

Sommaire

Editorial *Elargir l'Horizon*

Economie *Une reprise synchronisée*

Obligations *Une normalisation des rendements en perspective*

Le point de vue *Le Bitcoin*

Actions *De nombreux indicateurs sont au vert*



Photo Dr Yves WAGNER

Elargir l'Horizon

Editorial

Tout au long de l'année 2017, nous avons tablé sur une poursuite de la croissance économique mondiale, et nous continuons aujourd'hui à penser que la tendance devrait se poursuivre. Les chiffres annoncés par l'OCDE, soit 3,7% de croissance mondiale en 2018, vont dans ce sens. Ces perspectives sont d'autant plus encourageantes que les croissances affectent tous les blocs régionaux de la planète, y

compris la quasi-totalité des pays émergents. Dans ce contexte, les échanges internationaux se sont développés malgré la volonté de certains pays de se replier davantage sur eux-mêmes. Les dépenses de consommations ont contribué à soutenir des offres croissantes dopées par une amélioration constante du climat des affaires et de la confiance de tous les acteurs économiques.

Nous proposons dans cet éditorial de ne pas nous laisser entraîner par un consensus sur les embellies économiques vers une euphorie notamment sur les marchés des capitaux. Elargir l'horizon d'analyse signifie qu'il ne faut pas fermer les yeux devant certaines grandes incertitudes qui persistent d'une part, et avoir une vision à plus long terme permettant de dégager des critères de soutenabilité de la croissance actuelle d'autre part.

Du côté des incertitudes persistantes, nous voulons notamment souligner trois grands chapitres : celui des dettes croissantes d'abord, celui des tensions géopolitiques ensuite, celui des politiques monétaires enfin. Force est de constater en effet qu'aucune de ces grandes problématiques n'a été résolue par l'amélioration du climat économique. Au contraire, les dettes, tant publiques que privées n'ont cessé de croître, et malgré une progression de la croissance économique dans de nombreux blocs, celle-ci n'a pas été suffisante pour réduire ou stabiliser le fardeau de la dette. De même, les tensions géopolitiques n'ont fait que s'aggraver tout au long des derniers mois et elles risquent de s'intensifier sur les prochaines années. Et enfin, les politiques monétaires continuent à créer des tensions sur les marchés des capitaux sans qu'on ne sache en juger réellement leurs efficacités dans un contexte d'aplatissement des courbes de rendements,

situation peu propice à un environnement économique et financier réconfortant.

Du côté de la soutenabilité de la croissance, l'amélioration du climat économique ne doit pas masquer la faiblesse de la croissance dans de grandes économies, due notamment à celle des investissements productifs. La productivité reste trop faible dans les grands pays. La réalité est certainement une limitation à long terme de la croissance jusqu'à ce qu'un nouvel ordre économique, fondamentalement différent de celui que nous connaissons aujourd'hui, ne voit le jour. Les investissements d'aujourd'hui doivent avoir comme fondement une vision du monde d'ici plus de dix ans. Celui-ci sera radicalement différent du monde actuel, que ce soit en termes de pouvoirs économiques et politiques, de technologies, ou de sécurité.

Dans notre métier de gestionnaires d'actifs, nous ne pouvons pas nous contenter d'une embellie économique passagère, nous devons en permanence élargir notre horizon pour avoir une vision sur les grandes tendances qui façonneront le monde de demain, et investir dans les entreprises et régions qui domineront l'organisation mondiale du commerce à l'avenir.

