

Sommaire

Editorial *Un Horizon toujours Incertain*

Economie *Plus de peur que de mal ... pour l'instant*

Obligations *Les obligations pour contrecarrer les incertitudes*

Actions *Un peu d'espoir*



Photo Yves Wagner

Un Horizon toujours Incertain

Editorial

L'année 2017 commence à l'image de la fin de l'année 2016 avec des économies mondiales faibles mais à croissance soutenable, des marchés financiers chers et volatils, des politiques incertaines et donc un horizon trouble pour l'investisseur et le décideur économique autant que pour le consommateur. Les élections passées et futures témoignent d'un manque de leadership de la classe politique

qui conduit à des résultats souvent étonnants, parfois dangereux, toujours déstabilisants. Les conséquences du Brexit se matérialisent dans les dégradations d'indices de confiance, tandis que les élections américaines ont ouvert la voie à des politiques économiques pro-cycliques dont les conséquences restent incertaines. Les élections à venir en Europe ne feront pas exception à ce climat mondial où le manque

de crédibilité d'une vieille élite déstabilise les équilibres économiques et sociaux.

Alors que les Etats-Unis étaient entrés dans leur phase ascendante du cycle conjoncturel, les politiques annoncées par le nouveau locataire de la Maison Blanche, du type keynésien de relance des dépenses, couplées à des allègements fiscaux et de probables déréglementations diverses, conduiront à accélérer le cycle dans le court terme, probablement jusqu'en 2018, mais ouvriront par la suite les portes à de possibles corrections non seulement sur les marchés financiers mais aussi sur les marchés de l'économie réelle. Il est donc probable que ces incertitudes iront grandissantes au cours des prochains trimestres.

En Europe, il faut espérer que les incertitudes politiques n'entraveront pas de façon excessive

une expansion qui semble aujourd'hui encore suffisamment solide pour se maintenir tout au long de l'année. L'Espagne et l'Allemagne restent les locomotives d'une croissance certes faible, mais toujours soutenable. Néanmoins, en raison de divers facteurs qui influenceront le pouvoir d'achat des ménages, dont le prix du pétrole, il est peu probable que les taux de croissance de 2016 puissent être maintenus.

Nous estimons que 2017 sera encore une année difficile sur les marchés des capitaux, ne serait-ce qu'en raison d'une volatilité qui risque à nouveau d'augmenter. La prudence reste de mise.

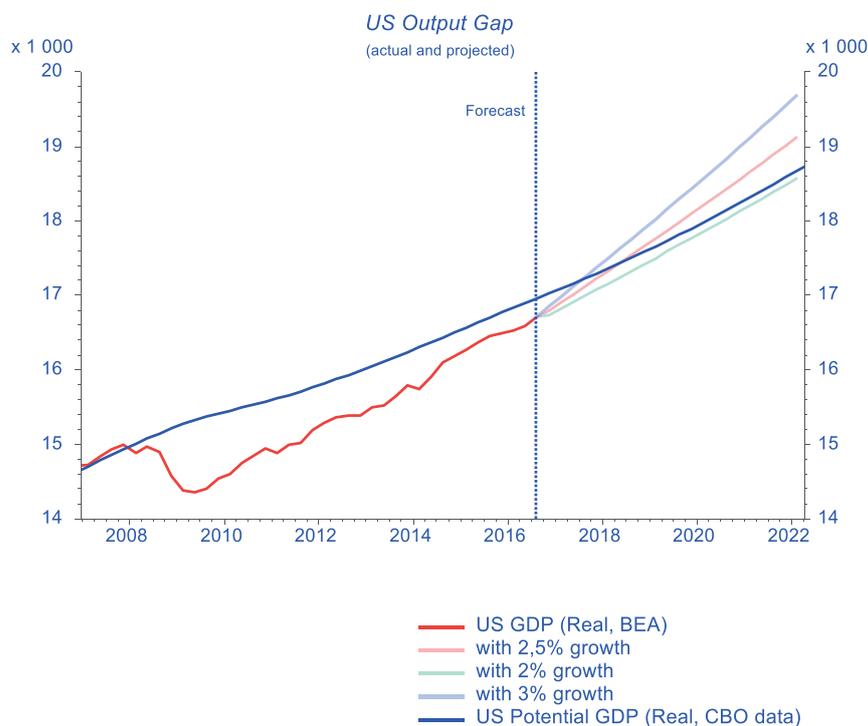
*Dr Yves WAGNER
Directeur BCEE Asset Management*

Plus de peur que de mal ... pour l'instant

Les incertitudes quant à la vigueur de la croissance mondiale étaient très fortes au début de l'année 2016. Les différentes statistiques économiques ont cependant permis de dissiper rapidement les craintes d'une récession mondiale. Ces inquiétudes d'ordre économique ont peu à peu fait place à un contexte politique de plus en plus délicat. Que les peurs furent grandes à l'approche du vote du « Brexit », c'est-à-dire le référendum sur l'avenir du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne, ou encore des élections américaines. En dépit de ces inquiétudes politiques et économiques, l'économie mondiale a su naviguer avec maîtrise dans ces eaux troubles et au final il y a eu plus de peur que de mal ... pour l'instant. Dans un contexte qui restera caractérisé par des incertitudes politiques et des défis structurels persistants, la reprise cyclique de l'économie mondiale devrait se poursuivre à rythme modéré. Le taux de croissance devrait donc se maintenir aux alentours de sa tendance actuelle, soit un peu plus de 3%.

