

# NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - JANVIER 2017

INFO  
DU  
MOIS

## « LE REBOND DU CHAT MORT » ?

La physique quantique nous apprend que deux événements contraires voire contradictoires peuvent parfaitement se superposer. Ainsi, si vous enfermez votre chat, ou plutôt celui de votre voisin, dans une boîte close contenant un dispositif qui cassera une fiole de poison s'il détecte la désintégration d'un atome d'un corps radioactif, événement comme tout le monde le sait complètement aléatoire et indétectable de l'extérieur de la boîte, nous arriverions au curieux paradoxe d'avoir un chat qui, s'il était un élément quantique, serait à la fois mort et vivant et non mort-vivant, la science étant quantique et non fiction! Cette superposition de réalités prend fin lorsque nous ouvrons la boîte. Les deux états contradictoires du félin se réconcilient alors immédiatement en une fin plus ou moins heureuse en fonction de votre degré d'aïlourophobie.

Nous retrouvons en partie ce paradoxe macroscopique de la physique quantique dans la détermination de nos scénarios de marché. Ainsi plusieurs scénarios antagonistes peuvent coexister pendant de nombreux mois, leur probabilité de réalisation évoluant au gré des rumeurs voire des humeurs des investisseurs. Des « chats » considérés comme morts peuvent faire preuve d'une vigueur inattendue et rebondir... au moins une fois.

L'année 2017 ne dérogera pas à la règle, au centre de nos attentions : le programme de Donald Trump. Notre scénario central (55% de probabilité) reste optimiste quant à la capacité du nouveau président à relancer l'économie américaine avec des mesures qui ont eu leur petit succès dans les années 80. Cette politique ambitieuse devrait porter la croissance américaine vers de nouveaux sommets tirant de facto la croissance mondiale. Les actions progresseraient de 2,5 à 5% sur les trois prochains mois dans un contexte de remontée graduelle des taux d'intérêt. Mais le caractère très expansif du nouveau président et ses « nouvelles » mesures pourraient ne pas rencontrer le succès escompté et entraîner un surcroît de tension tant interne qu'avec le reste du monde. Dans ce scénario d'échec annoncé (25% de probabilité) les taux remonteraient fortement et les actions pourraient connaître un démarrage difficile (-10% en trois mois). Plus transversal, notre troisième scénario fait état des tensions politiques que nous pourrions rencontrer en Europe qu'ils soient liés à l'activation de l'article 50 ou encore au sauvetage des banques italiennes.

Pour plus d'information, contactez :  
[client.servicing@cpr-am.com](mailto:client.servicing@cpr-am.com)  
[www.cpr-am.com](http://www.cpr-am.com) | [@CPR\\_AM](https://twitter.com/CPR_AM)

Meilleurs Vœux  
Happy New Year  
2017

★ ★ ★  
**Marché actions zone euro**  
**+6,94%**

**ZONE EURO**  
 Hausse de **6,94%** du marché actions de la zone euro en décembre 2016.  
 Source Thomson Reuters Datastream

