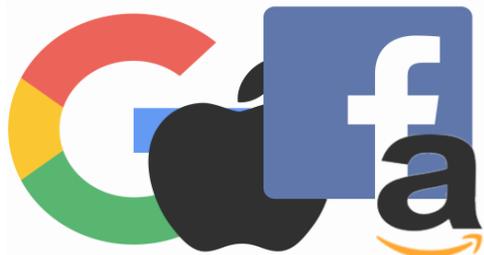


Janvier 2018

## Editorial

En 2017, les liquidités abondantes pourvues par les banques centrales combinées à la reprise synchronisée de la croissance à l'échelle mondiale ont créé un environnement favorable aux actifs risqués et ont fait grimper les valorisations de bon nombre de classes d'actifs. Les performances boursières ont été au rendez-vous, l'indice S&P 500 progressant par exemple de 19.42% et battant de surcroît un record, celui de la plus longue période (14 mois) de hausses mensuelles consécutives. Du jamais vu depuis les années 50. Il est en revanche important de noter que cette hausse, essentiellement portée par les valeurs technologiques (Google, Apple, Amazon, Facebook...), a laissé de côté beaucoup de secteurs qui n'ont pas forcément beaucoup progressé cette année et qui recèlent encore dès lors un vrai potentiel d'amélioration.



Notons également que pour un investisseur européen calculant sa performance en euro, le bilan 2017 est moins glorieux du fait du recul du billet vert de quelques 14% contre la devise européenne. Ainsi, exprimé en euro, la performance du marché américain n'est plus que de +4.77%, redevenant du coup plus cohérente avec la performance des marchés européens (+5.56% pour l'indice Europe Stoxx50), loin derrière toutefois les marchés émergents, grands gagnants de cette année 2017, avec +34.35% de performance pour le MSCI Emerging Markets exprimé en USD (mais +17.87% en EUR).

Les opérateurs ont pu craindre à un moment la survenance d'un risque politique en Europe, avec la montée des populismes dans plusieurs pays. Il n'en a rien été et les marchés actions ont ainsi accueilli avec soulagement en France la victoire d'Emmanuel Macron face à une Marine le Pen qui, avec le flou entourant sa rhétorique de sortie de l'euro et de retour au franc représentait une vraie incertitude pour la communauté financière. De l'autre côté de l'Atlantique, les difficultés de Donald Trump à faire passer ses réformes n'ont pas empêché la bourse américaine de s'apprécier. Il faut dire que pour une large majorité, les résultats des entreprises US ont été bons en 2017, sur les chiffres d'affaires comme sur les bénéfices.

Porté par des politiques monétaires toujours accommodantes (même si la Réserve Fédérale américaine a déjà commencé à relever ses taux directeurs et que la fin du Quantitative Easing est proche en Europe), le marché obligataire a connu une nouvelle année positive, sans être toutefois aussi spectaculaire en termes de performance qu'au cours de ces dernières années. Le Bloomberg Barclays Govt 1-10Y Bond Index, représentant le marché des obligations gouvernementales européennes de 1 à 10 ans, a ainsi affiché un modeste 0.39% de hausse (vs +1.86% en 2016), tandis que l'indice IBOXX Euro Liquid Corporate, reflet du marché des emprunts émis par les entreprises européennes, progressait pour sa part de 1.53% (vs 4.12% l'an dernier). Seuls cette année le marché de la dette spéculative (high yield) et les obligations émergentes parvenaient à fournir des performances de 4% et plus. On le voit donc, **il devient de plus en plus difficile de générer de la performance avec les obligations**, ce qui est finalement assez logique. Avec une économie mondiale qui redémarre, les courbes des taux ne peuvent décemment pas baisser beaucoup plus. En Europe par exemple, les taux courts négatifs constituent déjà un non-sens économique. C'est du jamais vu dans l'histoire des pays développés (mis à part le Japon et son cas bien spécifique de déflation de longue durée) qu'il faille payer des intérêts à sa banque pour la simple détention de liquidités sur son compte bancaire. Et que dire des taux allemands à 10 ans qui ont oscillé tout au long de l'année sur des niveaux extrêmement bas entre 0.3 et 0.5% alors que la croissance accélère outre-Rhin et que l'inflation, encore nulle en 2016, est aujourd'hui à 1.7% ?