Les économies développées, qui ont souligné leur résilience

à la fin de l'année 2016 dans un environnement politique délicat, devraient rester en dessous de leur croissance potentielle, tout en continuant de réduire petit à petit l'écart par rapport à cette dernière. Une croissance vigoureuse aux Etats-Unis et une certaine stabilité conjoncturelle en Europe et au Japon devraient permettre de compenser en partie le ralentissement de l'activité dans d'autres pays développés, tels que le Royaume-Uni où les incertitudes liées au Brexit se matérialisent de plus en plus dans les indices de confiance et les chiffres de l'investissement. Dans les pays émergents, on devrait également pouvoir observer une stabilisation de la croissance. En raison des incertitudes (géo-)politiques, la capacité de rebond de ces pays restera limitée. Une politique monétaire accommodante et une politique budgétaire expansionniste devraient toutefois soutenir la croissance dans ces pays et ce tout particulièrement en Asie émergente. Le défi principal des pays émergents sera d'arbitrer habilement entre stabilité et croissance. Une politique monétaire beaucoup trop accommodante risquerait en effet d'accroître les sorties de capitaux dans le contexte de taux



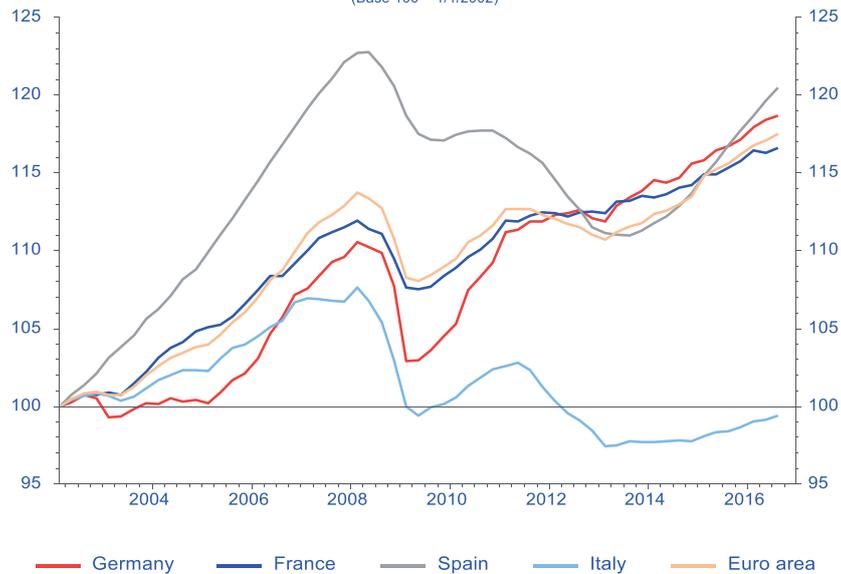
actuel. C'est le problème auquel est surtout confrontée la Chine. Les pays émergents d'Amérique Latine devraient avoir atteint un point bas, mais les problèmes structurels y restent importants. Enfin, l'Europe émergente pourrait profiter du rebond de l'activité en Russie.

Aux Etats-Unis, la croissance devrait surtout être portée par les promesses électorales faites par Monsieur Donald Trump qui, prises dans leur globalité, pourraient potentiellement générer de la croissance jusqu'en 2018 au moins. Déjà bien orientée avant la nomination du nouveau président avec une économie proche du plein emploi, les Etats-Unis pourraient donc obtenir une nouvelle marge d'amélioration avec les différentes mesures prévues par l'administration Trump. Parmi ces mesures, on pense notamment aux allègements fiscaux, aux dépenses d'infrastructure ou encore à la dérégulation évoqués par Monsieur Trump au cours de ses différentes interventions. Les espoirs placés dans la politique économique de l'administration Trump ont conduit bon nombre d'analystes et d'économistes à revoir à la hausse leurs prévisions de croissance et d'inflation pour l'économie américaine. Ce regain d'optimisme doit cependant être relativisé tant les incertitudes restent grandes quant à la mise en œuvre des promesses électorales. Même si le cadre de la future politique économique américaine semble fixé, les détails sur le timing et les montants des diverses mesures restent encore flous. Le degré de protectionnisme souhaité par Monsieur Trump et le préjudice pour l'économie mondiale qui en découle sont aussi difficiles à mesurer. Cependant, il

ne fait aucun doute que la politique économique menée par le président élu sera inflationniste. Toutefois, une mise en application maladroite des diverses mesures dans une économie qui est déjà proche du plein emploi pourrait conduire à une situation où l'inflation deviendrait plus élevée que la croissance et contraindre ainsi la Réserve fédérale américaine (Fed) à durcir sa politique monétaire beaucoup plus qu'elle ne le souhaite. Tant que la lumière n'aura pas été totalement faite sur la politique économique menée par l'administration Trump, il est difficile d'anticiper exactement le taux de croissance de l'économie américaine pour cette année. Pour 2017, compte tenu de l'éventail de possibilités, le taux de croissance de l'activité américaine devrait se situer dans une fourchette comprise entre 2% et 3%. Les évolutions et les précisions apportées par l'administration Trump au cours des prochains mois devraient nous permettre d'affiner davantage cette fourchette.

En zone euro, la fin de l'année 2016 a été plutôt encourageante comme en témoignent les indicateurs avancés PMI qui soulignent une activité à rythme élevé en décembre. Les récentes statistiques du PIB montrent que l'Espagne et l'Allemagne demeurent les principales locomotives de l'activité en zone euro. Même si l'Allemagne a montré quelques signes de faiblesse, les indicateurs de confiance restent bien orientés. Cette embellie de fin d'année a conduit certaines institutions, à l'image de la Banque centrale européenne (BCE), à table sur une légère accélération de la croissance en 2017. En effet, l'institution