## NIVEAUX D'EXPOSITION en %

90%

TAUX

SOUS EXPO 85 90 95 100 105 110 115 SUR EXPO

1.05%

ACTIONS

SOUS EXPO 85 90 95 100 105 110 115 SUR EXPO

## DANS CE NUMÉRO

### CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE BCE, FED... ANNONCES ET IMPACTS

Philippe Weber

Co-responsable des études et de la stratégie

### GESTION DIVERSIFIÉE L'ANNÉE 2016 EN REVUE!

Malik Haddouk

Directeur de la gestion diversifiée

Jean-Thomas Heissat

Spécialiste produits

## PROCHAINS RENDEZ-VOUS

1<sup>ER</sup>  
FÉVR  
2017

DÉJEUNER CONFÉRENCE

**NOUVEAU FONDS THÉMATIQUE : INVESTISSEZ AUJOURD'HUI DANS LE MONDE DE DEMAIN**

02  
FÉVR  
2017

DÉJEUNER CONFÉRENCE EXPERTS

**CONVERTIBLES ET CRÉDIT DIVERSIFICATION OBLIGATAIRE 2017 :**

**QUELS SONT LES ATOUTS DES CONVERTIBLES EUROPÉENNES ET DU CRÉDIT DANS LE CONTEXTE ACTUEL ?**



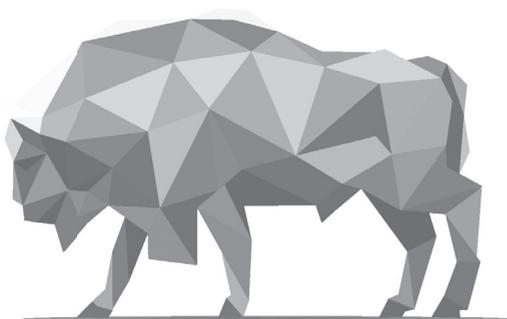
## ANALYSE À SUIVRE

## ACTIONS : QUE PEUT-ON ESPÉRER POUR 2017 ?

Les taux devraient rester bas, au moins dans la zone euro, de manière structurelle au Japon, un peu moins aux Etats-Unis où la Fed commence à vraiment resserrer les conditions monétaires, dans un contexte de croissance économique positive mais mesurée, sauf à croire aux chimères de Donald Trump, avec un retour progressif de l'inflation : il faudra être bien exposé aux actions qui devraient obtenir une performance globale positive comme en 2016, mais sûrement inférieure, et avec encore plus de volatilité.

Nous avons trois scénarios sur les marchés actions à un an : une vision centrale d'un marché correctement valorisé car ayant déjà intégré une partie des bonnes nouvelles (12% de croissance des bénéfices pour 2017, 10,5% pour 2018) ; une version optimiste qui veut croire que les bonnes nouvelles américaines vont se réaliser et se diffuser partout dans le monde (révision en hausse de croissance de bénéfices déjà à deux chiffres, hausse mesurée des taux longs et baisse de la prime de risque) ; et une plus pessimiste avec des hausses de taux (+1,2%) qui fragilisent la valorisation de l'ensemble des autres actifs financiers, accompagnées d'une baisse des multiples de valorisation et de la prime de risque...

Au final, une progression de 3 à 4% des marchés actions est possible en 2017. Mais ces marchés seront encore plus volatils qu'en 2016 et avec un risque centré sur la deuxième partie de l'année : berceau de la confirmation ou de l'abolition des châteaux en ... Amérique !! La force de rappel de l'ensemble sera la stabilisation du prix des matières premières, et principalement du pétrole, qui doit permettre à tout le monde, producteurs et consommateurs, de « vivre/croître » correctement...



## ACTIONS ÉTATS-UNIS

## CONFIANCE DANS LA CROISSANCE AMÉRICAINE

Aux Etats-Unis, les publications macroéconomiques restent dans leur ensemble plutôt bien orientées. Les commandes industrielles ressortent à la hausse et les ISM manufacturiers poursuivent le rebond entamé il y a 2 mois, repassant largement au-dessus du seuil d'expansion de 50. Par ailleurs, l'indice de confiance des consommateurs américains a fortement progressé et se rapproche de ses plus hauts historiques. Le S&P progresse de 2,51% en euro en battant de nouveaux records. Le dollar est resté assez stable par rapport à l'euro.

100%

ACTIONS  
US

SOUS-EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR-EXPO
-----------	----	----	----	-----	-----	-----	-----	----------

## ACTIONS EURO

## OPTIMISME MARQUÉ MALGRÉ LE « NON » ITALIEN

En zone euro les incertitudes politiques et les inquiétudes sur les banques italiennes n'ont pas empêché les marchés actions de progresser, les investisseurs pariant sur une résolution de la problématique bancaire par une nationalisation à venir de la banque Monte Dei Paschi. La hausse des cours du pétrole suite à la décision de l'OPEP de réduire sa production et la baisse de l'euro face au dollar ont soutenu les actions de la zone. Dans la période le MSCI EMU progresse de 6,94%.

