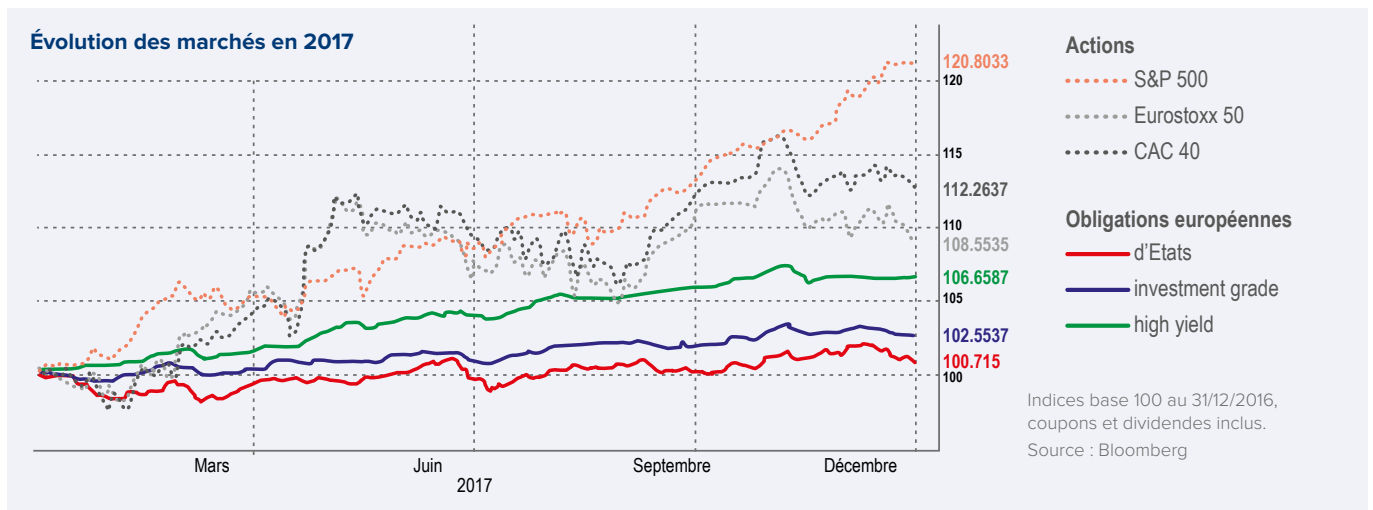


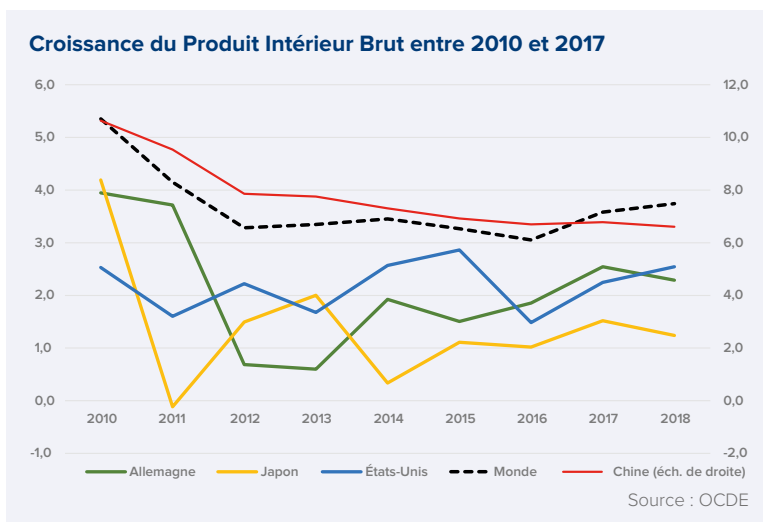
UN BON MILLÉSIME 2017 ! ... ET 2018 ?

Durant l'année 2017, nous avons beaucoup parlé du risque politique en Europe avec la montée des extrêmes et du sentiment anti-européen. Ce risque ne s'est pas matérialisé. Nous avons craint également que le nouveau président américain pèse sur la croissance mondiale en mettant en place une politique isolationniste, ce qui n'a pas eu lieu. À partir de l'été, la Corée du Nord a rejoué des épisodes de la guerre froide, faisant peser le risque de conflit nucléaire, mais elle préfère maintenant participer aux JO... Nous pouvons citer aussi la fin du QE (Quantitative Easing) de la BCE qui n'aura finalement pas eu lieu, pas plus que le ralentissement de la Chine. Au contraire, 2017 a vu l'accélération de la croissance aux Etats-Unis et surtout en Europe, avec une amélioration nette de l'optimisme des acteurs économiques, entreprises comme consommateurs. Ce qui donne au final une progression des actifs risqués tout à fait satisfaisante et des taux d'Etats qui ne décollent pas. Quel sera selon nous la tendance macro-économique de l'année ?