Dr Yves WAGNER
Directeur

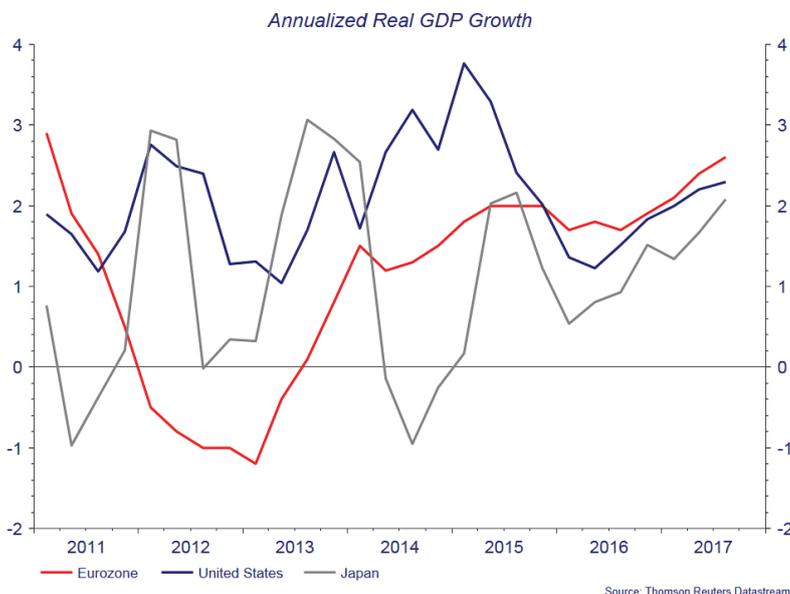
Une reprise synchronisée

Au cours de la dernière année, nous avons assisté à une reprise soutenue de l'activité économique et, une fois n'est pas coutume, ceci tant au niveau des pays développés qu'au niveau des pays émergents. D'ailleurs, la vigueur de cette embellie économique a surpris bon nombre d'acteurs et notamment le Fonds monétaire international (FMI) qui en octobre dernier a une nouvelle fois revu à la hausse ses prévisions pour la conjoncture mondiale. L'institution s'attend dorénavant à une croissance de 3,6% pour 2017 et de 3,7% pour 2018, soit le niveau le plus élevé depuis 2011. Ce regain d'optimisme est avant tout lié à une reprise synchronisée des grandes puissances économiques telles que les Etats-Unis, la zone euro et le Japon. La bonne dynamique a été confirmée par les banquiers centraux en Europe et aux Etats-Unis qui ont nettement relevé leurs prévisions de croissance lors de leurs dernières réunions en 2017. En effet, la Banque centrale européenne (BCE) table sur une croissance du produit intérieur brut (PIB) en zone euro de

2,4% en 2017 et de 2,3% en 2018 contre respectivement 2,2% et 1,8% lors des projections précédentes de septembre. De plus, l'activité économique n'est plus seulement tirée par la consommation domestique et le secteur des services mais également par le rebond de la production industrielle et du commerce mondial.

À en croire les indicateurs avancés tels que les indices des directeurs d'achat, le secteur de l'industrie en zone euro a enregistré sa plus forte croissance en décembre depuis au moins deux décennies. Cette tendance est de bon augure pour le début de l'année 2018 surtout pour une économie où l'activité industrielle représente toujours un poids important.

Reste à espérer que les incertitudes politiques telles que les difficultés à former un gouvernement en Allemagne, les négociations sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ou les tensions autour de l'indépendance de la

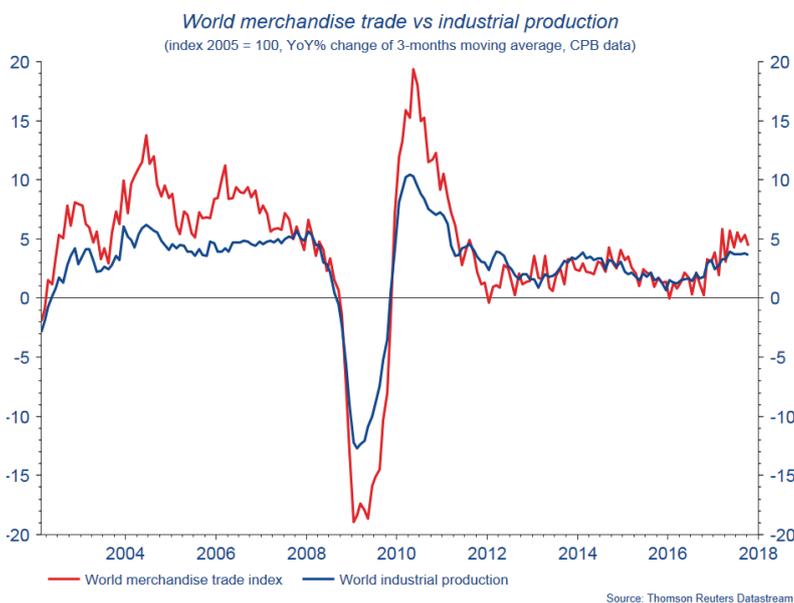


Catalogne, ne viennent pas enrayer cette tendance.