110%

ACTIONS  
EUROPE

SOUS-EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR-EXPO
-----------	----	----	----	-----	-----	-----	-----	----------

## ACTIONS ASIE

## DES NOUVELLES ENCOURAGEANTES

La BOJ, au terme de la dernière réunion de l'année de son comité de politique monétaire, a laissé sa politique inchangée et esquissé une vision plus optimiste de l'économie japonaise, qui devrait bénéficier de la faiblesse du yen et du rebond de la demande à l'étranger. L'inflation reste toujours en retrait à 0,1% en glissement annuel. Hors Japon, les statistiques économiques plaident également pour un redressement de l'activité domestique. En Chine plus particulièrement, l'année se termine plutôt bien. La consommation est solide et le commerce extérieur semble retrouver des couleurs. Dans le mois le Topix progresse de 1,68% et le MSCI AC Asie Pacifique ex Japon cède 0,55%.

105%

ACTIONS  
ASIE

SOUS-EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR-EXPO
-----------	----	----	----	-----	-----	-----	-----	----------

### LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN DÉCEMBRE 2016

RAPPEL À FIN  
NOVEMBRE 2016

1 > 55% 2 > 20% 3 > 25%

#### 55% SCÉNARIO CENTRAL : MEILLEURE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

Aux Etats-Unis, l'économie est soutenue par une consommation dynamique. La Réserve fédérale indique que les conditions favorables à un relèvement des taux se renforcent. La croissance en zone euro se maintient. Remontée des taux directs aux Etats-Unis (0,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Remontée des taux longs aux Etats-Unis (2,70%) et en zone euro (0,50%). Légère remontée au Japon (0,1%). Hausse des bourses : 5% aux Etats-Unis et au Japon, 2,5% en zone euro et dans les pays émergents. Stabilité de l'euro à 1,05.



#### 25% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : TENSIONS INTERNES ET/OU EXTERNES DUES À M.TRUMP

Après l'accélération de l'économie américaine en fin d'année, les premières désillusions apparaissent sur les marchés financiers. Remontée des taux directs aux Etats-Unis (0,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Hausse des taux longs aux Etats-Unis (3,00%), au Japon (0,10%) et en zone euro (0,60%). Baisse des actions avec -10% aux Etats-Unis, au Japon et en zone euro, -12,50% dans les pays émergents asiatiques et -15% dans les pays émergents d'Amérique du Sud. Remontée de l'euro à 1,10.



#### 20% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : RISQUE POLITIQUE EN EUROPE

Les risques politiques demeurent en Europe, avec notamment des inquiétudes sur la situation des banques italiennes et sur les élections aux Pays-Bas. Remontée des taux directs aux Etats-Unis (0,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Baisse des taux longs aux Etats-Unis (2,30%) et en zone euro (0%). Stabilité au Japon (0%). Les bourses réagissent différemment selon les zones : stabilité aux Etats-Unis, hausse au Japon (2,5%), baisse en zone euro (-12,5%) et dans les pays émergents (-5%). Baisse de l'euro à la parité.



### PERFORMANCES AU 14.12.2016

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

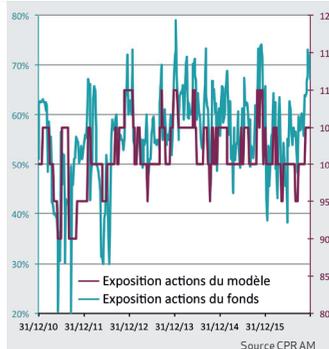
	Depuis le 31.12.15			Niveau au 14.12.16	
	sur 1 an	sur 5 ans			
<b>États-Unis</b>	0,49 %	0,51 %	1,53 %	0,50 %	Taux directeur
	0,10 %	0,03 %	8,41 %	2,52 %	Taux 10 ans
	14,49%	16,16 %	41,84 %	316	High Yield US
	-1,93 %	-3,40 %	-17,74 %	1,07	Euro/5
	10,24 %	11,44 %	85,94 %	2 253	SP 500
<b>Europe</b>	0,01 %	0,01 %	1,75 %	0,00 %	Taux directeur
	4,94 %	4,30 %	30,27 %	0,21 %	Taux 10 ans
	6,72 %	6,51 %	66,33 %	350	High Yield Europe
	-1,71 %	2,31 %	45,60 %	3 212	DJ EuroStoxx 50
<b>Japon</b>	1,16 %	1,96 %	126,00 %	19 254	Nikkei 225

### PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 55 % de proba.	ALTERNATIF 1 25 % de proba.	ALTERNATIF 2 20 % de proba.
Taux directeur	0,75 % ▲	0,75 % ▲	0,75 % ▲
Taux 10 ans	2,70 % ▲	3,00 % ▲	2,30 % ▲
High Yield US	320 ▲	400 ▲	350 ▲
Euro/5	1,05 ▲	1,10 ▼	1,00 ▼
SP 500	5,00 % ▲	-10,00 % ▼	0,00 % ▼
Taux directeur	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►
Taux 10 ans	0,50 % ▲	0,60 % ▲	0,00 % ►
High Yield Europe	350 ▼	400 ▼	415 ▼
DJ EuroStoxx 50	2,50 % ▼	-10,00 % ▼	-12,50 % ▼
Nikkei 225	5,00 % ▲	-10,00 % ►	2,50 % ▲

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

Une fin d'année à l'opposé de celle de l'année précédente. Le « non » italien au référendum aurait dû peser sur la tendance du marché tout comme la situation complexe des banques italiennes, il n'en fut rien. La démission de M. Renzi et le vote de confiance accordé au nouveau gouvernement ont apaisé les craintes des investisseurs. La bonne orientation du momentum économique avec la progression continue des indices PMI industriels laissent augurer un rebond de l'activité économique. En décembre, le MSCI EMU signe la meilleure performance avec une progression de 6,94% emmenée par les valeurs cycliques. Les marchés actions progressent à l'exception des marchés émergents fragilisés par l'appréciation du dollar et la hausse des taux longs américains. La Fed a procédé à une hausse de 25 bps de ses taux directeurs et la BCE a prolongé ses rachats d'actifs jusqu'en décembre 2017 tout en réduisant les montants mensuels dès avril prochain de 80 à 60 milliards d'euros. Les taux longs US poursuivent leur remontée avec un taux 10 ans à 2,44% alors que les taux européens repartent à la baisse. En termes d'allocation nous avons maintenu une exposition actions autour des 70% en procédant à une réallocation vers les actions de la zone euro au détriment des émergents. La sensibilité des portefeuilles reste basse même si nous l'avons relevée en fin d'année. Nous maintenons nos positions inchangées sur les thématiques inflation et High Yield.



## CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

### BCE, FED... ANNONCES ET IMPACTS



**Philippe  
Weber**

Co-responsable  
des études et de  
la stratégie

**To taper : intransitive verb 1 : to become progressively smaller toward one end 2 : to diminish gradually**

**Transitive verb : to cause to taper**

(Merriam Webster Online Dictionary)

### LA RÉSERVE FÉDÉRALE RELÈVE SON TAUX DIRECTEUR, LA BCE DIMINUE LE MONTANT MENSUEL DE SES ACHATS : SOMMES-NOUS À UN POINT DE RETOURNEMENT DES POLITIQUES MONÉTAIRES ?

Je n'irai pas jusque là... Tout d'abord les situations sont en fait très différentes, et chaque banque centrale adapte sa politique aux besoins propres du pays ou de la zone dont elle a la charge.

### COMMENÇONS PAR LES ETATS-UNIS ; COMMENT ANALYSEZ-VOUS LA RÉCENTE HAUSSE DES TAUX, ET L'APPARENT CHANGEMENT DANS LES PERSPECTIVES ?