Quant au rétrécissement des spreads de crédit, deuxième moteur de performance obligataire avec la baisse des taux, le processus nous paraît déjà bien avancé, spécialement en Europe où l'écart de rendement entre les obligations corporate et les emprunts gouvernementaux est historiquement très faible.

	Q4 2017	YTD	Close 31/12/17
DOW JONES	10.33%	25.08%	24 719.22
S&P 500	6.12%	19.42%	2 673.61
FTSE 100	4.27%	3.44%	7 687.77
EUROST.50	-2.53%	6.49%	3 503.96
CAC 40	-0.32%	9.26%	5 312.56
FTSE MIB	-3.71%	13.61%	21 853.34
MSCI EM	7.09%	34.35%	1 158.45
CRUDE OIL	12.23%	12.47%	60.42
GOLD	3.11%	13.09%	1 303.05
EUR/USD			1.2005
EUR/CHF			1.17029
EUR/GBP			0.88809
EURIBOR 1M			-0.368%

Faut-il pour autant craindre un krach obligataire en 2018 ?

En l'état actuel des choses, nous ne le pensons pas. En effet, les chiffres d'inflation ne sont plus ce qu'ils étaient il y a 10 ou 20 ans encore. Même après toutes ces années de politiques monétaires non conventionnelles (qui étaient nécessaires pour sauver le système financier international et éviter la déflation), le taux d'inflation moyen au sein de l'économie mondiale est inférieur à 3% et se situe même plutôt autour de 2% dans les Etats membres de l'OCDE. Et ce alors que le rythme de la croissance économique s'accélère et que certains pays (Etats-Unis, Allemagne) sont quasiment au plein emploi. Aujourd'hui, un nombre croissant d'investisseurs et d'acteurs sur les marchés ont intégré le fait qu'il y a probablement un nouveau paradigme de l'inflation modérée qui s'appuie sur l'existence d'importantes forces déflationnistes à l'échelle mondiale, des forces structurelles de long terme liées notamment aux facteurs démographiques et aux progrès techniques. Une hausse rapide et significative de l'inflation mondiale nous semble dès lors improbable en l'état actuel des choses et notre scénario privilégié repose sur l'idée que l'abandon par les banques centrales des mesures non-conventionnelles se fera de manière très progressive, de même que la réduction de la taille de leur bilan. Ceci devrait permettre au marché obligataire, certes globalement cher, surtout sur les papiers les plus qualitatifs, d'afficher au pire en 2018 des performances légèrement négatives, et au mieux similaires à celles de 2017. Rien de bien spectaculaire donc, ce qui nous conforte en 2018, comme nous l'avions fait en 2017, à privilégier les actions aux obligations, obligations que nous continuerons à jouer via



(suite de l'édito) des fonds les plus flexibles possibles, pouvant se positionner si besoin très court en durée, et capables d'aller chercher du rendement additionnel sur les segments high yield ou émergents.

Circonspection et sélectivité seront néanmoins de mise sur les actions, tout spécialement américaines, car après 9 années de rallye quasi ininterrompu, la bourse de New-York n'est plus spécialement bon marché. Le S&P500 se traite pratiquement à 20x les bénéfices, à un écart-type au-dessus de sa moyenne de long terme. Il est vrai que la croissance de l'économie mondiale s'est accélérée en 2017 et que les prévisions restent optimistes pour 2018. Attention toutefois, la croissance est une condition nécessaire à la progression des marchés mais elle ne suffit pas. Les bourses peuvent continuer à s'apprécier de deux manières en 2018 : par l'augmentation des bénéfices ou la hausse des multiples. En 2018, le défi pour les actions américaines sera d'être à la hauteur de multiples déjà très élevés et des prévisions de croissance des bénéfices, attendues à +12% contre +9% en Europe. En dépit de ces estimations de croissance des bénéfices moindres en Europe, c'est pourtant la zone que nous allons continuer à privilégier, car c'est là où le potentiel d'amélioration des marges sera le plus important, avec une valorisation significativement plus faible, le P/E 2018 de l'indice EuroStoxx50 s'élevant à 15.27 seulement. Et ce dans un contexte de politique monétaire qui devrait être beaucoup plus accommodant qu'aux Etats-Unis, la BCE se contentant pour l'heure de diminuer le montant de ses achats mensuels d'actifs, réservant pour la fin 2018 ou le début 2019 sa première hausse de taux. La Réserve Fédérale américaine devrait pour sa part continuer son cycle de hausse de taux entamé en 2017, avec probablement trois ou quatre relèvements prévus pour 2018. Nous conserverons également un focus particulier sur les actions émergentes, même après leur surperformance de l'année dernière. Le retard accumulé par rapport aux performances enregistrées depuis 2009 aux Etats-Unis est encore considérable, le potentiel d'amélioration des marges et donc d'accroissement des bénéfices est important et les valorisations sont encore modestes (le P/E estimé du MSCI Emerging Market ressort à 14.18x à peine).