Euro area - GDP growth of various countries
(Base 100 = 1/1/2002)



anticipe une croissance de 1,7% en 2017. Contrairement à la BCE, nous demeurons un peu plus prudents dans nos attentes de croissance. Tout d'abord, la remontée du prix du pétrole devrait limiter le pouvoir d'achat des ménages et donc réduire leur potentiel de consommation. Malgré la résilience de l'activité en zone euro, la dynamique de celle-ci demeure insuffisante pour induire une baisse significative du taux de chômage, essentielle à une remontée des salaires et donc de l'inflation. Enfin, les différentes échéances politiques de 2017 et les incertitudes liées aux négociations du Brexit devraient induire un choc de confiance et par conséquent limiter les perspectives d'investissement. Le calendrier politique chargé devrait aussi contenir les espoirs de relance budgétaire. Dans

ce contexte, le potentiel de rebond demeure limité en zone euro et nous tablons plutôt sur une stabilisation, voire un léger ralentissement par rapport à 2016. À l'heure actuelle, nous anticipons un taux de croissance de la zone euro de 1,3% pour 2017 (contre environ 1,6% en 2016). Comme les incertitudes, notamment politiques, persistent, il est préférable de rester relativement prudent dans notre allocation d'actifs. En effet, même si le tableau dressé ici de l'économie mondiale est loin d'être négatif, l'année 2017 devrait être caractérisée par des épisodes de volatilité élevée. Dans ce contexte, il convient de privilégier une allocation flexible dans laquelle les actifs risqués profiteront de la reprise du cycle conjoncturel, mais aussi dans laquelle la poche obligataire aura un rôle salutaire pendant ces épisodes de volatilité.

Dr William Telkes
BCEE Asset Management

Les obligations pour contrecarrer les incertitudes

Le quatrième trimestre de l'année 2016 a été particulièrement mouvementé sur les marchés obligataires. Au mois d'octobre des informations de presse rapportant une possible discussion de la Banque centrale européenne (BCE) sur les modalités de sortie de son programme d'achat d'actifs ont perturbé les marchés. En outre les taux ont été tirés à la hausse par des indicateurs économiques mieux orientés en zone euro. Concernant les pays périphériques, les anticipations de victoire du « non » au référendum italien ont conduit les taux italiens à des plus hauts annuels et ont renforcé l'écart de rendement avec les taux espagnols. Aux Etats-Unis, des éléments rassurants sur la croissance ont également porté les taux, ces derniers s'ajustant en prévision d'une hausse des taux par la Réserve Fédérale (Fed) en fin d'année 2016. Enfin l'élection de Donald Trump a accentué cette remontée rapide sur l'ensemble des marchés, réintégrant un scénario plus inflationniste suite au programme électoral de ce dernier et à plusieurs de ses déclarations d'intention.

Europe

Au cours de sa réunion de politique monétaire du mois de décembre, le Président de la BCE a délivré un message perçu comme accommodant en ancrant son action sur la durée. En effet, celui-ci a annoncé une prolongation du programme de mars 2017 à décembre 2017 mais à un rythme moins important (60MM€ contre 80MM€ actuellement). Les deux autres mesures ont été la diminution de la maturité minimum éligible à 1 an contre 2 ans précédemment ainsi que la suppression du taux plancher pour l'éligibilité des titres. L'institution a également répété sa volonté de rester présente aussi longtemps que nécessaire, voire de remonter les montants d'achat si la situation devait de nouveau se détériorer.

Cet ajustement de politique monétaire pourrait être perçu comme un amorcement de « tapering ». Cependant, il serait également possible de lire dans ces nouvelles mesures d'assouplissement une crainte de la part de l'institution monétaire de ne pouvoir atteindre sa cible d'inflation et donc de l'incapacité à sortir de sa politique accommodante dans un horizon proche. L'évolution des taux européens restera donc soumise à la résilience de l'économie européenne et aux publications d'indicateurs économiques tout au long des prochains semestres. De bonnes surprises pourraient alors alimenter la remontée des taux et engendrer une forte volatilité. Un autre facteur significatif est celui du pétrole. En effet, l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP) a finalisé un accord qui promet une réduction de l'offre afin de « rééquilibrer » le marché. Cet accord a été suivi par des pays non-membres, ce qui renforce sa crédibilité. Ces accords

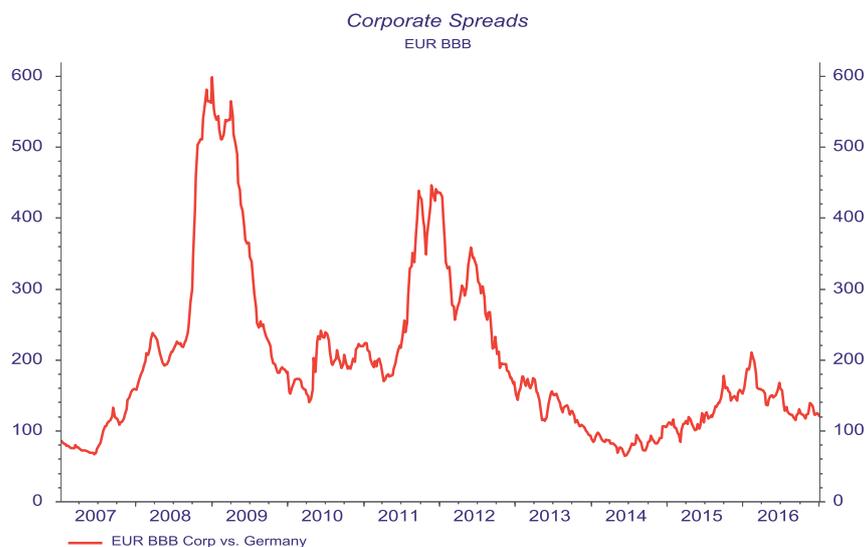
pourraient avoir un réel impact sur le cours du brut, ce qui devrait soutenir l'inflation pour l'année à venir.

Cependant les incertitudes politiques resteront de mise tout au long de l'année, avec de nombreuses échéances politiques attendues (suite au référendum sur le « Brexit », élections législatives aux Pays-Bas, élections présidentielles en France et élections fédérales en Allemagne). Concernant les pays périphériques, les tensions sur la dette italienne semblent s'être dissipées malgré le résultat négatif du référendum, mais nous restons prudents sur l'Italie en général où de nouvelles élections ne peuvent être exclues, et dont la recapitalisation du secteur bancaire reste pour le moment en suspens. Dans cet environnement nous conseillons de conserver de la flexibilité entre les dettes souveraines « cœur », les dettes périphériques et les différentes maturités selon les phases de marchés plus ou moins volatiles à venir.