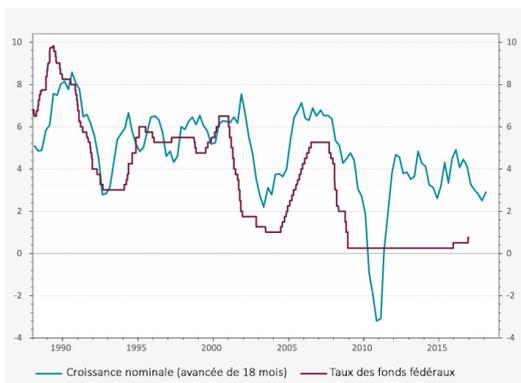
Aux Etats-Unis, la situation économique semble enfin se normaliser. La croissance est assez solide, sans être explosive : elle a atteint 3,9 % (en rythme annualisé) au 4<sup>e</sup> trimestre, mais il faut plutôt compter sur une tendance de 2,5 %. C'est relativement peu en comparaison des phases précédentes de croissance, mais c'est sans doute supérieur à la croissance potentielle, que le ralentissement de la démographie et de la productivité ont freinée. Le marché du travail est très dynamique : selon Mme Yellen, la présidente de la Réserve fédérale, elle-même, certains indicateurs retrouvent les niveaux d'avant crise.

Ainsi le taux de chômage n'était plus que de 4,6 % en novembre. Quant aux salaires, ils peinent, il est vrai, à accélérer beaucoup ; mais, si le salaire horaire moyen n'a augmenté que de 2,5 % en un an, il est freiné par le remplacement accéléré de salariés partis à la retraite, donc en fin de carrière avec des salaires plus élevés, par des débutants, aux salaires plus bas. Le salaire médian de ceux qui ont un emploi depuis un an ou plus a, lui, augmenté de

3,9 %. C'est un des signes de la normalisation de l'inflation : si le déflateur de la consommation privée - l'indice pour lequel la banque centrale s'est assigné un objectif de 2 % de hausse annuelle - n'augmente pour l'instant que de 1,4 %, beaucoup d'indicateurs atteignent ou dépassent cet objectif de 2 % : l'inflation écrêtée, l'inflation médiane, la hausse des prix rigides, les prix à la consommation hors alimentation et énergie...

Compte tenu du fait que la Réserve fédérale juge qu'il faut quelque 18 mois pour qu'une hausse de taux fasse sentir pleinement ses effets, il était tout à fait logique de décider d'une nouvelle hausse de taux. A dire vrai, c'est d'avoir attendu aussi longtemps qui était un peu surprenant, même si plusieurs des décisions de *statu quo* pouvaient se justifier par la volatilité de l'environnement financier.

### CROISSANCE NOMINALE ET TAUX DIRECTEUR



Source Thomson Reuters Datastream

## ET POURQUOI LE FOMC (COMITÉ FÉDÉRAL D'OPEN MARKET) SEMBLE-T-IL ACCÉLÉRER LES HAUSSES EN 2017 ?

Accélération toute relative... on est revenu à trois hausses de 0,25 point par an : c'est extrêmement lent ! Ce qui reste bizarre est la trajectoire envisagée en septembre : deux hausses seulement ! Il faut se souvenir que le taux des fonds fédéraux est aujourd'hui très inférieur à la croissance du PIB nominal ; beaucoup de raisons expliquent le ralentissement de ce PIB nominal, on peut aussi justifier que le taux soit aujourd'hui inférieur à la croissance après avoir été longtemps du même ordre de grandeur, mais pas forcément qu'il soit à ce point et durablement inférieur. C'est, enfin, une amorce de normalisation.

Mais l'éventualité d'un changement important de politique économique a pu jouer : si le programme de M. Trump est appliqué, cela impliquera un creusement rapide du déficit budgétaire (baisses d'impôts et pas de baisses de dépenses), un programme d'infrastructures qui pourrait entraîner une surchauffe dans la construction, une hausse de prix par l'imposition de droits de douane aux importations venant de certains pays, éventuellement une pénurie de main-d'œuvre si les expulsions de clandestins sont aussi nombreuses qu'évoqué au début de la campagne.

Cela a certainement joué pour rendre un peu plus agressives les perspectives de certains des membres. Mais il n'empêche que la situation économique présente et les perspectives, même à politique inchangée, justifient cette légère accélération des perspectives de taux.

