rien été. A chaque événement, l'inquiétude n'a duré que quelques jours avec, dans certains cas, des pics de volatilité prononcés qui se sont vite estompés. Les investisseurs ont continuellement mis à profit ces corrections passagères pour renforcer leurs positions sur l'ensemble des actifs risqués. Cet optimisme pourrait s'expliquer en premier lieu par l'amélioration continue de l'environnement économique et financier avec une synchronisation de la croissance économique mondiale. La volatilité des actifs financiers s'est totalement effondrée, atteignant des niveaux historiquement bas. L'année 2017 fut l'année des surprises, certaines bonnes comme le rallye de la grande majorité des actifs risqués, ou l'envolée des crypto-monnaies comme le Bitcoin, d'autres moins bonnes comme la forte appréciation de l'euro et/ou la forte baisse du dollar. Alors que le billet vert démarrait l'année à 1,05 contre l'euro, et alors que nombre d'observateurs voyaient la devise revenir à la parité en raison de politiques pro-croissance et pro inflation menées par la Réserve fédérale américaine, c'est tout l'inverse qui s'est produit. Le dollar a chuté de près de -10% face à un panier de devises et de -14,3% face à l'euro pour clôturer au-delà de 1,20 dollars au 31 décembre.

QUE FAUT-IL RETENIR DE 2017 ?

Force est de constater que l'année 2017 fut un excellent cru pour les marchés financiers avec des performances au rendez-vous et une hiérarchie des risques quasiment respectée. Les actions ont mieux performé que les obligations d'entreprises qui ont elles-mêmes offert des rendements supérieurs aux emprunts d'États. De 2017, il faudra donc retenir la belle progression des indices

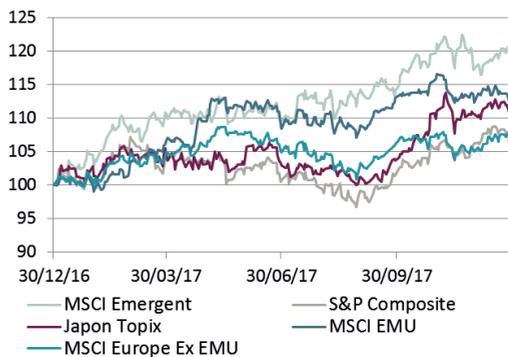
boursiers, accompagnée malgré tout de mouvements de devises assez marqués avec des effets non négligeables sur les rendements finaux, avec des couvertures contre ces mouvements de devises ou sans (en se plaçant du côté d'un investisseur européen). La monnaie européenne a pris à contrepied la plupart des investisseurs avec une flambée inattendue et soudaine, même si on a assisté, il est vrai, à un changement de perception réel sur la zone de la part des investisseurs étrangers. En 2017 la progression boursière s'est donc poursuivie et la capitalisation boursière mondiale s'est de nouveau accrue, avec un ratio capitalisation boursière / PIB mondial dépassant les 100%... un record. La mise en place des politiques monétaires expansionnistes qui ont suivi la crise financière de 2008 continuent de soutenir la progression des indices boursiers qui ont bénéficié cette année d'un environnement extrêmement favorable, à savoir une croissance économique régulièrement révisée à la hausse depuis le printemps dernier, une inflation quasi inexistante et des politiques monétaires qui sont restées accommodantes avec des hausses de taux très mesurées. Par ailleurs, pour la première fois depuis de nombreuses années, les bénéfices des entreprises ont été continuellement revus à la hausse pendant douze mois pour finir sur une progression à 2 chiffres à près de + 13%. Sur le podium des performances des bourses mondiales, si on exclut quelques marchés secondaires et peu investissables comme l'Ukraine et la Mongolie, on retrouve les marchés émergents, le Nasdaq et les actions chinoises qui ont profité de leurs expositions aux valeurs technologiques, grandes bénéficiaires de l'envolée des indices boursiers en 2017. A noter pour l'anecdote que l'indice américain S&P500, plus diversifié que le Nasdaq, n'a affiché aucune performance mensuelle négative sur l'année.

