



actifs

# NOS CONVICTIONS

INFO DU MOIS

BULLETIN MENSUEL - FÉVRIER 2018

## TOUT VA TRÈS BIEN...

Une nouvelle année commence charriant avec elle son lot d'espoir, de croyances et d'illusions que nous nous répétons comme des mantras pour nous convaincre qu'au final, ça ira. Ainsi, l'année 2018 sera, selon l'horoscope chinois, l'année du chien de terre qui, comme vous le savez certainement, est soumise à l'influence de l'astre 9, lui-même positionné au centre du carré de Luo Shy pendant cette période, ce qui apportera de facto la prospérité à tout le monde ! Pour les gens un peu plus terre à terre qui auraient besoin d'une confirmation plus statistique, ils pourront toujours penser au vieil adage américain « As January goes, so goes the year » qui laisse entendre que les performances du mois de janvier sont le reflet de la progression de l'année, adage qui se vérifie dans 68% des cas ! Et ce ne sont pas les publications économiques du mois qui viendront les contredire. En effet, la croissance mondiale se maintient à des niveaux élevés, et si les enquêtes de conjoncture se tassent un peu, elles restent à des niveaux historiquement forts. Aux États-Unis la saison des résultats a commencé et sur les 203 sociétés du S&P500 qui ont publié leurs résultats en janvier, 169 sont ressorties au-dessus des attentes et 29 ont déçu. Tout va donc bien, tout va même très bien comme en attestent les progressions des marchés actions qui s'établissent de 1% au Japon à presque 6% aux États-Unis en dollars. Pourtant, il faut vous dire que l'on déplore un petit rien : dans sa revue programmée des taxes à l'importation, l'administration Trump a décidé de remonter les taxes visant les panneaux photovoltaïques à 30% et celles visant les machines à laver à 50%. Cette action hautement symbolique laisse craindre un regain de tensions commerciales et un retour en force de l'America First. Mais à part cela, rassurez-vous, tout va très bien. Enfin, tout va très bien... si l'on laisse de côté la remontée (trop) rapide des taux d'intérêt qui est en train de casser la belle dynamique des marchés actions. Mais à part cela, tout va très bien... C'est donc toujours l'hypothèse de notre scénario central (50%) dans lequel le potentiel de progression des marchés actions reste toutefois limité. Si l'inflation venait à accélérer d'un coup (30%), les conséquences sur les marchés seraient assez négatives, qu'il s'agisse des marchés de taux ou d'actions. Enfin, nous ne pouvons exclure la fin de la complaisance que nous avons connue en 2017 avec des conséquences néfastes sur les marchés actions mais presque apaisantes sur les taux.



asset management  
INNOVER POUR LA PERFORMANCE

www.cpr-am.com @CPR\_AM  
 in cpr-asset-management  
 CPR Asset Management

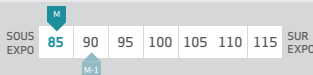
Plus d'information, contactez :  
 client.servicing@cpr-am.com  
 gilles.cutaya@cpr-am.com  
 karine.gauthier@cpr-am.com



## NIVEAUX D'EXPOSITION en %

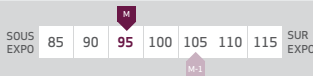
85%

TAUX



95%

ACTIONS



## DANS CE NUMÉRO

GESTION TAUX ET INFLATION  
2018 : LE RETOUR DE L'INFLATION

Christophe Dehondt  
Valérie Quesada

Gérants taux et inflation

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE  
2018 : L'ANNÉE DU JAPON ?