## ET QU'EN EST-IL DE LA BCE ?

Hélas, la situation n'est pas la même. L'économie de la zone euro croît en moyenne à un rythme de 1,5 %, mais il est vrai que c'est sans doute proche du potentiel et, sur tout, on a de grandes disparités d'un pays à l'autre. De plus le chômage est, dans beaucoup de pays, très supérieur à celui des Etats-Unis, tandis que l'inflation n'arrive pas à redémarrer. Bonne chose, à court terme, pour le pouvoir d'achat, mais danger de rester proche de la déflation.

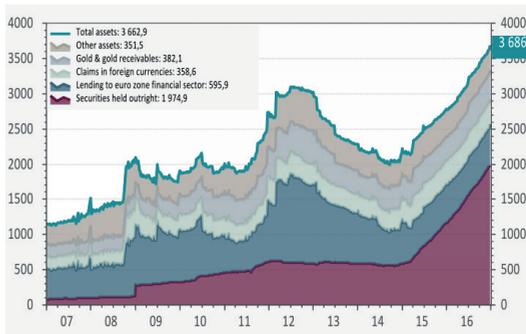
Aussi la BCE a-t-elle prolongé jusqu'en décembre 2017 ses achats de titres, prévus auparavant jusqu'en mars 2017. Elle a aussi confirmé qu'elle n'envisageait pas de relever ses taux avant la fin du programme d'achat : maintien d'une politique très accommodante, donc. Toutefois, le montant des achats a été ramené de 80 milliards d'euros par mois à 60 milliards.

Décision un peu inattendue, justifiée sans doute à la fois par des raisons techniques (saturation du marché par les achats de la BCE, approche du ratio d'emprise maximal qu'elle s'est fixée, par exemple) et par des raisons politiques (on sait que certaines banques centrales nationales apprécient peu les achats de titres).

Mais ce n'est pas un « tapering »... étrange... M. Draghi a longuement insisté sur ce point. Etrange, car peu importe comment on appelle ce qui va se produire, c'est, de fait, une réduction des achats, et une réduction graduelle.

Réduction graduelle, en anglais, se dit « tapering », mot qui n'appartient pas du tout à la technique monétaire et qui, que l'on sache, est apparu sur les marchés lorsque la Réserve fédérale a annoncé en 2013 qu'elle allait bientôt réduire graduellement ses achats. Il sera intéressant de suivre la destinée linguistique et technique de ce terme, désormais guet-té avec anxiété par le monde financier...

## BILAN DE LA BCE (actifs en mds €)



Source Thomson Reuters Datastream

## GESTION DIVERSIFIÉE

## L'ANNÉE 2016 EN REVUE !



Malik Haddouk

Directeur de la  
gestion diversifiéeJean-Thomas  
Heissat

Spécialiste produits

## COMMENT QUALIFIERIEZ-VOUS L'ANNÉE 2016?

L'année 2016 fut une année éprouvante à la fois pour les investisseurs mais aussi pour les gérants de fonds. Nous aurions dû être beaucoup plus attentifs aux prédictions de l'horoscope chinois pour 2016 qui prédisait que « l'année du Singe serait toujours pleine de surprises dont on reviendrait difficilement. La règle d'or à observer sera de s'attendre à tout et surtout aux événements les plus incroyables - car tout pourra arriver. Le Singe est un bouffon qui prend un plaisir particulier à vous faire perdre contenance. La confusion sera de rigueur ; l'anarchie sera la règle plutôt que l'exception. On pourra s'amuser ou s'inquiéter, mais personne ne pourra rester indifférent ou s'ennuyer ». Effectivement, l'année qui s'achève aura été marquée par un certain nombre de bouleversements inattendus.