Malgré un début d'année marqué par des échéances électorales importantes en zone euro et une incertitude politique grandissante outre Atlantique, les marchés actions enregistrent *in fine* de belles progressions en 2017. Le MSCI World exprimé en euro enregistre une performance de 22% sur l'année en dollars, et de seulement 7,5% en euros. Les investisseurs ont ainsi adopté une posture plutôt optimiste face aux incertitudes politiques et géopolitiques à mesure que la croissance économique se renforçait et que

GESTION
DIVERSIFIÉE

les résultats d'entreprises s'amélioraient. La progression des marchés actions ne s'est pas faite sans à coup, bien sûr, mais les investisseurs ont à chaque fois profité de ces trous d'air passagers pour racheter le marché, à l'exception notable des marchés de la zone euro. Ces derniers ont peiné à trouver un nouveau souffle après l'élection présidentielle française, fragilisés par la forte appréciation de la monnaie unique. A contrario, le marché américain a battu record sur record en cette fin d'année, porté par la fameuse réforme fiscale, ou plus précisément le plan de baisse des impôts. Le marché japonais fait jeu égal avec le marché actions américain, porté par la baisse de la devise japonaise mais surtout par la hausse marquée de la profitabilité des entreprises nipponnes et l'amélioration continue de leur rentabilité. Les marchés émergents, quant à eux, signent une très belle performance et surperforment assez sensiblement les marchés occidentaux, une situation qui ne s'était pas produite depuis quelques années. Cet intérêt retrouvé pour cette classe d'actifs s'explique par le regain de croissance constaté, mais aussi par la faiblesse du dollar et le maintien des taux longs américains à des niveaux bas. Au sein des indices actions les marchés émergents (+20,3% en €), le Nasdaq (+13,6% en €) et les actions japonaises s'inscrivent comme les plus fortes progressions de l'année. Au-delà de l'allocation géographique, les disparités par secteurs et styles se sont également avérées importantes sur l'année. Le secteur technologique a mené la danse sur l'ensemble des zones géographiques alors que le secteur bancaire européen ne profitait pas de la remontée des taux d'emprunt d'États et de la pentification de la courbe des taux, tout en subissant les contrecoups de résultats en demi-teinte et l'impact de la nouvelle réglementation. Le secteur des petites capitalisations a été le grand gagnant sur les marchés européens mais a sous-performé outre-Atlantique malgré le choc de compétitivité qui se met en place avec les mesures fiscales récentes devant favoriser les entreprises locales. Nous avons également assisté en 2017 à un retournement total de la trajectoire du baril de pétrole dont le prix progresse de plus de 20% sur l'année, avec un baril de Brent terminant au-delà des 65 dollars. Ce raffermissement du prix de l'or noir est à mettre au profit

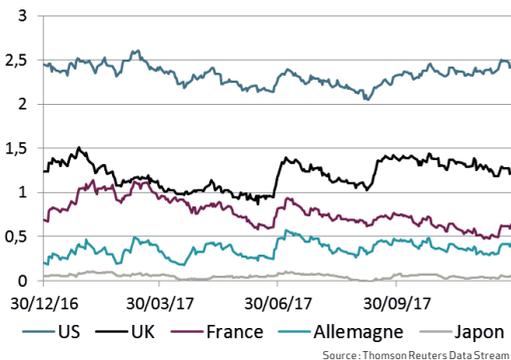
des efforts de l'Arabie Saoudite pour mobiliser l'OPEP et la Russie afin de maintenir le prix au-dessus de 50 dollars par un contrôle de la production et un respect des quotas. Par ailleurs, la demande de pétrole reste soutenue du fait de l'accélération de la croissance économique mondiale et ce malgré la concurrence du pétrole de schiste américain. L'or, quant à lui, se comporte plutôt bien et n'a pas subi de mouvement marqué malgré la baisse des anticipations d'inflation qui a prévalu tout au long de l'année. Toutefois, les tensions géopolitiques croissantes entre la Corée du Nord et les États-Unis ont soutenu à maintes reprises cette valeur refuge en 2017, valeur qui finit l'année à près de 1300 dollars.