Laetitia Baldeschi

Co-responsable des études et de la stratégie

## PROCHAIN RENDEZ-VOUS

13 & 15  
MARS 2018

CONFÉRENCE  
PETITS DÉJEUNERS  
INVESTISSEURS

## ACTUALITÉ - LANCEMENT

CPR INVEST - MEGATRENDS  
INVESTIR DANS LES GRANDES  
MUTATIONS QUI FAÇONNENT  
NOTRE FUTUR

Document d'information destiné aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF et aux journalistes et professionnels de la presse et des médias. 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

### LES TAUX LONGS AMÉRICAINS : POURSUITE DE LA HAUSSE ?

La croissance américaine, au-dessus de son potentiel (« l'output gap » vient de se refermer), est vigoureuse, dans un contexte mondial similaire. De plus, la réforme fiscale vient d'être adoptée, rajoutant de fait du stimulus, stimulus non financé qui s'accompagnera donc d'un accroissement des émissions de « treasuries » cette année. Même si les taux longs ont récemment monté, la prime de terme reste négative, à un niveau historiquement bas depuis 50 ans. Autrement dit, les investisseurs ne sont pas du tout prêts à voir émerger des surprises sur l'inflation (les « anticipations » de marché à 10 ans sont à 2,10%), seul facteur en mesure de faire varier fortement les taux longs à la hausse. Or! dans le dernier rapport sur l'emploi de janvier, les salaires sont sortis en hausse supérieure aux attentes à +2,9% (contre +2,6% attendu), avec une révision à la hausse du précédent de +2,5% à +2,7%. Lors du dernier FOMC, la Fed a communiqué sur l'atteinte et la stabilisation autour de l'objectif de 2% d'inflation dès cette année pour s'y stabiliser à moyen terme, et sur la possibilité de devoir monter graduellement ses taux un peu plus que ce qui était prévu précédemment. Enfin, après la réforme fiscale, l'administration Trump est sur le point d'annoncer un projet ambitieux d'investissement en infrastructures. Dans ces conditions, il va être difficile pour les taux longs américains de repartir à la baisse.

ÉVOLUTION DU TAUX 10 ANS US



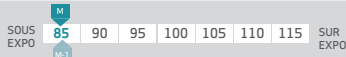
Source : Bloomberg / CPR AM

## TAUX ÉTATS-UNIS

### LA FED PLUS HAWKISH

Sans surprise, le FOMC n'a pas modifié sa politique monétaire. Au-delà de la disparition des mentions relatives aux ouragans de la fin de l'été, le communiqué a été légèrement infléchi et laisse attendre une hausse des taux à la prochaine réunion, en mars. En effet, le diagnostic sur la croissance est plus optimiste. Sur tout, le Comité s'attend à ce que l'inflation « augmente cette année et se stabilise autour de l'objectif de 2% à moyen terme »; la fois précédente, il pensait que l'inflation allait « rester à court terme un peu au-dessous de l'objectif de 2% » et ne rejoigne l'objectif pour s'y stabiliser qu'à moyen terme. Les taux 10 ans progressent de 30 bps à 2,7%.

85%  
TAUX  
US

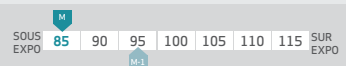


## TAUX EURO

### L'EURO GRIMPE

La Banque centrale européenne note lors de sa dernière réunion et dans les dernières minutes publiées une poursuite de l'amélioration de la conjoncture économique dans la zone euro. Elle a laissé, comme attendu ses taux inchangés et les propos réconfortants de M. Draghi ont à nouveau propulsé l'euro à un niveau encore plus haut face au dollar. Les taux 10 ans allemands remontent de 26 bps à 0,68%, les taux italiens progressent de 13 bps à 2,04% alors que les taux 10 ans espagnols cèdent 14 bps à 1,42%.

85%  
TAUX  
EURO



## ANALYSE À SUIVRE

## DÉBUT EN FANFARE DU MARCHÉ ACTIONS AMÉRICAIN, WHAT'S NEXT ?

Après une fin d'année 2017 en fanfare du marché américain et un début d'année qui augurait du même tempo, on était en droit de se demander quel serait la suite outre-Atlantique.

Nous avons commencé l'année en pensant que l'environnement économique était sain, les croissances de bénéfices toujours orientées à la hausse, l'impact de la réforme fiscale (pour certains) pas encore intégralement pris en compte dans les attentes des analystes. Et puis, D. Trump avait un plan de relance de 1 500 Mds de dollars dans sa manche.

Et la semaine du changement de tempo est arrivée. Non pas lundi 5 mais vendredi 2 avec une baisse de 2,13% du S&P 500 - pire performance depuis début septembre 2016 et de 666 points du Dow Jones.