Les arbres ne montant pas au ciel, doit-on s'attendre à un changement de tendance pour 2018 ? Voyons quels sont les soutiens du marché aujourd'hui et quels pourraient être les écueils susceptibles de casser cette belle dynamique.



LA CROISSANCE MONDIALE EST SUR UNE DYNAMIQUE FORTE

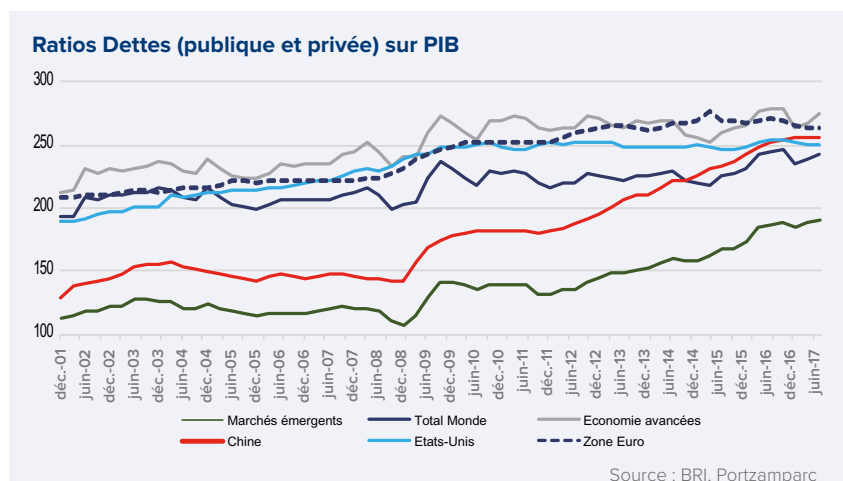
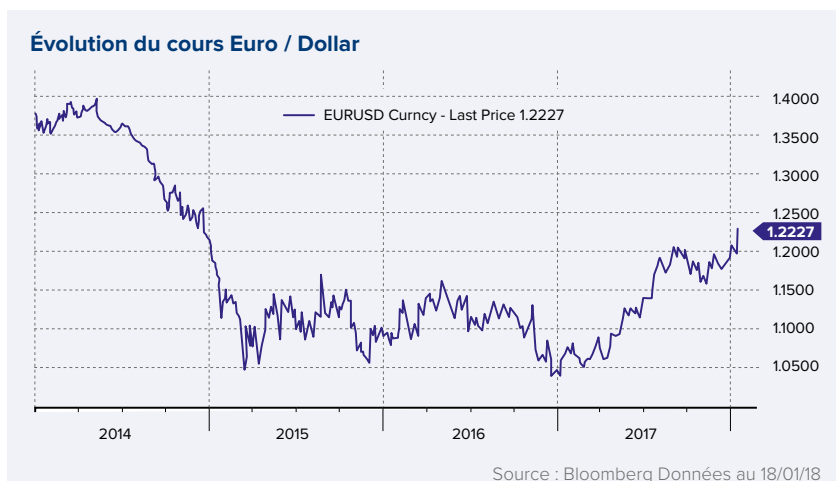


Du côté des soutiens, il faut relever la croissance mondiale qui continue d'accélérer. De plus, elle est globale, c'est-à-dire que très peu de pays sont attendus en récession cette année (c'est rare). Enfin, les trois principales zones économiques, Etats-Unis, Chine et Europe, qui représentent près des deux tiers du PIB mondial, ne sont pas au même point du cycle de croissance : la zone Euro est plutôt en phase d'accélération, les Etats-Unis en haut de cycle et la Chine en décélération. Cette désynchronisation limitera le risque de récession globale, le relais de l'une pouvant être pris par les autres. La croissance sera de toutes façons soutenue de part et d'autre de l'Atlantique compte-tenu des niveaux de confiance historiquement élevés qui se traduisent par plus d'investissement, plus d'activité, moins de chômage et plus de consommation. La politique monétaire reste très accommodante en Zone Euro et aux Etats-Unis, même si les Banques Centrales ont commencé

à devenir plus restrictives (Fed) ou au moins à préparer les marchés à un changement de régime (BCE). L'environnement de taux faibles restera néanmoins favorable pour l'investissement sur les prochains trimestres, d'autant que les pressions inflationnistes restent pour l'instant très limitées, ce qui limitera l'appréciation des taux.