## QUELS ONT ÉTÉ LES FAITS MARQUANTS EN 2016?

Comme anticipé, 2016 a été marquée par un regain certain de volatilité sur les marchés financiers. Plus précisément, l'année passée a été ponctuée par des épisodes de volatilité aussi brefs qu'intenses, entrecoupés par des phases de stabilisation prolongées. Les pics de volatilité ont notamment été liés à des problématiques politiques majeures tels que le vote du Brexit, l'élection américaine, ou encore le référendum italien. A l'image des années précédentes, les politiques des grandes banques centrales sont restées un enjeu majeur. Et si la majorité des investisseurs s'attendait à un durcissement des conditions monétaires, notamment aux Etats-Unis, les principaux banquiers centraux sont restés très accommodants en 2016. Malgré un début d'année marqué par de fortes tensions sur les actifs risqués (craintes sur la Chine, effondrement des matières premières), les marchés actions enregistrent *in fine* de fortes progressions en 2016. Le MSCI World, exprimé en euro, enregistre ainsi une performance en 10,7 % dans l'année. Les investisseurs ont ainsi adopté une posture plutôt optimiste face aux surprises ou déceptions sur le plan politique. Comme souvent, la réduction de l'incertitude a pris le dessus, les marchés enregistrant post-échecs des rebonds marqués. Mais l'essentiel de la progression des marchés actions a été enregistré au cours du dernier trimestre

de l'année, alors que le scénario de reflation prenait de l'ampleur aux Etats-Unis. Si les anticipations d'inflation commençaient à se redresser dès la fin du premier semestre, l'élection de M. Trump a en effet joué un rôle de catalyseur en fin d'année. Au sein des actions, les marchés émergents (+14,5 % en €) et américains (+14,2 % en €) s'inscrivent comme les plus fortes progressions de l'année. Si la zone euro reste en retrait, une phase de rattrapage a été amorcée sur la toute fin d'année. Au-delà de l'allocation géographique, les disparités par secteurs ou par styles ont également été brutales dans l'année. C'est notamment le cas du secteur bancaire qui, après avoir souffert en début de période, a nettement surperformé dans le sillon de la remontée des taux. *A contrario*, après avoir été plébiscités par les investisseurs, les stratégies de moindre volatilité ont sous-performé à la fin de l'année. Sur le marché américain, les réallocations vers les valeurs de croissance et les petites capitalisations ont été notables en fin de période. Alors qu'un mouvement potentiel de remontée des taux était l'un des risques majeurs anticipés pour 2016, les marchés de taux ont poursuivi au premier semestre leur trajectoire des années précédentes, atteignant même de nouveaux records les taux 10 ans japonais et allemand ayant franchi le seuil symbolique de zéro pour afficher des rendements négatifs, alors que le 10 ans US frôlait les 1,30 % lors de l'épisode du Brexit. La tendance s'est néanmoins inversée au second semestre, mouvement qui s'est très nettement accéléré après l'élection américaine. En effet, les meilleures perspectives en termes de croissance mondiale, tirée notamment par une économie américaine dynamique, ont poussé les rendements à la hausse à la fin de l'année. Fin décembre 2016, les taux 10 ans s'établissent à des niveaux proches de 2,5 % aux Etats-Unis contre 0,2 % en Allemagne. En parallèle, le dollar US s'est renforcé contre l'euro et termine à 1,05. Fait nouveau: le redressement plus marqué et plus pérenne des anticipations d'inflation a poussé les investisseurs à se reporter massivement vers les obligations indexées (BE 10Y US proches de 2% en fin d'année). Au-delà des titres souverains, le crédit haut rendement tire son épingle du jeu après deux années difficiles, sur le marché US notamment avec une performance de +15,6 % (couvert contre €) sur l'année. La classe d'actifs a en effet pleinement bénéficié

du rebond des matières premières (pétrole au-dessus de 50 dollars en fin d'année après un point bas proche de 25) et de meilleures perspectives de croissance, sans être fortement affecté par le mouvement de remontée des taux longs. Si la dette émergente avait bénéficié de la recherche de rendement des investisseurs, le constat est plus mitigé après l'élection américaine. La dette d'entreprise a également été prisée dans l'année, en Europe notamment alors que l'élargissement du programme d'achats de la BCE a eu un effet très positif sur la classe d'actifs. Le segment IG Euro réalise près de 4,7%, et le haut rendement affiche 8,8% de performance en 2016.