Le lundi, on apprend l'existence des produits ETN shorts VIX... et leur disparition. Le VIX rebondit de +116% (recor absolu en %), le S&P clôture 4,10% plus bas, et la vente forcée des expositions actions des fonds CTA (Commodity Trading Advisor). Les CTAs sont longs : exposés aux actions à hauteur de \$70bn aux États-Unis et \$190bn globalement. Position qu'ils vont maintenant devoir déboucler (à horizon 1 mois selon nos experts).

Tout cela s'est passé sur fonds de remontée des taux US après un rapport sur l'emploi en acier trempé, faisant état (enfin) d'une pression inflationniste sur les salaires... on se rappelle alors de la Fed, 2 jours plus tôt, était hawkish, ce qui n'avait pas particulièrement inquiété le marché. Difficile de l'ignorer maintenant. La valorisation des marchés actions américains semble intenable dans ces conditions. Quoique...

Alors pourquoi tous les autres marchés vont-ils souffrir plus que lui ? Parce que les impacts de la réforme fiscale seront localisés aux États-Unis et vont fortement soutenir le marché local. Parce que dans le doute, le marché américain surperforme les autres (rapatriement des flux), parce que cela va créer des conditions d'entrées (retour ?) sur les marchés actions dans quelques semaines pour tout le monde. Il va juste falloir être patient et attendre que les performances deviennent négatives depuis le début de l'année pour « perdre » les contrebandiers qui n'ont rien à faire là et investir quelques pourcentages plus bas...

## ACTIONS ÉTATS-UNIS

## ACTIONS, LE MEILLEUR DÉPART DEPUIS 1997

Les investisseurs restent très confiants en ce début d'année. Cet optimisme se matérialise par un départ en fanfare des actions américaines portées par l'anticipation d'une croissance économique qui va se poursuivre et les bénéfices d'entreprises qui vont accélérer avec la mise en place de la réforme fiscale. Le marché au plus haut a progressé de plus de 7,5% avant de subir des prises de profit. Sur le mois, le S&P500 progresse de +5,61% en monnaie locale et de seulement 1,87% en euro en raison de la dépréciation marquée du dollar face à cette devise.

95%

ACTIONS  
US

## ACTIONS EURO

## OPTIMISME INTACT

Les indicateurs en zone euro pointent également à l'optimisme. Le secteur des services continue de fortement progresser atteignant un nouveau sommet et le secteur manufacturier maintient un momentum positif. Les composantes emploi et prix progressent et atteignent leurs plus hauts niveaux depuis 2001 et 2011. Au cours de la période sous revue, le MSCI EMU progresse de 3,16%.

90%

ACTIONS  
EUROPE

## ACTIONS ASIE

## LA CHINE FAIT MIEUX QUE PRÉVU

Au Japon le commerce extérieur reste dynamique même si un tassement des volumes exportés a été enregistré en décembre. L'inflation reste inchangée à 0,9% mais les anticipations ont cessé de baisser. Les indices d'activité progressent également. En Chine, le ralentissement de la croissance des profits industriels se poursuit mais les revenus néanmoins continuent de progresser. Par ailleurs l'économie chinoise s'est mieux comportée en 2017 qu'un an plus tôt affichant une croissance de 6,9%. Sur le mois le Topix progresse de 0,51% et le MSCI AC Asia Pacific ex Japon de +2,93%.

105%

ACTIONS  
ASIE

### LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN JANVIER 2018

RAPPEL À FIN DÉCEMBRE 2017

> 60% 1 > 20% 2 > 20% 3 > 10%

#### 50% SCÉNARIO CENTRAL : POURSUITE DE LA BONNE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

Aux Etats-Unis, les prévisions de croissance pour 2018 sont autour de 2,5%. La conjoncture européenne s'améliore encore. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (1,75%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux États-Unis (2,80%) et en zone euro (0,65%), légère remontée au Japon (0,10%). Actions : + 2,5% aux Etats-Unis, au Japon, en zone euro et dans les pays émergents. La parité EUR-USD reste stable à 1,23.