► GARE À UN EURO TROP FORT, ET À UNE CHINE TROP FAIBLE

Face à ces éléments positifs, quels sont les signaux qui pourraient nous amener à revoir à la baisse notre optimisme pour 2018 ? **Le premier est la parité Euro/Dollar.** L'affaiblissement de l'Euro en 2014 avait donné un coup d'accélérateur aux exportations européennes et relancé la croissance dans la zone. Nous pouvons craindre que le mouvement inverse, à savoir une remontée de l'Euro face au Dollar, ne vienne casser la dynamique européenne. Ce risque est pris très au sérieux par la BCE puisque plusieurs des membres de son comité de politique monétaire commencent à indiquer qu'une hausse trop forte de l'Euro conduirait la banque centrale à revoir ses anticipations de croissance et donc sa politique.



Le second point d'attention porte sur la croissance chinoise. L'Empire du Milieu, deuxième PIB mondial, est dans une phase de transition entre une économie tournée vers la production et le commerce extérieur et une économie tournée vers la consommation interne, la seconde générant une croissance plus faible. La croissance chinoise ralentit donc tout naturellement depuis quelques années, mais a été largement soutenue par le recours à l'endettement, public et privé, depuis dix ans. Ainsi, le ratio d'endettement de la Chine a augmenté de 80% entre 2008 et 2017 contre 20% au niveau mondial. Cette dérive ne peut se prolonger car elle remettrait en cause la confiance dans la capacité du pays

à honorer ses dettes. Elle pourrait finalement faire plonger le Yuan, entraînant une crise économique importante qui toucherait évidemment l'ensemble de la zone asiatique, mais affecterait sans doute également les économies occidentales.

► LA SURPRISE DE 2017 A ÉTÉ LA CROISSANCE PLUS FORTE QUE PRÉVUE. CELLE DE 2018 SERA-T-ELLE L'INFLATION ?

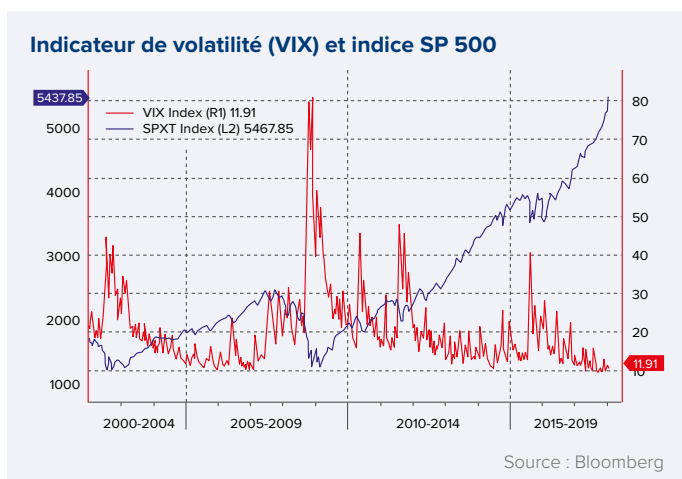
Un autre point à surveiller est le retour de l'inflation. Eh oui ! Nous l'avons presque oubliée mais l'inflation est en train, de se renforcer doucement même si elle est loin des objectifs des banques centrales. Or la hausse de l'inflation pourrait accélérer cette année, notamment aux Etats-Unis, la hausse des prix étant soutenue par la hausse continue du prix des matières premières (+30% sur les métaux industriels en 2017) et de l'énergie (+20% sur le pétrole). Nous commençons à voir également des hausses de salaires un peu plus importantes aux Etats-Unis où le marché de l'emploi est proche de la saturation, à l'image de Wal Mart qui prévoit d'augmenter les bas salaires de 10%. Enfin, la Réserve Fédérale américaine dans son dernier Livre Beige, qui rend compte du niveau d'activité à travers le pays, note que les entreprises arrivent à relever leurs prix de vente. Une hausse de l'inflation vers la cible de 2% est souhaitée par la Fed. Une dérive au-delà de ce niveau pourrait la contraindre à relever les taux plus fortement que prévu et peser *in fine* sur la croissance.

Et nous pouvons aussi rajouter comme point d'attention les classiques risques politiques (Allemagne, Italie, Espagne) et géopolitiques (Corée, Moyen-Orient, traité commercial Nord-Américain,...). Cette litanie ne doit toutefois pas masquer notre optimisme pour la conjoncture économique des prochains trimestres, notamment sur la Zone Euro.