Enfin, sur une année 2018 où la volatilité pourrait faire son grand retour au gré des hausses de taux américaines ou de l'agenda géopolitique, nous continuerons plus que jamais à bâtir nos portefeuilles sur deux autres piliers, à savoir les fonds absolute return (ayant la capacité de « shorter » le marché) et les fonds multi-asset class flexibles, mêlant les styles et faisant cohabiter les gérants les plus prudents et chargés en protections (BNY Mellon Real Return, Ruffer, Nordea Stable Return...) aux gérants les plus dynamiques (M&G Dynamic Allocation, Kestrel...).

## Grand Angle

### LE RETOUR DES DRAGONS

Après plusieurs années de moindre performance, on assiste au réveil des dragons asiatiques. La croissance économique de la région est la plus élevée du globe et devrait même légèrement accélérer en 2018. Certains tablent sur une progression du PIB de la zone au-dessus de 6%, à un rythme sensiblement supérieur à celui de l'économie mondiale. Grâce à leurs exportations de produits manufacturés, les pays asiatiques bénéficient pleinement de la reprise du cycle économique mondial. Ils bénéficient à plein de la stabilisation du géant chinois mais aussi de la prolongation du cycle de croissance aux Etats-Unis. En outre, à l'image de la Chine, la région dans son ensemble voit le poids des consommateurs augmenter.

#### Des réformes structurelles

Phénomène nouveau, la mise en place de réformes structurelles leur permet de générer une croissance interne et d'être moins dépendants du reste du monde. De plus, la plupart des pays de la région ont mis en place des réformes qui leur permettront de conserver des taux de croissance élevés sur une longue période. Ces réformes portent progressivement leurs fruits. En Inde le gouvernement de M. Modi a mis en place plusieurs réformes de nature à transformer significativement l'environnement économique du pays. La réforme monétaire avec la démonétisation des grosses coupures a atteint largement son objectif : s'attaquer à l'économie souterraine sans provoquer de ralentissement majeur.

#### Le facteur démographique

Par ailleurs, le facteur démographique va continuer de jouer un rôle moteur. Ainsi la population indienne est-elle la plus jeune des pays émergents. De même le potentiel d'urbanisation y est considérable. Avec environ 35% en Inde et 50% en Chine, elle y est beaucoup moins avancée qu'en Amérique Latine où elle atteint 70%.

#### Une région au cœur de l'innovation

Les économies asiatiques se sont largement modernisées au cours des dernières années. Le MSCI Asie ex Japon inclut 27% de valeurs des technologies de l'information, contre seulement 17% pour le MSCI World. Les géants asiatiques technologiques comme Samsung, Baidu, Tencent ou Taiwan Semiconductor se montrent de plus en plus à même de se mesurer aux grandes entreprises américaines du secteur. La Chine à elle seule publie plus de recherches académiques que les Etats-Unis dans le domaine de l'intelligence artificielle. Une société comme Baidu consacre la quasi-totalité de ses dépenses en recherche & développement au domaine de l'intelligence artificielle.