#### 20% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : MONTÉE DE L'AVERSION AUX RISQUES AVEC DES TENSIONS GÉOPOLITIQUES ET DES TENSIONS POLITIQUES INTERNES AUX ÉTATS-UNIS

Montée de l'aversion aux risques, les catalyseurs étant multiples : Risques politiques (Etats-Unis, Europe) et géopolitiques et valorisation tendue de la plupart des actifs financiers. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (1,75%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : baisse aux États-Unis (2,40%), au Japon (0%) et en zone euro (0,40%). Actions : -12,5% dans les pays émergents, -10% au Japon, -7,5% aux États-Unis et en zone euro. La parité EUR-USD reste stable à 1,23.



#### 30% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : TENSIONS POLITIQUES MARQUÉES EN ZONE EURO

Une remontée de la perception de l'inflation entraîne une remontée marquée des taux longs. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (1,75%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : remontée aux États-Unis (3,00%) au Japon (0,10%) et en zone euro (0,90%). Actions : 0% au Japon, -2,5% en zone euro, -5% aux États-Unis, -10% dans les pays émergents. L'EUR-USD baisse à 1,18.



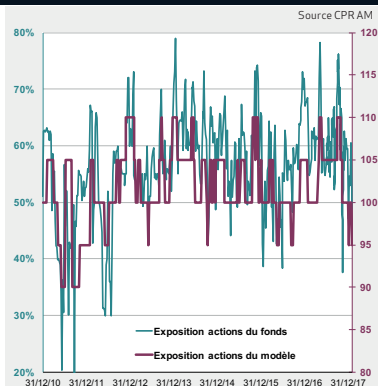
### PERFORMANCES AU 23.01.2018

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

	Depuis le 31.12.17			Niveau au 23.01.18		PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %			
	sur 1 an	sur 5 ans				CENTRAL 50% de proba.	ALTERNATIF 1 20% de proba.	ALTERNATIF 2 30% de proba.	
États-Unis	0,10%	1,17%	2,51%	1,50%	Taux directeur	1,75%	▲	1,75%	▲
	1,66%	0,05%	5,59%	2,62%	Taux 10 ans	2,80%	▲	2,40%	▲
	0,70%	6,86%	30,11%	258	High Yield US	260	▲	310	▲
	2,37%	1,39%	-7,44%	1,23	Euro/dollar	1,23	▲	1,23	▲
	6,19%	25,34%	89,93%	2 839	S&P 500	2,50%	▲	-7,50%	▼
Europe	0,00%	0,00%	0,74%	0,00%	Taux directeur	0,00%	▶	0,00%	▶
	-0,70%	-0,23%	21,11%	0,50%	Taux 10 ans	0,65%	▲	0,40%	▲
	0,97%	6,41%	36,30%	248	High Yield Europe	250	▲	300	▲
	4,80%	12,20%	35,59%	3 672	DJ EuroStoxx 50	2,50%	▲	-7,50%	▼
Japon	5,97%	26,52%	130,04%	24 124	Nikkei 225	2,50%	▲	-10,00%	▼

### ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

L'optimisme reste de mise sur les marchés financiers. La reprise économique qui s'affirme partout et la réforme fiscale finalement votée aux États-Unis et qui doit entrer en application au cours de l'année 2019 rendent les investisseurs confiants. Les marchés actions continuent leur progression au mois de janvier portés par les marchés américains. Les taux d'emprunt d'État s'ajustent, pour leur part, nettement à la hausse en anticipation de la remontée des anticipations d'inflation. La surprise de ce début d'année est la remontée très nette de la volatilité qui accompagne la poursuite de la progression des indices actions. Sur le mois le MSCI World termine en hausse de 1,50% et ce malgré la poursuite de la dépréciation du dollar qui cède 2% face à l'euro. Dans le fonds, si nous avons maintenu la sensibilité aux emprunts d'État quasi nulle, nous avons augmenté notre exposition aux stratégies point mort inflation et introduit des couvertures optionnelles sur les marchés américains et européens des actions. L'exposition actions en fin de mois est de 45% avec une préférence toujours marquée pour les actions japonaises.