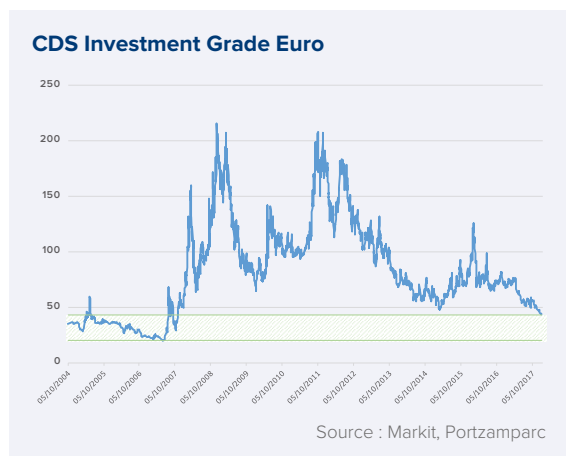
Comment traduisons-nous dans notre politique d'investissement l'environnement économique décrit plus haut et quelles sont nos perspectives sur les différentes classes d'actifs ?

L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ACTUEL RESTE FAVORABLE AUX ACTIFS RISQUÉS

Le maintien attendu d'un rythme élevé de croissance au niveau global, et particulièrement aux Etats-Unis et en Europe, milite pour une poursuite de la hausse des actifs risqués. Ainsi, nous anticipons une poursuite du mouvement de hausse des marchés actions dans les mois qui viennent, en Europe comme aux Etats-Unis, malgré les niveaux record atteints outre-Atlantique. En effet, les entreprises devraient traduire dans la hausse de leur bénéfice la bonne santé de l'économie, en Europe comme aux Etats-Unis où la réforme fiscale adoptée fin 2017 devrait soutenir également les actions. La faiblesse de la volatilité sera à terme un frein mais en regardant l'historique, nous constatons qu'il y a encore de la marge à la hausse. Ainsi les marchés actions américains pourraient progresser de 8% à 10% cette année, et leurs homologues européens de 10% à 15%. Nous donnons une prime à ces derniers dans la mesure où la valorisation relative entre Europe et Etats-Unis est en retard par rapport à l'historique.



LES TAUX DEVRAIENT COMMENCER À SE REDRESSER MAIS LES SPREADS DE CRÉDIT* ONT ENCORE UN PEU DE MARGE À LA BAISSÉ



Qui dit préférence pour les actifs risqués dit aversion pour les actifs sans risques. Nous pensons que les taux longs vont continuer à progresser cette année, comme en 2017, mais que la hausse sera plus importante, d'où une performance négative des obligations d'Etats européennes compte-tenu d'un portage limité. Les spreads de crédit, qui ont beaucoup baissé déjà ces deux dernières années, conservent un potentiel de réduction compte-tenu du très bon environnement économique. Ils pourraient donc revenir sur les niveaux d'avant crise ce qui permettrait de compenser largement la remontée des taux d'Etats. En incluant le portage, nous tablons sur une progression de 1% à 3% sur l'*investment grade* et de 3% à 5% sur le *high yield*, soit des performances un peu inférieures à celles de 2017. A mi-chemin entre les deux en termes de risques, nous pensons également que les subordonnées financières devraient afficher des performances comparables au *high yield* du fait de la stabilisation de l'environnement réglementaire.

*Mesure l'écart de taux entre une obligation émise par une entreprise et un emprunt d'état.

Nous maintenons donc une préférence pour le risque actions et, pour la partie taux, au risque de crédit. Nous redeviendrons plus attentistes en fonction de l'évolution de l'EURO (si la devise s'apprécie trop), de l'inflation (en cas de dérapage incontrôlé) et nous gardons un œil sur le ralentissement chinois, qui, s'il s'avérait plus fort que prévu, conduirait à une correction marquée sur les actions.

Ce document a été réalisé par Portzamparc Gestion, uniquement à titre d'information et ne constitue donc pas une incitation à investir, ni une offre d'achat ou de vente de titres, ni un document contractuel. Il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Portzamparc Gestion. Les opinions émises dans ce document reflètent un jugement au jour de sa rédaction et sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis. Ces informations sont données sans garantie et ne peuvent être considérées comme exhaustives. Les données chiffrées utilisées par Portzamparc Gestion proviennent de sources qu'elle estime fiables. Toutefois, Portzamparc Gestion ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale de ce document, par tout procédé, pour tous pays est interdit sans le consentement de Portzamparc Gestion. Document non contractuel. Achevé de rédiger 17/01/2018.