#### La nouvelle vision des entreprises

Autre changement d'horizon : la priorité à la rentabilité et l'importance accordée à l'actionnaire. Longtemps, l'attention des entreprises asiatiques s'est portée sur la croissance du chiffre d'affaires, au risque de procéder parfois à des investissements peu rentables. Les perspectives ont changé et les dirigeants d'entreprise ont tourné leur attention vers la rentabilité pour l'actionnaire. Les marges opérationnelles se sont redressées. Le retour sur capitaux propres est en amélioration depuis le début de l'année.

#### Des marchés relativement peu chers

Les places boursières d'Asie n'ont pas encore récupéré le retard accumulé depuis 2011 qui serait de l'ordre de 20% sur la base des multiples de capitalisation. Un redéploiement des capitaux internationaux pourrait permettre de corriger cet écart et de favoriser le retour de la surperformance des dragons asiatiques.



## Macroéconomie

### Etats-Unis

- Le marché de l'emploi reste solide, l'économie américaine a créé 2,06 millions d'emplois en 2017, légèrement moins qu'en 2016 mais nous sommes proches du plein emploi.
- Sur le mois de décembre les indices PMI donnent des signaux mitigés; l'indice PMI manufacturier accélère tandis que celui des services déçoit, avec un niveau de nouvelles commandes au plus bas de l'année.
- Malgré les trois hausses de taux de 2017 et celles à venir, l'activité et le niveau de profitabilité des entreprises devraient toutefois rester soutenus par la baisse du dollar et la mise en place des baisses d'impôts votées en fin d'année.