Sur le court-terme, les mesures accommodantes de la BCE précédemment citées devraient être bénéfiques pour le crédit européen. Cependant la crainte du « tapering » devrait vraisemblablement mettre un terme au resserrement continu des primes de risques, les rendements actuels étant déjà très faibles. L'élection de D. Trump aura également un impact sur le crédit européen, dû à la forte corrélation entre les deux marchés transatlantiques. Son programme économique est basé sur une forte relance budgétaire (principalement en dépenses d'infrastructures et militaires). Il est partisan de la dérégulation et souhaite un allègement fiscal pour les entreprises et les particuliers. Ces mesures devraient être positives pour la croissance aux Etats-Unis, et dans une moindre mesure pour la croissance économique mondiale. Ceci pourrait être un régime idéal pour les spreads de crédit, puisque le risque d'un ralentissement économique s'éloigne. Par conséquent, la flexibilité restera l'élément clé dans notre allocation due à l'incertitude persistante qui caractérisera l'année 2017.

Etats-Unis

Aux Etats-Unis, les incertitudes reposent à présent sur le rythme de hausse des taux de la Réserve Fédérale, et sur la politique appliquée par l'administration du nouveau président. Le taux d'inflation devrait rester sur sa tendance haussière et orienter la position des membres de la Réserve Fédérale vers deux à trois relèvements des taux directeurs en 2017. En effet, si une politique budgétaire expansionniste devait être mise en place, cela devrait soutenir les prix et l'activité et conforter la Réserve Fédérale dans sa volonté d'accélérer son rythme de hausse, qui devrait cependant rester graduel. Ce contexte de resserrement monétaire et



de plan de relance inflationniste devrait tirer à la hausse l'ensemble des taux américains, engendrant en même temps de la volatilité sur l'ensemble des marchés obligataires. Néanmoins une déception concernant le programme budgétaire de M. Trump pourrait atténuer cet élan haussier et inverser la dynamique d'évolution des taux américains. Enfin, les incertitudes politiques ou un ralentissement de l'économie chinoise pourraient également renverser la tendance et pousser les investisseurs à revenir vers la dette américaine et son statut de valeur refuge.

Toutefois, le nouveau programme pro-croissance du candidat républicain apporte un cadre propice aux obligations d'entreprises et devrait donc porter le marché du crédit pour l'année 2017. Depuis l'annonce de son élection, l'aversion au risque des investisseurs s'est dissipée, les primes de risque ont par conséquent fortement diminué. D'un point de vue sectoriel, certains devraient profiter des mesures de l'administration Trump, comme le secteur financier, de l'énergie, des matières premières, de la construction ou encore de la défense et de l'aéronautique. Inversement, les secteurs et sociétés liés à l'exportation de produits et de services pourraient souffrir, particulièrement si Donald Trump décide de renégocier les contrats commerciaux avec certains pays. De plus, si le dollar continue à s'apprécier par rapport aux devises des principaux partenaires économiques des Etats-Unis, les multinationales américaines verront leurs ventes et bénéfices fortement impactés. En outre, Donald Trump est en faveur du protectionnisme et souhaite engager une guerre commerciale qui pourrait avoir comme conséquence une forte augmentation des prix. Cela pourrait faire surchauffer l'économie et mener à un éventuel ralentissement économique à moyen-long terme. Par ailleurs, le président élu souhaite mettre en œuvre une relance budgétaire de grande envergure. Ce creusement du déficit ne pourra se faire sans hausse des taux d'intérêts. Ce programme de relance budgétaire semble venir trop tard dans le cycle.

Il convient de porter une attention particulière aux fondamentaux des entreprises qui se dégradent fortement. Nous observons une détérioration des profils de crédit qui se retrouvent impactés par des ratios de solvabilité équivalents à ceux atteints lors de la crise financière de 2008. Les taux de défauts devraient toutefois se stabiliser, et en particulier aux Etats-Unis, sous l'influence du rebond du prix du pétrole et des probables mesures fiscales de Donald Trump.

Un facteur supplémentaire qui soutiendra le marché du crédit américain pour 2017 est celui du rapatriement de profits conservés aujourd'hui à l'étranger grâce aux avantages fiscaux proposés par l'administration Trump. Ces rapatriements permettront aux entreprises américaines de financer les rachats d'actions non plus en émettant de nouvelles obligations, mais en utilisant les liquidités rapatriées aux Etats-Unis. Par conséquent, la baisse induite de l'offre d'obligations d'entreprises devrait resserrer les primes de risques.

En outre, le risque chinois est toujours d'actualité. En plus du gonflement des créances douteuses dans les bilans des banques, d'une bulle immobilière qui inquiète, le problème de la dette chinoise est l'un des principaux risques systémiques sur l'économie mondiale.

Pour cette année 2017, la recherche de rendement par les investisseurs devrait continuer à travers le monde, et ce malgré la forte incertitude qui règne sur les marchés. En effet, les risques politiques et la peur de l'inflation apportent une forte volatilité sur les marchés. Il conviendra de rester prudent et flexible quant à notre allocation afin d'absorber dans le meilleur des cadres qui soit une année qui s'annonce riche en rebondissements.

Equipe obligataire

Un peu d'espoir

Après une année 2016 pleine de rebondissements, nos prévisions pour l'année 2017 pourraient se résumer dans le seul mot « incertitude ». D'une part, nous risquons de voir les premiers effets potentiels sur l'économie des surprises de 2016, telles le Brexit, Trump ou encore le résultat du référendum italien. D'autre part, l'année 2017 présente de nombreuses occasions pour créer de nouvelles surprises, à savoir les élections françaises ou allemandes, ou encore les décisions de politique monétaire, d'un côté de l'Atlantique comme de l'autre.

Le contexte

La hausse des marchés à la suite de la crise financière de 2008 s'est produite en anticipation d'une reprise de la croissance de l'économie mondiale et des bénéfices des sociétés. Au fil des années, les marchés sont devenus de plus en plus chers et n'ont délivré les résultats espérés que récemment. Pour maintenir le niveau actuellement élevé de valorisation, les marchés financiers auraient besoin d'une forte croissance des résultats. Or, la récente croissance des bénéfices par action, bien que positive, reste faible. Ainsi, la faible croissance des résultats pourrait mettre en doute la tendance haussière des marchés actions.