CONJONCTURE  
MACROÉCONOMIQUE

## 2018 : L'ANNÉE DU JAPON ?

Laetitia  
BaldeschiCo-responsable  
des études et de  
la stratégie**L'OPTIMISME EST REVENU SUR LE JAPON EN 2017. A QUOI L'ATTRIBUE-T-ON ?**

Selon toute vraisemblance le Japon terminera l'année 2017 avec une croissance au-dessus de 1,7%, après 0,9% en 2016. C'est l'une des belles surprises de l'année, quand on prend en considération le fait que le potentiel de croissance n'est, a priori, que de l'ordre de 0,8% et qu'en début d'année 2017, on attendait au mieux 1% de croissance pour l'année. L'ensemble des moteurs d'activité sont allumés. Ainsi, la demande intérieure, notamment la consommation mais aussi l'investissement, a pris le relais de la demande extérieure, largement soutenue par la stabilisation de l'économie chinoise et le dynamisme de la demande du reste de l'Asie. Cela se traduit dans l'évolution du marché boursier japonais, alors que les profits des entreprises sont particulièrement élevés.

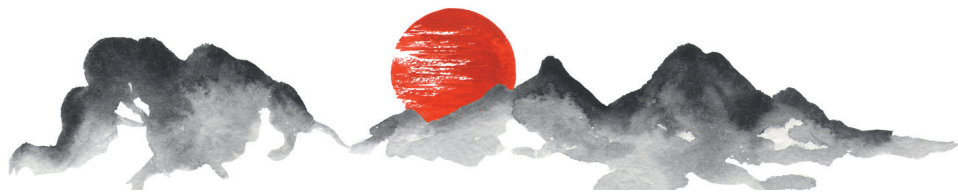
**CETTE SITUATION TRÈS FAVORABLE PEUT-ELLE SE PROLONGER EN 2018 ?**

Il est clair que l'accélération observée au cours de l'année 2017 ne devrait pas se reproduire en 2018. En effet, nous n'attendons qu'une croissance de 1,3% pour l'année 2018, ce qui reste, il faut le rappeler, supérieur au potentiel estimé de cette économie. La diminution de la contribution du commerce extérieur expliquerait une partie de ce tassement. L'évolution des revenus des ménages sera un point crucial de l'année 2018, avec notamment le rendez-

vous annuel des négociations salariales d'avril (Shunto). La bonne santé des entreprises devrait se traduire par une hausse des revenus salariaux. Ainsi, le gouvernement de M. Abe a présenté des mesures spécifiques dans le cadre de sa réforme fiscale pour l'année fiscale 2018 visant à inciter les entreprises à augmenter significativement les salaires, contre une diminution de l'impôt sur les sociétés. Un volontarisme politique aussi clairement affiché pourrait cette fois-ci porter ses fruits. Mais la progression de la consommation pourrait avoir comme conséquence une accélération des importations.

**ET LA BANQUE DU JAPON ? QUE VA-T-ELLE FAIRE ALORS QUE LA FED CONTINUE DE NORMALISER SA POLITIQUE MONÉTAIRE ET QUE LA BCE SE DIRIGE VERS LA FIN DE L'ASSOULISSEMENT QUANTITATIF ?**

Il nous semble que le message de la BoJ est relativement clair. Les mesures d'assouplissement monétaire seront maintenues tant que l'inflation n'aura pas rejoint de manière durable l'objectif fixé, à savoir 2% pour l'indice hors alimentation fraîche (indice à 0,9% en décembre 2017). Selon toutes les prévisions, y compris celles de la BoJ, ceci n'est pas envisageable avant le courant de l'année fiscale 2019. La BoJ a par ailleurs rappelé à plusieurs reprises qu'il n'y avait pas d'obstacle à une divergence de politique entre les grandes banques centrales, en argumentant que la situation japonaise différerait fondamentalement de celle des Etats-Unis ou de la zone euro, ce qui justifiait des politiques différentes.