PERFORMANCES BOURSINIÈRES DES DIFFÉRENTS
MARCHÉS ACTIONS

Source : Thomson Reuters Data Stream

GESTION
DIVERSIFIÉE

ÉVOLUTION DES TAUX 10 ANS



Alors qu'un potentiel mouvement de remontée des taux était un des risques majeurs identifiés pour 2017, les marchés de taux ont une nouvelle fois affiché une trajectoire en dents de scie, réagissant fortement aux déclarations des banquiers centraux. Aux États-Unis, sur l'ensemble de l'année les taux longs demeurent au même niveau et clôturent l'année légèrement au-dessus de 2,4% même si il y a eu entre temps quelques passages à 2,05% et 2,65% (nous anticipions l'année dernière un atterrissage à 2,70% dans notre scénario central). Ce sont principalement les taux sur la partie courte qui ont progressé avec en prime un aplatissement de la courbe en raison des perspectives sur les fed funds. En zone euro, un mouvement plus prononcé a eu lieu sur le 10 ans allemand, qui se stabilise autour de 0,40% en hausse de seulement 16 bps sur l'année malgré le raffermissement marqué de la croissance économique dans la zone et l'amélioration du climat des affaires et du marché du travail. Seule la faible inflation peut encore expliquer ce niveau relativement bas du Bund allemand. Nous noterons, par ailleurs, en 2017 une bonne surprise sur les dettes d'États périphériques au regard de la détente sur l'ensemble de ces pays malgré les nouvelles incertitudes politiques en Espagne après les élections catalanes, et en Italie avec l'annonce de nouvelles élections législatives en mars prochain. En France, les OAT se sont

stabilisées suite à l'élection de M. Macron à la présidence et le spread vis-à-vis de l'Allemagne est revenu à 30 pbs. A noter que les mouvements les plus spectaculaires ont eu lieu au Portugal et en Grèce avec des spreads vis-à-vis de l'Allemagne qui se sont détendus de plus de 200 pbs. Le taux 10 ans portugais se rapproche en cette fin d'année du 10 ans italien à 1,90% contre 1,87% pour l'Italie et 1,65% pour l'Espagne. Au Japon, l'arsenal monétaire de la BOJ avec notamment le contrôle de la courbe des taux laisse peu de place aux surprises : cette dernière demeure plate. Les taux 10 ans japonais sont restés ancrés entre 0% et 0,10% avec la poursuite des achats menés par la banque centrale.

Les points morts d'inflation se redressent en fin d'année après avoir atteint des plus bas en cours d'année mais l'inflation reste modérée. Ils reviennent ainsi au même niveau qu'en fin d'année 2016 avec un point mort inflation américain autour de 1,9% et 1,20% pour la zone euro, alors même que les conditions macroéconomiques se sont grandement améliorées.

Au-delà des titres souverains, le crédit haut rendement tire une nouvelle fois son épingle du jeu sur les deux marchés européen et américain avec des performances très honorables de +6% et +7% respectivement. La classe d'actifs a en effet pleinement bénéficié de la poursuite du rebond des matières premières et notamment du prix de l'or noir et de l'amélioration continue des perspectives de croissance, sans subir le mouvement de remontée des taux longs. La dette émergente a déçu malgré l'appréciation de la plupart des devises émergentes face au dollar.

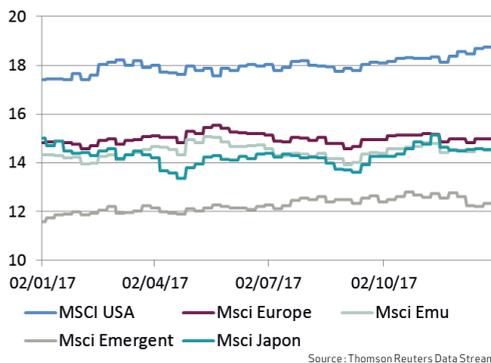
QUELLE ALLOCATION POUR 2018 ?