Les marchés émergents

Les marchés émergents offrent structurellement plus de croissance que les pays développés. A l'heure actuelle, ils bénéficient de la reprise des prix des matières premières qui pourrait cependant s'avérer temporaire. En effet, il subsiste toujours une forte surcapacité et une surproduction dans l'industrie minière et pétrolière.

Par ailleurs, les pays émergents pourraient se retrouver affaiblis par certains éléments exogènes. Ainsi, d'éventuelles mesures protectionnistes mises en place par le gouvernement américain devraient freiner le commerce international en impactant principalement les grandes sociétés exportatrices ou encore la poursuite de l'appréciation du dollar pourrait peser sur les pays qui n'ont pas suffisamment assaini leurs bilans. Ce sont ces raisons qui justifient notre pondération « neutre » sur les pays émergents.

Les Etats-Unis

Les craintes suite à l'élection du nouveau président américain, Donald Trump, ont rapidement cédé leur place à un certain optimisme de la part des investisseurs. En effet, les différentes mesures évoquées lors de la campagne électorale du candidat républicain, notamment le gigantesque plan de relance ainsi qu'un ensemble de mesures fiscales avantageuses devraient revigorer la croissance économique. Les grands bénéficiaires de telles mesures seraient les entreprises américaines, et plus particulièrement les entreprises à forte exposition domestique, car elles pourraient augmenter leur chiffre d'affaires tout en réduisant les impôts.

Il reste à savoir si les plans proposés lors de la campagne seront mis en pratique, et dans quelles conditions. Peu de détails n'ont filtré, ni concernant la mise en place du calendrier, ni concernant le financement de telles mesures. Dès lors, les marchés, qui ont clairement anticipé les mesures, pourraient être déçus assez facilement. Ainsi, dans l'attente de l'implémentation des promesses électorales, nous préférons rester « neutre » sur les actions américaines.

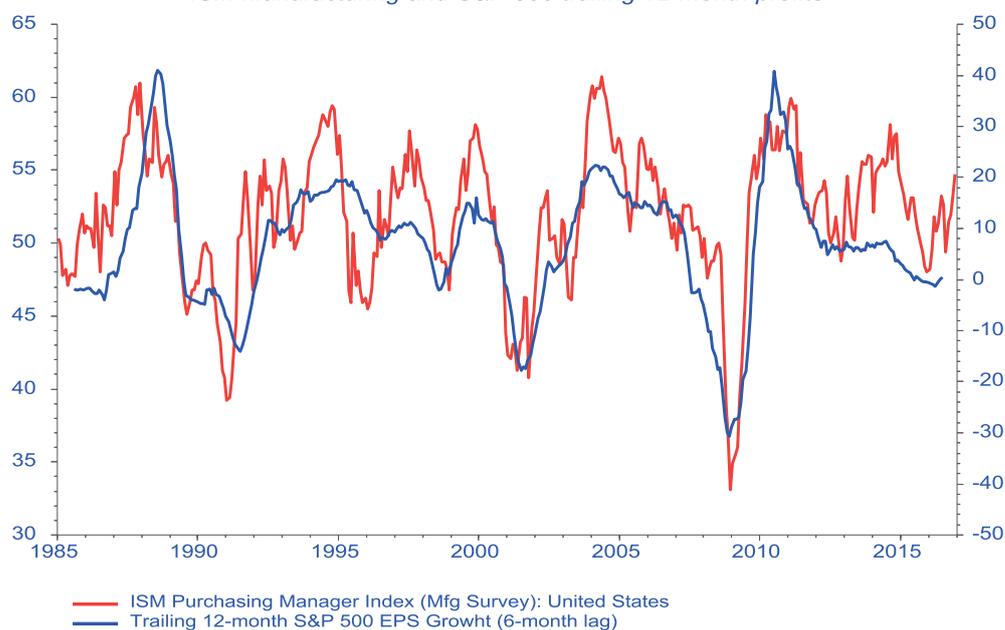
L'Europe

L'Europe cherche un nouveau cadre, alors que l'ancien a été bousculé par les référendums récents et que les nouvelles élections en 2017 pourraient troubler davantage cette recherche. Après que le « Brexit » ait obtenu une majorité en Grande-Bretagne, l'Europe attend l'activation de l'article 50 afin de pouvoir négocier et discuter des modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. L'Italie, suite à l'échec de son premier ministre Matteo Renzi lors du référendum constitutionnel, pourrait se voir obligée d'organiser des élections anticipées en 2017. A cela s'ajoutent les élections présidentielles françaises ainsi que les élections fédérales allemandes en 2017. Dans ce contexte d'insécurité politique dans de nombreux pays européens, et non les moindres, les investisseurs pourraient perdre leur appétit pour le risque. Une pondération « neutre » pour les actions européennes nous semble ainsi adaptée.

Les banques centrales

Alors que depuis la crise financière en 2008, les politiques monétaires des principaux banquiers centraux ont toujours joué un rôle de soutien aux marchés financiers, ce rôle est en train de changer. En effet, la Réserve Fédérale (Fed) a

ISM Manufacturing and S&P 500 trailing 12-month profits



commencé à mettre en place une politique monétaire plus restrictive. La Banque centrale européenne, quant à elle, continuera son programme de rachat de titres jusqu'à fin 2017, ou plus longtemps en cas de besoin. Cette divergence de politique monétaire a un impact incertain sur l'évolution régionale et sectorielle des marchés actions. En effet, certains secteurs comme l'industrie ou les valeurs financières pourraient à la base profiter de taux haussiers alors que d'autres secteurs comme les services collectifs et l'immobilier en souffriraient.