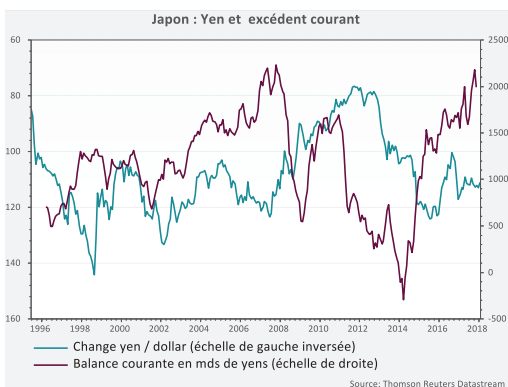
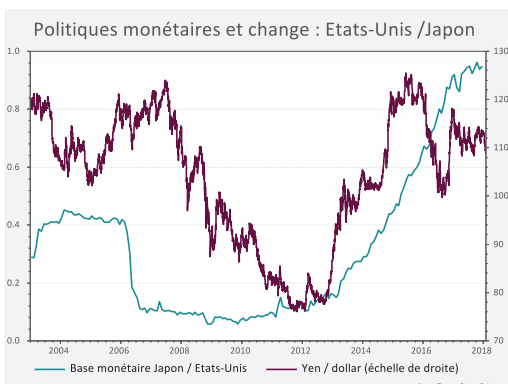
### POUR AUTANT, LA PUBLICATION DU COMPTE DE LA BOJ A LAISSÉ APPARAÎTRE EN FIN D'ANNÉE UNE DIMINUTION DES ACHATS DE TITRES PUBLICS PAR L'INSTITUTION. LES INVESTISSEURS Y ONT VU UN DÉBUT DE NORMALISATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE. COMMENT INTERPRÉTEZ-VOUS CELA ?

Là encore revenons au discours de la BoJ qui est en la matière très clair. Son objectif est de piloter la courbe des taux d'intérêt, plus spécifiquement, de veiller à ce que le taux à 10 ans soit maintenu autour de 0%. La quantité de titres publics achetés (80 000 milliards de yens par an) n'est plus qu'un objectif indicatif. Si l'évolution du taux 10 ans le nécessite, la BoJ peut donc diminuer ou cesser ces achats, voire revendre des titres, afin de ramener le taux autour de 0%. Par ailleurs, M. Kuroda a indiqué que tout changement de stratégie dans la conduite de la politique monétaire relevait d'une décision du conseil de politique monétaire et ne pouvait émaner d'une communication technique de la BoJ.

### RESTE LE YEN. QUE PENSER DE SON ÉVOLUTION RÉCENTE ?

C'est évidemment un élément de fragilité dans ce scénario plutôt rose que nous avons sur le Japon. Le statu quo de la BoJ face au resserrement avéré ou anticipé des autres grandes banques centrales doit logiquement conduire au maintien d'un yen faible, ce qui favorise l'inflation importée d'une part, les entreprises exportatrices d'autre part, et donc le marché boursier (graph 1). Pour autant, il ne faut pas oublier que le yen peut répondre ponctuellement à d'autres déterminants. En effet, le Japon affiche toujours une balance courante largement excédentaire, excédent en hausse ces derniers mois en raison notamment de la progression de l'excédent commercial, mais aussi de flux financiers et de revenus entrant dans le pays (graph 2). Dans la même période, on observe plutôt une dégradation du déficit courant américain, ce qui peut jouer en faveur du yen, et ainsi rompre la relation que l'on observait entre l'écart de taux long et le change. En période de retour de l'aversion au risque, surtout si ce risque vient des Etats-Unis ou de la zone euro, le yen tend à reprendre son rôle de valeur refuge.

Il nous semble que ces déterminants à la hausse du yen ne devraient pas dominer dans les prochains mois et que le différentiel de politique monétaire et de croissance, en faveur du dollar, reprendront leur importance pour ramener le yen dans une fourchette 110/115 contre dollar. Les flux sortants encore attendus des grands fonds de pension japonais (GPIF) dans le cadre de la réallocation d'une partie de leur portefeuille vers les actifs étrangers devraient également affaiblir le yen.