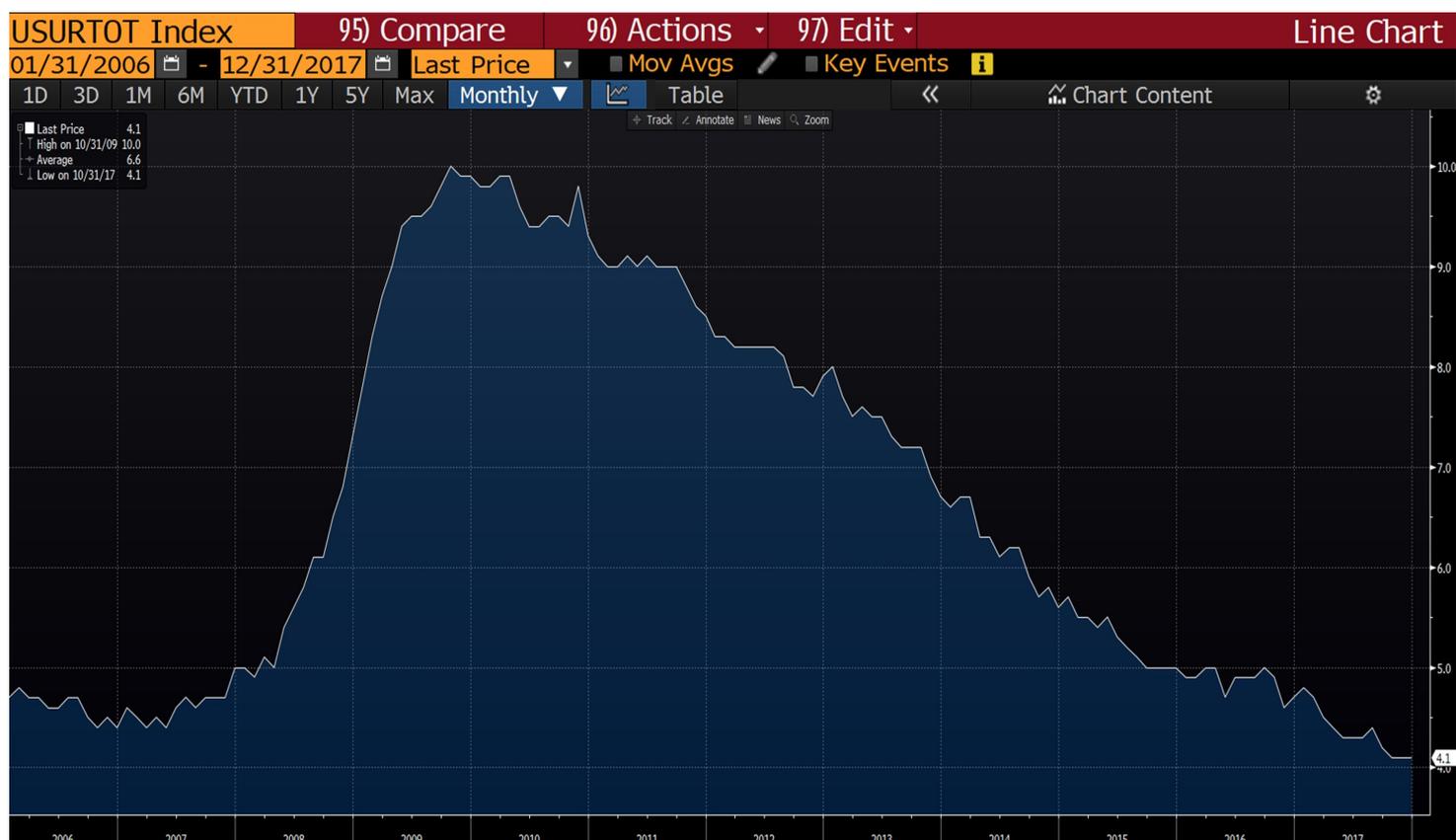
### Europe

- Les trimestres se suivent et se ressemblent. Le cercle vertueux de croissance semble se mettre en place dans tous les pays de la zone. De conjoncturelle, l'amélioration macroéconomique pourrait devenir durable.
- L'activité manufacturière poursuit sa progression sur des niveaux élevés; l'indice dépasse les 60 depuis deux mois, un record !
- Sur les six derniers mois la France, une fois n'est pas coutume, accélère, et affichera une croissance en 2017 proche des 1,9%, là aussi un record depuis la grande crise de 2008.
- Les niveaux de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprises affichés dans les enquêtes nous laissent confiant pour les premiers mois de 2018.

### Chine

- Malgré les inquiétudes persistantes de nombreux observateurs la croissance chinoise reste sous contrôle. Les autorités centrales semblent parfaitement conscientes des risques liés au surendettement et restent concentrées sur la diminution des capacités dans les secteurs saturés.
- Avec l'augmentation du niveau de vie et la relative faiblesse du chômage, la consommation des ménages est bien orientée et prend une part de plus en plus importante dans la croissance du pays.
- Avec un objectif (raisonnable) de croissance de 6%, un déficit budgétaire de 4% et une inflation modérée de 2,5%, le pays semble bien armé pour faire face à ses défis.
- Dans cet environnement, les entreprises chinoises devraient afficher de solides perspectives bénéficiaires en 2018.

Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis depuis 2006





## Special Topic

### Qu'attendre de nos Banques Centrales en 2018 ?

Tout d'abord un constat : depuis 2013 et l'annonce par la Banque Centrale Américaine de la fin imminente du Quantitative Easing, force est de constater que ce retrait s'est effectué dans le calme et n'a pas, pour le moment, perturbé la reprise de l'activité outre-Atlantique ces dernières années. Ce retrait progressif observé depuis 5 ans va se poursuivre, car même avec l'arrivée de M. Powell à la tête de la Réserve Fédérale, le plan est tracé pour 2018. Le nouveau patron de la FED agira dans les pas de ce qui avait été prévu par Mme Yellen, avec probablement trois hausses de taux supplémentaires, ce qui pourrait porter le taux directeur à +2,25% d'ici à un an. Dans ce cadre, tout au long de l'année, les indicateurs d'inflation et d'évolution du marché du travail seront particulièrement suivis. La deuxième partie du plan concernera le bilan de la Banque Centrale. Stable depuis 2015, l'objectif est de commencer à le réduire. Pour cela il existe deux voies qui peuvent être concomitantes: le non-reinvestissement des actifs arrivant à échéance ou la vente de ces derniers avant l'échéance.