Conclusions :

Nous gardons un certain optimisme sur l'évolution des marchés actions, en raison du développement macro-économique qui devrait se traduire par une amélioration des fondamentaux des actions, comme constaté lors de la dernière saison de publication. La vigueur de la relance des bénéfices donne un certain support aux valorisations élevées et donc aux différentes bourses.

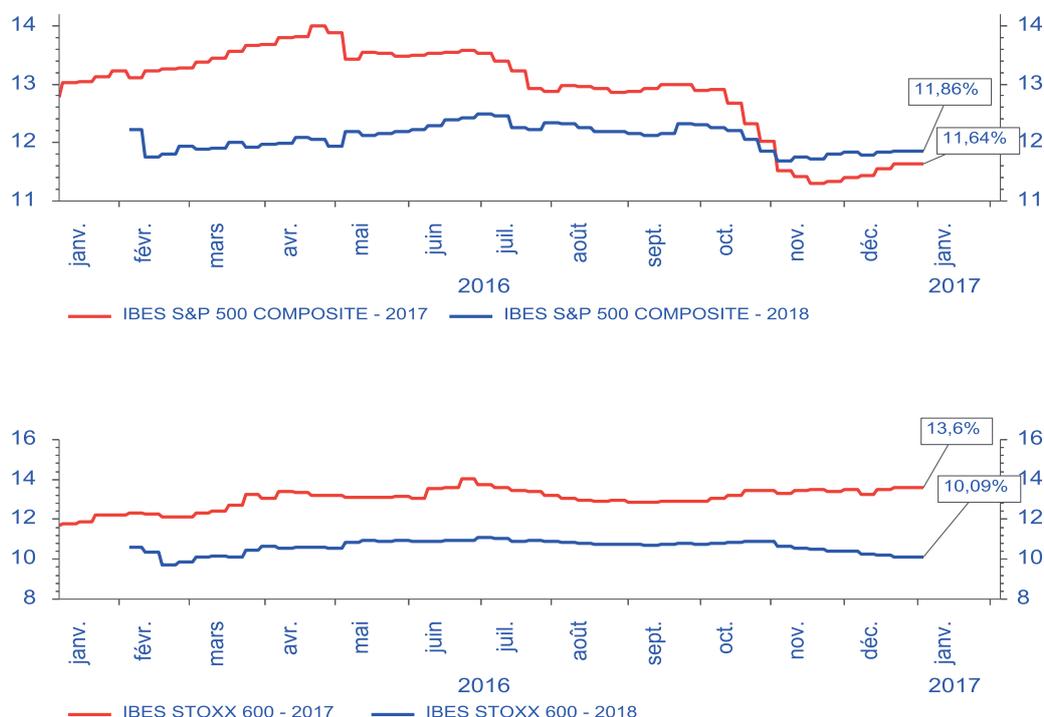
Les risques concernant ce scénario proviennent essentiellement des potentielles décisions de la politique monétaire des banques centrales, et notamment de la Fed ainsi que les développements politiques, plus particulièrement en Europe. Ces événements pourraient engendrer une volatilité accrue à court terme.

Consommation Cyclique : « positif »

Depuis le début de l'année 2016, nous sommes « neutre » sur le secteur de la consommation cyclique. À juste titre, ce secteur a montré beaucoup de disparités, non seulement au niveau géographique, mais également intra-secteur. Au niveau géographique, l'indice sectoriel américain a offert plus de 10% de performance en euro par rapport à l'indice européen. La disparité est encore plus importante au niveau des sous-secteurs. Les médias ont le mieux performé, alors que les autos et composants ont eu une performance négative avec plus de 15% de différence avec les médias. La dichotomie entre les deux zones géographiques s'explique par l'inflation et la croissance. Les États-Unis ont les deux, or l'Europe est atone. De ce fait, les politiques accommodantes des deux banques centrales divergent. Aux États-Unis, le président élu Donald Trump joue la carte de la relance économique par l'infrastructure et la fiscalité, avec une économie déjà en croissance, une inflation présente et le quasi plein emploi.

Cette dichotomie nous fait passer « positif » sur la consommation cyclique en 2017. Le consommateur américain n'ayant aucun risque devant lui, sa confiance augmente et sa consommation devrait être saine sur l'année à venir. Quant aux consommateurs européens, nous nous attendons à une consommation stable, voire en légère progression si l'inflation, tant attendue par Mario Draghi, se met à apparaître. De plus, la quasi-totalité des sociétés du luxe sont cotées en Europe et profiteront directement d'un consommateur américain sain, alors que l'euro faible ramènera un flux de touristes.

Evolution de la prévision de croissance des bénéficiers S&P 500 et Stoxx 600



Consommation Non-Cyclique : « négatif »

Sur l'année 2016, nous étions « négatif » sur le secteur de la consommation non-cyclique essentiellement pour des raisons de valorisations excessives par rapport à la croissance espérée et le manque d'inflation sur les produits alimentaires. Bien que le secteur se soit bien comporté jusqu'en septembre, la remontée des taux souverains aux États-Unis et en Allemagne a fait chuter le secteur. Le secteur a sous-performé le marché.

Nous restons « négatif » sur la consommation non-cyclique pour l'année 2017. Les valorisations restent excessives, tout particulièrement en termes relatifs. L'inflation alimentaire reste absente, voire même décroissante aux États-Unis et en Europe. De plus, les taux souverains devraient continuer à remonter, du moins aux États-Unis, et le secteur y est très sensible.

Energie : « neutre »

La forte baisse des investissements commence à avoir un impact sur la production des pays n'appartenant pas à l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), avec une baisse de la production du pétrole et gaz de schiste américain, et le déclin du taux de remplacement des réserves

à l'étranger. Néanmoins, la hausse de la production en Arabie et en Iran a plus que compensé cet effet positif sur l'offre. Le prix du pétrole s'est stabilisé entre \$40 et \$50 le baril ce qui n'est pas spécialement rentable pour les sociétés du secteur. Récemment, la décision de l'OPEP de réduire son quota de production a permis une remontée des cours qui a bénéficié à tout le secteur.