## GESTION TAUX ET INFLATION

## 2018 : LE RETOUR DE L'INFLATION



**Christophe Dehondt**

Gérant taux et inflation

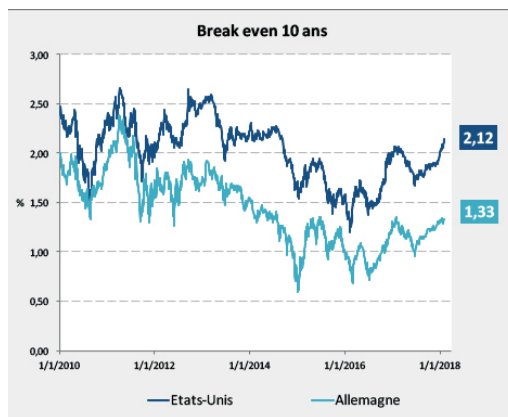


**Valérie Quesada**

Gérante taux et inflation

### ON OBSERVE UN REBOND DES ANTICIPATIONS D'INFLATION DEPUIS FIN 2017, QUELS SONT LES ÉLÉMENTS NOUVEAUX ?

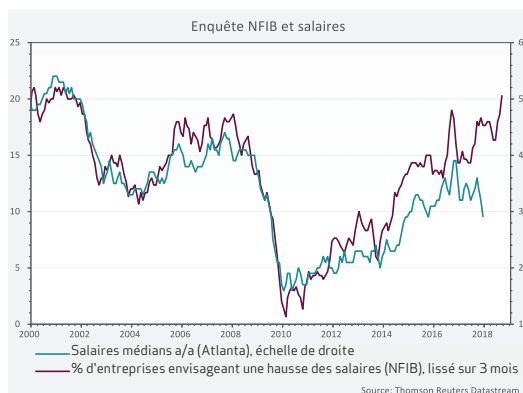
Le point bas des anticipations d'inflation (Break-Even BE) en 2017 a coïncidé avec celui des cours du pétrole fin juin. Depuis, la remontée progressive de l'or noir a entraîné avec elle les BE et servi de catalyseur alors même que les statistiques mensuelles d'inflation décevaient. Le mouvement s'est accéléré fin décembre avec le vote de la réforme fiscale aux Etats-Unis qui a fait bondir les anticipations d'inflation 10 ans US de 1,93% à 2,12% dans la perspective d'un nouveau stimulus sur une activité déjà élevée. Depuis, il ne se passe pas une semaine sans qu'une ou plusieurs grandes entreprises américaines ne communiquent leur intention d'augmenter les salaires (Apple, Disney, AT&T, Bank of America, Wells Fargo, JP Morgan, Boeing, FedEx...). C'est peut-être le signe que l'énigme de la hausse des salaires étonnamment modérée malgré un marché du travail américain au plein emploi est en train de se résoudre. Le rapport sur l'emploi du mois de janvier confirme d'ailleurs ce point avec des salaires en hausse de 2,7% à 2,9% en glissement annuel.



Source CPRAM

### PEUT-ON PARLER D'UN CHANGEMENT DE PERCEPTION DE L'INFLATION DE LA PART DES MARCHÉS ?

L'année 2017 a confirmé la solidité et la synchronisation de la croissance mondiale ainsi que la reflation des économies, conséquence du soutien massif des autorités monétaires. L'année 2018 va être celle de la transition pour les marchés obligataires qui vont devoir apprendre à se passer progressivement des injections massives de liquidités et renouer avec les incertitudes (risque d'une accélération plus forte de l'inflation à un moment où il s'opère une importante rotation des membres au sein des conseils des banques centrales). Cette normalisation des politiques monétaires ultra accommodantes dans un contexte moins certain se fera progressivement, ce qui devrait limiter toute dérive des taux. Les investisseurs ont semblé valider ce scénario début 2018, ce qui a entraîné les anticipations d'inflation vers le haut. Cela étant, à 2,12%, les break-evens