Une croissance économique synchronisée, des conditions financières demeurant accommodantes et l'extrême faiblesse de la volatilité des marchés auraient incité certains à la complaisance. Il est vrai que les perspectives macroéconomiques et microéconomiques actuelles n'ont jamais été aussi favorables. Chez CPR AM, au regard des données dont nous disposons, nous n'anticipons pas de crise économique ou de récession aux États-Unis. La reprise économique mondiale qui se poursuit et apparaît plus équilibrée que par le passé semble pouvoir se

GESTION
DIVERSIFIÉE

prolonger, une dynamique tirée par les marchés développés mais également par des pays émergents revigorés par le rebond des prix des matières premières et du commerce international. Les indicateurs macro économiques poussent à l'optimisme en ce début d'année, comme c'était le cas il y a 10 ans avant que n'éclate la crise de 2008. Il faut noter que l'excès de dette n'a pas été résorbé au cours de ces dernières années. En effet, les dettes privées et publique ont continué d'augmenter et se retrouvent parfois à des niveaux supérieurs à ceux du début de l'année 2007 en proportion du PIB, alors que les taux d'État pourraient reprendre leur ascension. En temps normal la hausse de la croissance devrait dynamiser le marché du travail, provoquer des hausses de salaires, accroître les rentrées fiscales et donc réduire mécaniquement les déficits publics et ainsi permettre aux banques centrales de poursuivre la normalisation de leur politique monétaire. En dehors d'évènements géopolitiques nous ne voyons pas d'autres éléments qui pourraient venir perturber cet état, à l'exception d'un éventuel ralentissement de l'économie américaine sous l'effet programmé de la hausse des taux et d'une mini crise de la dette en Chine.

En terme d'allocation d'actifs la tâche s'annonce délicate. La situation actuelle s'avère contradictoire. D'une part, la plupart des actifs financiers sont considérés aujourd'hui comme survalorisés alors même que les politiques monétaires devraient devenir moins accommodantes, portant ainsi le risque sur la poursuite de l'expansion économique et donc sur les marchés actions. D'autre part, le rallye actuel semble encore avoir des ressources : les perspectives bénéficiaires des entreprises devraient encore s'améliorer avec la phase d'expansion que nous connaissons.

VALORISATION EN TERME DE PRIX SUR BÉNÉFICES
DES DIFFÉRENTS INDICES BOURSIERS

Sur la composante obligataire, les rendements ont opéré sur la fin de l'année un mouvement de consolidation à la hausse. La question centrale est de savoir si les politiques monétaires ne constituent pas réellement le vrai défi à venir pour les marchés financiers, marchés désormais habitués à des taux administrés et bas. La normalisation semble donc en marche avec trois relèvements de taux prévus pour la banque centrale américaine avec en parallèle la poursuite de la réduction de son bilan. L'aplatissement récent de la courbe des taux ne constitue pas selon nous un indicateur avancé de récession à venir mais plutôt une réaction de la part des investisseurs qui ne croient pas à plus de deux hausses de taux de la part de la Fed. La hausse des taux programmée outre-Atlantique devrait être progressive pour éviter une correction douloureuse du marché de la dette d'entreprise dans un contexte où la liquidité se tarit petit à petit sur ces segments. La banque centrale européenne, quant à elle, devrait arrêter son programme de rachats d'actifs vers la fin de l'année 2018, nouvelle qui est déjà dans le marché. La BOJ, de son côté, devrait rester fidèle à la poursuite de son programme d'assouplissement mais pourrait être amenée à changer son fusil d'épaulé en cas de resserrement plus prononcé de la part des autres

GESTION
DIVERSIFIÉE

banques centrales si d'aventure l'inflation devait faire un retour marqué. C'est le scénario de la brusque hausse des taux avec des conséquences plus marquées sur le marché obligataire et des marchés actions qui en seraient victimes collatérales. Reste la question du *timing* qui sera encore une fois primordiale. Les ajustements de taux devraient s'effectuer là aussi sur la première moitié de l'année, les effets de base étant plus marqués. De toute évidence, les banques centrales européenne et japonaise devront préciser aux investisseurs leur stratégie de sortie de QE assez rapidement.