Cependant, nous sommes sceptiques sur la capacité des pays arabes à rester disciplinés et respecter leurs engagements. Les incertitudes, l'effet de base moins favorable et les pointes potentielles de volatilité nous amènent à garder une vue neutre sur le secteur. Toutefois, les entreprises du secteur deviennent plus résilientes grâce aux transformations internes qui ont considérablement réduit leurs bases de coûts et leurs ont également permis de se focaliser sur les projets les plus rentables. Ceci leur procure des avantages évidents en cas de persistance de prix bas et un bon potentiel de hausse dans le cas d'un meilleur environnement macroéconomique.

Finance : « neutre »

À la suite de l'élection de Donald Trump, le secteur a fortement surperformé, supprimant la majeure partie de la décote existante. Les investisseurs sont devenus très optimistes en ce qui concerne les perspectives de croissance des banques

(taux d'intérêts, volume des prêts, taux de défauts...) tout en anticipant également les effets positifs de certaines mesures comme la baisse du taux d'imposition. Cependant, le secteur bancaire européen connaît toujours des difficultés, notamment avec les banques italiennes, et reste toujours dans l'incertitude concernant les nouvelles réglementations qui verront le jour en 2017.

Pour finir, il faut rappeler que les banques bénéficient de manière graduelles de taux plus élevés et d'une pentification de la courbe de taux. Le marché pourrait en être déçu, c'est pourquoi nous sommes « neutre » sur le secteur.

Industrie : « positif »

Depuis la fin du mois de mars de l'année 2016, nous sommes passés « positif » sur le secteur de l'Industrie. Ceci afin de s'exposer un peu plus au cycle économique, de renforcer un secteur aux niveaux de valorisation plus raisonnables comparativement à d'autres et de profiter des révisions favorables des attentes de résultats. Nous avons eu raison car le secteur a surperformé l'indice ; et la magnitude de cette surperformance s'est amplifiée depuis l'élection de Donald Trump aux Etats-Unis. En effet, la thématique de la reflation est devenue prégnante, le sentiment que la politique fiscale pourrait prendre le relais de la politique monétaire se généralise et les marchés anticipent des mesures agressives en termes de baisse du taux d'impôt et de dérégulation. Ceci est favorable au secteur car il est positivement corrélé à l'inflation et à un mouvement de hausse des taux d'intérêt. Cependant, notre problématique est que dans cet environnement de forte incertitude, nous devons distinguer ce qui est déjà intégré dans les cours de bourse par rapport à la réalité des mesures prises.

C'est pour cela que nous restons exposés aux sous-segments favorables sans spéculer sur les sous-segments les plus dépendants des matières premières. D'autant que de nombreux investisseurs agressifs ont déjà pris ces paris et que les valorisations sont devenues particulièrement tendues. Devant ces possibilités, il est important de faire les bons choix.

Immobilier : « négatif »

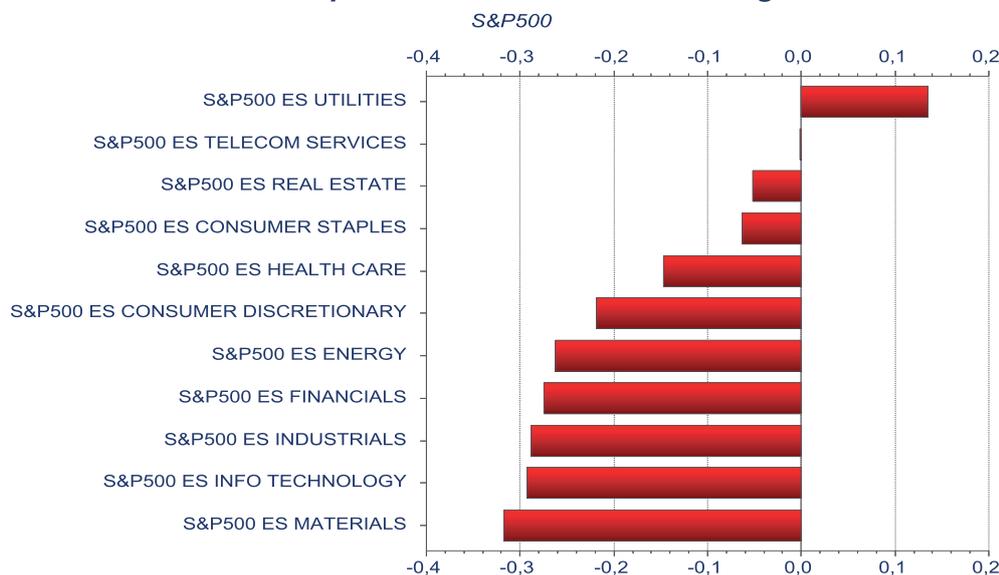
Nous initions la couverture du secteur avec un avis « négatif ». En effet, nous considérons que l'environnement de taux actuel aux Etats-Unis n'est pas favorable à l'immobilier, en particulier avec le niveau de valorisation actuel. D'un point de vue opérationnel, l'arrivée sur le marché de nouveaux

biens devrait réduire le « pricing power » des entreprises qui ne pourront pas compenser ce manque à gagner par une amélioration du taux d'occupation, qui est déjà à des niveaux très élevés. Pour finir, le secteur ne bénéficiera pas des potentielles réformes qui pourraient être mises en place par Donald Trump.