Source: Thomson Reuters Datastream

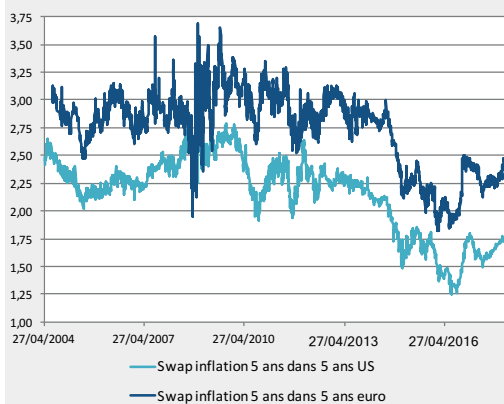


10 ans US sont à peine supérieurs à ce qu'ils étaient il y a un an au moment de l'euphorie qui a suivi l'élection de M. Trump. Le constat est le même en zone euro avec des BE 10 ans à 1,33%. De même les swaps d'inflation 5 ans dans 5 ans, indicateur surveillé de près par les banquiers centraux pour évaluer leur crédibilité auprès des investisseurs, sont identiques à ce qu'ils étaient il y a un an et encore bien inférieurs à leur niveau moyen. C'est le signe que les marchés ont intégré l'accélération de l'inflation et croient dans la poursuite du mouvement, mais sans pour autant s'inquiéter de son dérapage. Faut-il y voir de la confiance dans l'action des banques centrales ou de la complaisance ? Une chose est certaine, le scénario d'un dérapage de l'inflation n'est pas encore pris en compte par les marchés.

## QUELLE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT OBLIGATAIRE VOUS SEMBLE LA PLUS APPROPRIÉE DANS CE CONTEXTE ?

Dans le cas d'une poursuite de la bonne dynamique de la croissance mondiale, l'inflation devrait continuer sa remontée vers les objectifs des banques centrales sans entraîner de fortes tensions sur les taux. Dans ce contexte, les break-evens, poursuivraient leur hausse pour rattraper les indices d'inflation autour de 2,4% sur les BE 10 ans US et 1,50% sur les BE 10 ans euro d'ici la fin de l'année. Toutefois dans le cas d'un scénario adverse où les pressions inflationnistes se renforceraient, obligeant probablement la Réserve fédérale à accélérer la normalisation de sa politique monétaire, les anticipations d'inflation progresseraient bien plus. La meilleure façon de se positionner face à une remontée graduelle des taux et des break-evens, tout en se protégeant d'un risque de dérapage de l'inflation est d'investir sur une solution pure inflation implicite. Cette stratégie permet de bénéficier d'une exposition à l'inflation et constitue une bonne alternative à une position vendeuse d'obligations coûteuse en portage.

Évolution des swaps 5 ans dans 5 ans



Source Bloomberg

### CPR FOCUS INFLATION - PROFIL DE RISQUE\*

Risque de perte en capital : oui | Risqué lié au marché taux, crédit, inflation : oui | Risque de contrepartie : oui | Échelle de risque selon DICI\*\* : 3/7 | Duré minimum de placement recommandée : supérieure 3 ans

## QUELLES SOLUTIONS PROPOSEZ-VOUS CHEZ CPR AM ?

CPR AM offre une solution d'investissement pure inflation depuis 2009 dont l'objectif vise à profiter de la hausse des anticipations d'inflation au travers des principaux marchés d'obligations indexées sur l'inflation et ce, sans s'exposer au risque de remontée des taux d'intérêt réels. La gamme CPR Focus Inflation offre une exposition longue à la seule inflation implicite à travers deux fonds, un global (50% Europe et 50% US) et un 100% US, à forte sensibilité (supérieure à 10) avec des marges significatives d'exposition. Les investissements sur la zone dollar sont systématiquement couverts en change, toutefois nous privilégions les supports dérivés (swap d'inflation) au cash dans la mesure où la couverture de change est coûteuse compte tenu du différentiel de taux de part et d'autre de l'Atlantique, écart amené à s'accroître encore dans les prochains mois.

### Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

\* Ces informations doivent être complétées par le prospectus disponible sur le site [cpr-am.com](http://cpr-am.com) ou sur simple demande auprès de CPR AM. \*\* Le DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur) comporte les informations essentielles sur l'OPCVM, et doit être remis à l'investisseur avant toute souscription.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.