En Europe, un cercle vertueux de croissance semble se mettre en place et valide à posteriori le choix de la politique ultra-accommodante. Ce programme, par manque de coordination (ce qui a contraint la zone euro à une nouvelle récession) n'a vraiment démarré qu'en 2012. C'est pourquoi la BCE a commencé seulement en 2017 à faire un premier pas en arrière en diminuant le montant des achats d'actifs sur le marché, passant de 80 milliards par mois au premier trimestre 2017 à un rythme de 60 milliards en fin d'année.

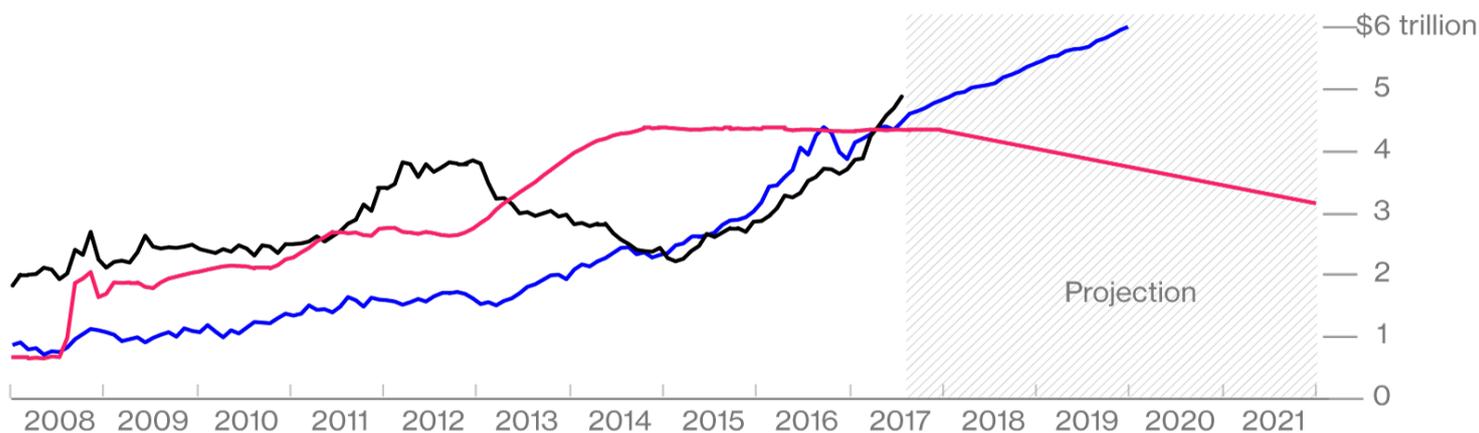
Sous la pression des allemands et de l'amélioration économique, M. Draghi devrait en 2018 donner une date pour la fin des achats. En attendant, dès ce mois-ci, ils devraient passer à 30 milliards. Pour ce qui est des hausses de taux, sauf surprise, rien n'est prévu avant 2019 d'autant que la hausse de l'euro et une inflation toujours contenue inciteront la BCE à la prudence.

La Banque Centrale Chinoise, en étroite collaboration avec les autorités centrales devrait observer une politique de taux stable. Elle continuera cependant d'agir sur le ratio de réserve obligatoire des banques pour juguler le montant des prêts consentis à l'économie au gré des besoins ou des excès. Dans l'ensemble ce sera plutôt une politique neutre/restrictive.

En 2018, la Banque du Japon sera la seule banque centrale des grands pays du monde à continuer une politique monétaire très expansionniste. Les progrès de l'économie nippone sont indéniables mais le pays se trouve face à des défis structurels de taille, la baisse de la population et le manque criant de main d'œuvre. L'amélioration économique ne suffit pas à compenser les impacts négatifs de ces tendances de fond sur la consommation, l'investissement et le niveau des prix.

### Central Banks Balance Sheets Japan moving into uncharted waters

■ Bank of Japan ■ European Central Bank ■ Federal Reserve



Note: BOJ projection assumes the yen-dollar exchange rate remains at the current level and the BOJ's asset holdings continue to increase at the current level. The Fed. forecast is the baseline scenario from the 2016 annual report, and assumes that balance sheet normalization begins in January 2018.

Source: BOJ, ECB, Fed data compiled by Bloomberg

**Bloomberg**

#### AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 8 janvier 2018. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.