### QUELLES SONT LES ATTENTES POUR 2017 ?

Les risques politiques devraient cette année encore alimenter la volatilité des marchés. La réaction des investisseurs à l'élection de Donald Trump a été sans appel. Le marché obligataire a connu un retournement spectaculaire, les fonds de dettes émergentes ont subi des retraits d'une ampleur sans précédent et les métaux précieux ont subi une décollecte d'une ampleur inédite avec la hausse du dollar. Les investisseurs se sont reportés sur les actions américaines. L'optimisme semble être de retour, et nous prenons acte de ce changement de sentiment avec un scénario central « d'accélération de la croissance mondiale, tirée par les Etats-Unis ». Sur la composante obligataire, les rendements restent faibles malgré le mouvement récent et les risques sont selon nous plutôt à la hausse. Néanmoins, les banques centrales en Europe et au Japon maintiendront des politiques monétaires plutôt accommodantes. L'augmentation du bilan de la BCE et de la BoJ est toujours d'actualité. Au Japon, les réformes peinent à se mettre en place et il faudra s'attendre à un nouveau programme de relance budgétaire. La hausse des taux aux Etats-Unis devrait néanmoins rester progressive. Nous ne nous attendons pas à plus de 3 hausses de taux des fed funds en 2017. La réussite de la politique de reflation pourrait en revanche induire la constitution de bulles spéculatives sur certains actifs et il faudra encore une fois rester vigilant. Un excès d'optimisme sur les marchés est dangereux. Les investisseurs ont acheté en fin d'année un scénario « idyllique ». Reste la question du timing et de la mise en place effective des mesures de relance aux Etats-Unis. Les effets sur la croissance économique ne seront pas immédiats, alors que dans le même temps les taux longs pourraient sur-réagir. Face aux multiples incertitudes, prévoir les performances des indices boursiers est de plus en plus compliqué mais nous conservons un scénario de hausse compris entre 5% et 10%. Une remontée plus progressive des taux ne devrait pas pénaliser les marchés actions dans le scénario central, et serait compensée par un recul de la prime de risque. Les actions profiteraient

essentiellement d'un arbitrage en provenance des marchés obligataires. Dans cet environnement de croissance économique plus soutenue des pays développés, de conjoncture émergente plus favorable et de poursuite du rebond des prix des matières premières, les bénéfices des entreprises pourraient afficher un rebond plus marqué qu'anticipé. Au-delà de ce scénario central, nous restons attentifs aux potentiels risques de dérapage et avons défini pour l'année à venir trois scénarios de marché alternatifs. Notre premier scénario alternatif repose, une fois encore, sur une aggravation du risque politique en Europe et une montée continue du populisme. Dans cette perspective, l'écart entre les autres principales zones et l'Europe devrait se creuser alors que cette dernière replongerait pour la troisième fois depuis le début de la crise. Le second scénario de risque envisagé est celui d'une « Désillusion sur le programme Trump », qui pourrait à court-moyen terme mettre un terme à la tendance naissante à la fin d'année 2016. Il s'agirait d'un retournement des anticipations qui pousserait *in fine* vers une croissance plombée par un dérapage de l'inflation et un durcissement excessif des conditions monétaires. Enfin, notre dernier scénario alternatif repose sur une aggravation du ralentissement chinois, 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 ?

Nous conservons pour le début d'année un positionnement sur les actifs risqués, alors que le thème de la reflation s'est assez nettement imposé parmi les investisseurs. Ce qui nous pousse à conserver en parallèle une exposition très faible - voire quasi-nulle - sur les taux souverains. Nous conservons en revanche nos positions de diversification obligataire : le crédit entreprise haut rendement et l'inflation. Sur les actions nous avons accru notre exposition sur la zone euro. Nous pensons que la remontée de l'inflation devrait permettre aux marges des entreprises de se redresser et soutenir la valorisation du marché qui reste très décotée par rapport au marché américain. Les actifs européens et japonais sont d'ailleurs les plus à même de bénéficier de la thématique de la reflation en ce début d'année en raison de leur faible détention par les investisseurs. Cette forte exposition aux actions va nous obliger à piloter la sensibilité obligataire du portefeuille de manière plus fine et mettre en place des macro-hedge pour pouvoir faire face à des désillusions potentielles qui pourraient concerner les incertitudes politiques européennes et les difficultés possibles liées à la mise en place du programme Trump.