Technologie: « positif »

Bien qu'ayant été l'un des secteurs les plus performants depuis le début de l'année 2016, nous pensons que le secteur de l'informatique a encore un potentiel pour surperformer l'ensemble du marché. En effet, les bilans solides et la croissance des bénéfices attendus en font l'un des secteurs les plus attractifs. Actuellement, les 5 plus grandes entreprises IT ont une position de trésorerie nette combinée de l'ordre de \$344 milliards, ce qui pourrait soutenir le retour à l'actionnaire (dividende et buyback), tandis qu'une vague de fusions et acquisitions vise à rationaliser le secteur. Parmi les leviers de croissance, nous mettons en évidence la révolution du «cloud», la sécurité, la connectivité et la durabilité environnementale. Il est le secteur qui peut profiter le plus des possibilités mentionnées par M. Trump de permettre le rapatriement de liquidités des grandes sociétés en ne payant que peu ou pas de taxes. De plus, toute réduction du taux d'imposition américain profitera aux sociétés du secteur (85% des constituants de l'indice sont cotés aux États-Unis). Le bénéfice d'une telle mesure pourrait être moindre que pour certains autres secteurs, compte tenu du poids des bénéfices enregistrés en dehors des Etats-Unis. La force du dollar pourrait constituer un frein sur les ventes, du fait que les biens et services informatiques vendus normalement en dollars deviennent moins abordables pour les consommateurs et les clients étrangers. En outre, le secteur est devenu moins dépendant du cycle économique que par le passé. Les acteurs du secteur ont des politiques d'allocation du capital plus disciplinées et la demande finale est robuste dans une multitude de secteurs (produits de consommation, dépenses des entreprises, automatisation industrielle, automobile, médias et télécommunications, sécurité, connectivité et durabilité environnemental). Ceci devrait contribuer à réduire la volatilité des résultats et à donner aux investisseurs une plus grande confiance dans le secteur. Ainsi, nous gardons notre recommandation « positif » sur le secteur.

Corrélation performance sectorielle et obligataire



Santé : « neutre »

Le secteur de la santé a connu une année 2016 difficile à la suite de discours concernant les prix astronomiques de certains médicaments, durant les élections américaines. Ces pressions devraient s'intensifier et continuer à peser négativement sur la performance du secteur. Cependant, les valorisations commencent à devenir attractives mais sont basées sur des estimations optimistes concernant le pricing et le succès des médicaments en cours de développement. Nous préférons rester « neutre » sur le secteur et attendre la confirmation que les entreprises pharmaceutiques soient capables de commercialiser les nouveaux médicaments à des prix au moins similaires à ceux des précédentes générations.

Matériaux: « neutre »

Le secteur a rebondi de façon significative par rapport aux creux du début d'année grâce à une amélioration de l'économie chinoise, au renforcement du bilan des principales entreprises, à l'introduction de tarifs à l'importation et à une stabilisation des prix des matières premières. Nous continuons de maintenir un biais « neutre » pour le secteur. Pour devenir plus positif, nous aurions besoin de voir une reprise soutenue de la demande mondiale et une augmentation durable des prix des matières premières sous-jacentes. Donald Trump a promis un plan ambitieux de stimuli liés au renouvellement des infrastructures américaines qui pourrait soutenir la demande des métaux et matériaux de construction, mais ce plan risque de prendre du temps

avant de voir les bénéfiques se matérialiser sur les résultats des sociétés. Nous privilégions des entreprises avec un modèle d'affaires plus défensif, comme certains producteurs chimiques qui peuvent bénéficier de la réduction des coûts de l'énergie et de certaines matières premières, ou des sociétés avec une meilleure qualité d'actifs (par exemple des mines avec de faibles coûts de production qui produisent des flux de trésorerie positifs).

Services Collectifs : « négatif »

Nous restons « négatif » sur le secteur des Services Collectifs. Le secteur s'était très bien comporté sur le premier semestre de l'année 2016 malgré nos prévisions que les faibles prix de l'énergie devraient pénaliser l'ensemble du secteur. Par ailleurs les valorisations pour les activités régulées ou de génération renouvelable étaient plutôt stratosphériques. La réalité du marché était que le secteur était recherché par les investisseurs pour compenser la faiblesse des taux obligataires. Or, depuis le début du second semestre, et encore plus avec l'élection de Donald Trump aux Etats-Unis, la thématique de la reflation est devenue centrale et le sentiment que la politique fiscale pourrait prendre le relais de la politique monétaire se généralise. Les attentes d'inflation ont fortement rebondi et la conséquence est une tendance à la remontée des taux d'intérêt. Ainsi, par sa caractéristique de « bond-proxy », le secteur a significativement corrigé et les fondamentaux restent peu attractifs.

N° 01/2017

Par conséquent, nous continuons d'avoir une approche mixte s'appuyant sur l'ensemble des sous-secteurs pour optimiser le couple rendement – risque en privilégiant notamment les sociétés cherchant à maximiser leurs portefeuilles d'activités ou à optimiser leurs bases de coûts.

Télécommunication : « neutre »

Nous étions « neutre » en 2016 sur le secteur des télécommunications. C'était un secteur qui devait suivre une phase de consolidation en Europe, alors qu'aux États-Unis, le quasi oligopole ne pouvait laisser entrevoir un environnement compétitif. C'est également un secteur avec une forte sensibilité aux taux. En Europe, la consolidation

n'a pas eu lieu. Le régulateur européen ayant bloqué des dossiers d'acquisitions, le marché est resté dans le doute quant à la convergence attendue. Avec cette toile de fond, le secteur a sous-performé en 2016, mais avec une grande disparité entre les États-Unis en positif et l'Europe en négatif.

Pour 2017, nous allons rester « neutre » sur le secteur de la télécommunication. Nous pensons que les forces attendues en 2016, comme les hausses du taux directeur aux États-Unis, devraient se matérialiser en 2017. Quant à l'Europe, la convergence est toujours attendue par les investisseurs, ce qui devrait soutenir les valorisations. De plus, le cycle de CAPEX devrait rester soutenu dans les deux régions.

Equipe Actions



BCEE

ASSET MANAGEMENT

6A, rue Goethe, L-1637 Luxembourg, Tel.: (+352) 26 895-1, Fax: (+352) 26 895-24
e-mail: secretariat@bcee-am.lu, www.bcee-assetmanagement.lu

Disclaimer :

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document sont, sauf indication contraire, ceux de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne, de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, dont BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne peuvent cependant pas garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées. Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations ne peuvent servir de seule base d'évaluation des valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce rapport constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg déclinent toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne pourront être tenus responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenues dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A..