Face aux différents scénarios retenus, prévoir les performances des indices boursiers est de plus en plus compliqué mais nous conservons néanmoins, un scénario de hausse des indices actions compris entre +5% et +7,5%. Une remontée progressive des taux ne devrait pas pénaliser les marchés actions dans un premier temps car ils profiteraient d'un arbitrage en provenance des compartiments obligataires. Dans cet environnement de croissance économique plus soutenue des pays développés et des pays émergents notamment, les bénéfices des entreprises pourraient afficher une progression estimée à 10%. Ces perspectives pourraient même être révisées à la hausse, notamment aux États-Unis où le passage de la réforme fiscale pourrait entraîner une révision de l'ordre de +5% des bénéfices attendus en 2018. Plusieurs entreprises, et non des moindres, ont d'ores et déjà annoncé des révisions à la hausse de leurs perspectives bénéficiaires pour 2018, notamment dans l'industrie.

Au-delà de ce scénario central, nous restons attentifs aux potentiels risques de dérapage et avons défini pour l'année à venir 3 scénarios de marché alternatifs. Notre premier scénario alternatif repose encore une fois sur un retour du risque politique en Europe et une montée continue des mouvements populistes, mouvements qui semblaient avoir cédé du terrain en 2017. La victoire des indépendantistes catalans en Espagne et les élections législatives anticipées en Italie en 2017 pourraient représenter un risque d'écartement marqué des spreads des pays périphériques, et évoquent les épisodes européens de 2011. Le second

scénario de risque envisagé est celui d'une remontée plus marquée des taux suite à un retournement à la hausse des anticipations d'inflation et un durcissement excessif des conditions monétaires. Enfin, notre dernier scénario alternatif repose sur une aggravation du ralentissement chinois, en raison de l'accroissement des dettes publique et privée qui aurait un impact significatif sur le reste du monde émergent dans un premier temps, pour ensuite se propager aux économies développées.

QUELLES CLASSES D'ACTIFS PRIVILÉGIEREZ-VOUS EN CE DÉBUT D'ANNÉE ?

En ce début d'année nous maintenons un positionnement constructif sur les actions, cette classe d'actifs nous paraissant encore aujourd'hui la plus attractive. Nous avons accru notre exposition sur les actions japonaises qui offrent le plus fort potentiel de hausse compte tenu de la dynamique bénéficiaire très bien orientée et de la politique monétaire très accommodante. La stabilité récente du yen offre également un soutien à ce marché et les facteurs contribuant à sa belle performance sont toujours d'actualité en ce début 2018 (hausse des salaires, progression des exportations, baisse du chômage...).

Les actions américaines nous ont surpris par leur vigueur en 2017 mais force est de constater que la dynamique semble tout aussi positive pour le moment. Pour autant, la question d'une situation de bulle sur le marché américain se pose au regard de la valorisation du marché qui se situe aux alentours de 18 en termes de PER pour 2018 et plus de 3 en terme de P/BV. Le niveau absolu de valorisation dans un régime de taux aussi bas ne nous renseigne pas plus que cela sur la valorisation réelle de la bourse de New York mais il semble que le potentiel demeure quand même limité. Les actions européennes devraient logiquement faire mieux à un détail près, l'évolution de la parité euro dollar... Elles sont moins chères avec des progressions de bénéfices attendues de +10%. En tant que gestionnaire d'actifs nous nous devons de privilégier les zones qui offrent le meilleur potentiel de croissance des bénéfices et qui ne se situent pas en haut de cycle. La zone euro semble rentrer

GESTION
DIVERSIFIÉE

dans ce cadre mais la récente appréciation de la monnaie unique fragilise cet état de fait même si nous pensons que l'accélération de la croissance économique devrait limiter cet effet. Une remontée de l'euro vers 1,30 dollar pèserait indéniablement sur les perspectives bénéficiaires des entreprises et viendrait contrarier la progression des indices boursiers européens.

Enfin, concernant les marchés actions émergents, l'année 2017 fut exceptionnelle. Après avoir atteint un point bas en 2016, la croissance économique redémarre et devrait encore accélérer en 2018 avec une croissance attendue proche de 5%. L'écart de croissance avec les pays développés se creuse à nouveau, or l'histoire montre que les actions émergentes surperforment les actions développées dans ces périodes de fort momentum. La question de la valorisation se pose également pour cette classe d'actifs même si la décote par rapport au marché américain reste importante (PE de 13 contre 18 attendu en 2018). La hausse anticipée des taux longs américains pourrait néanmoins, freiner l'appétit pour cette classe d'actifs. Il faudra donc, à la fois, surveiller l'évolution des taux mais également celle du dollar. Par ailleurs, les inquiétudes concernant la santé de l'économie chinoise pourraient venir changer la donne si ces risques se matérialisaient.

Au sujet de la sensibilité, nous commençons avec une sensibilité quasi nulle aux taux car nous tablons sur une évolution progressive à la hausse des rendements étant donné les faibles niveaux actuels et la poursuite dans un premier temps de la normalisation de la politique monétaire américaine. Il nous est difficile dans le contexte actuel de prévoir une nouvelle baisse des taux alors que les scénarios de déflation semblent avoir disparu. Côté risque de crédit entreprises, nous maintenons nos positions sur le High Yield couvert contre le risque de taux. Les rendements demeurent élevés et nous ne nous attendons pas à une forte contraction des spreads ni à une hausse des taux de défaut, tout au moins au cours de la première moitié de l'année. Nous avons également accru progressivement nos expositions sur les points morts inflation à la fois sur

les États-Unis et l'Europe. Pour le moment, force est de constater que l'inflation salariale se fait attendre malgré le retour au plein emploi, cela est inquiétant. Pour autant, nous pensons que l'inflation devrait faire son grand retour en 2018 malgré des facteurs limitant le potentiel d'un rebond marqué, des facteurs structurels comme le vieillissement de la population ou la disruption technologique. En effet, « l'output gap » redevient progressivement positif dans la plupart des pays et devrait entraîner une hausse des coûts salariaux et des prix des biens de consommation en raison d'une accélération de la demande.

En conclusion, des valorisations tendues sur l'ensemble des classes d'actifs accompagnées de niveaux de volatilité historiquement bas laissent peu de place à l'erreur. Il faudra donc, dans ce contexte, privilégier la flexibilité, des investissements liquides et une préférence pour les actifs offrant de réelles primes de risque. Les marchés pourraient poursuivre sur leur pente ascendante en première partie d'année avant de céder du terrain si la probabilité d'une récession américaine se matérialisait à l'horizon 2019. L'année 2018 sera plus houleuse que 2017 a priori, avec un retour de la volatilité qui devrait s'ajuster clairement à la hausse. Il faudra aussi accroître la diversification des portefeuilles en sortant progressivement des actifs traditionnels et en allouant progressivement vers les actifs réels et les primes de risques.

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

BILAN 2017 ET PERSPECTIVES 2018



**Philippe
Weber**

Co-responsable
des Études et de la
Stratégie

LE TOURNANT DE L'ANNÉE EST LE MOMENT DES BILANS ET DES ATTENTES. SACRIFIONS DONC À CETTE TRADITION : QUE RETIENDRIEZ-VOUS DE L'ANNÉE 2017 ?

Je retiendrais trois évolutions principales : confirmation de la croissance dans la quasi-totalité des pays, avec même une certaine convergence, mais toujours sans inflation ; début de la normalisation des politiques monétaires ; incertitudes politiques dans beaucoup de grands pays.

LA CROISSANCE EST DONC BIEN INSTALLÉE ?

Apparemment oui. Le taux de croissance du PIB a convergé à partir de l'été un peu au-dessus de 2 %, et la bonne tenue des enquêtes laisse attendre au moins un maintien, et plus vraisemblablement une accélération. Tout y a concouru : les taux d'intérêt, courts et longs, sont restés très bas ; la quasi-totalité des pays connaît une croissance, ce qui fait que le commerce international contribue à l'activité. Mais la demande intérieure aussi se renforce même dans les pays où elle était jusqu'ici fragile, comme le Japon, et on voit même l'investissement des entreprises redémarrer aux États-Unis. Certes, la croissance est modeste en comparaison du passé : on se félicite d'une expansion de 2,5 %. Mais c'est plus que le potentiel, désormais très bas dans les pays développés : d'une part la population vieillit, d'autre part les entreprises ont relativement peu investi depuis la crise, enfin le progrès technique semble, un peu paradoxalement il est vrai, ralenti.

Il faut aussi noter que cette croissance se fait sans accélération sensible de l'inflation, alors qu'on va entrer dans la 9^e année consécutive de croissance aux États-Unis, par exemple. Cela s'explique au moins partiellement par le fait que l'écart entre production effective et potentielle est à peine comblé, que la concurrence internationale est forte, tandis que la faiblesse des gains de productivité pèse sur les salaires. Mais, si l'inflation est plus faible que ce qu'on aurait attendu en se fondant sur l'expérience passée, elle se normalise et le risque de déflation est aujourd'hui écarté.

C'EST CETTE NORMALISATION QUI PERMET AUX BANQUES CENTRALES DE NORMALISER LEUR POLITIQUE ?

Exactement. En 2017, on a vu la Réserve fédérale amorcer prudemment la baisse de la taille de son bilan et relever trois fois son taux directeur - rythme extrêmement lent, mais moins que les années précédentes où une seule hausse avait été décidée. De son côté, la BCE maintient ses taux directeurs (avec un taux interbancaire au jour le jour nettement négatif), mais ralentit ses achats de titres. La Banque d'Angleterre a procédé à son premier relèvement de taux depuis dix ans. Seule la Banque du Japon maintient inchangée sa politique « d'assouplissement quantitatif et qualitatifs avec maîtrise de la courbe des taux ». Mais dans aucun de ces cas il ne s'agit de resserrement monétaire, simplement de moindre assouplissement.

VOUS ÉVOQUIEZ AUSSI LA POLITIQUE

L'année 2017 a connu bien des rebondissements. Aux États-Unis, un nouveau gouvernement s'est installé, avec un président souvent imprévisible. Sa politique internationale est difficile à anticiper. En Allemagne, on n'a toujours pas de gouvernement trois mois après le scrutin. En Italie, un nouveau mode de scrutin n'a pu être mis en place qu'après des mois d'hésitations, pour des élections qui auront lieu, finalement, le 4 mars. Les négociations sur le Brexit sont difficiles. Avec la Catalogne, l'Espagne fait face à une situation très délicate. Cela étant, c'est sans doute la France qui, au printemps, a provoqué le plus de mouvements de marché, les intervenants craignant l'élection d'un président opposé à l'Union européenne, au moins dans sa forme actuelle. Finalement, on dirait que rien ne s'est passé, les marchés ne se sont inquiétés que brièvement.

CONJONCTURE
MACROÉCONOMIQUECELA CONDUIT À SE DEMANDER SI CELA VA DURER, ET CE
QUE NOUS RÉSERVE 2018 !

Le scénario qui nous semble le plus probable est que tout continue comme en 2017, en tout cas dans l'économie. Certes le cycle est désormais ancien, mais en l'absence de surstockage ou de surinvestissement, les risques de retournement viendraient plus de l'endettement. L'endettement privé a beaucoup remonté, notamment aux États-Unis, et, sous des modalités spécifiques, en Chine. On peut espérer que les autorités financières sont prévenues, et, au demeurant, du côté des États-Unis en tout cas, l'endettement est beaucoup plus souvent qu'il y a 10 ans à taux fixe, ce qui limite les risques.

Il y a bien sûr des possibilités alternatives. Par exemple, le président Trump pourrait finir par amener un blocage, soit international, soit même national : les sujets ne manquent pas. Les tensions évoquées plus haut en Europe n'ont pas disparu, sauf en France. Il faudra aussi surveiller la Chine : le gouvernement semble bien maîtriser la situation, mais le risque d'une crise d'endettement existe. Enfin, on ne peut exclure que l'inflation revienne. Il ne s'agirait pas d'hyperinflation, mais même un retour plus rapide que les marchés ne l'anticipent vers 2 % ou un peu plus aurait des conséquences.

JANVIER : MOIS DE JANUS, DIEU ROMAIN DES PORTES,
DES PASSAGES, DES COMMENCEMENTS ET DES FINS

Source Wikipedia