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale américaine (Fed) a révisé à la hausse, lors de la réunion du 13 décembre, ses prévisions de croissance économique (+2,5% contre +2,1% pour 2018 et +2,1% contre +2,0% en 2019). De plus, elle s'attend à une nouvelle baisse du taux de chômage de 4,1% en novembre dernier à 3,9% au cours de cette année.

Le Congrès américain a, quant à lui, adopté le 19 décembre, la première grande réforme du mandat du président Donald Trump, une vaste refonte de la fiscalité qui a fait partie

de ses priorités pour l'année 2017. Ces baisses d'impôts pourraient prolonger le cycle d'expansion économique actuel et favoriser les pressions inflationnistes. Toutefois, le doute reste permis quant à la mise en œuvre d'autres promesses électorales du président américain, telles que les vastes projets d'infrastructures ou l'abolition de la loi sur la santé «Obamacare».



L'inflation reste aux abonnés absents

Malgré les révisions à la hausse de la croissance et une amélioration continue du marché de l'emploi des deux côtés de l'Atlantique, les trimestres se suivent et se ressemblent en ce qui concerne l'évolution de l'inflation. En effet, elle peine toujours à s'accélérer et à se rapprocher de l'objectif des 2% en zone euro et aux Etats-Unis.

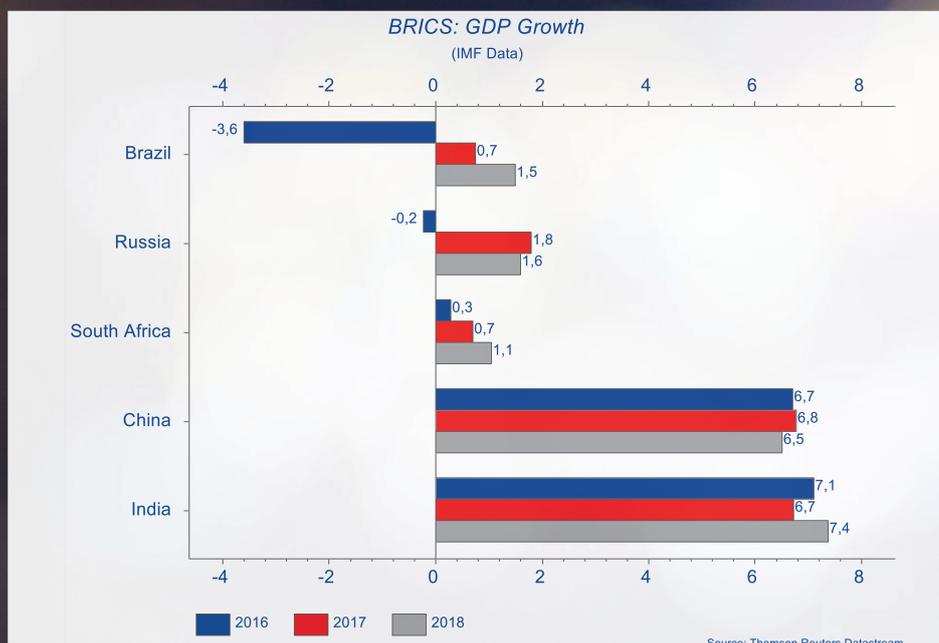
Le renforcement de la reprise économique en 2018 devrait amener une hausse des pressions inflationnistes comme en témoigne la prévision d'inflation de la BCE pour cette année qui est passée de 1,2% à 1,4%. Ainsi, elle a profité de cet environnement économique favorable pour annoncer des modifications sur le programme d'achat d'actifs sans trop surprendre les marchés. Alors que l'assouplissement quantitatif (QE) aurait dû initialement arriver à terme fin décembre 2017, il a été prolongé de neuf mois. De plus, les montants d'achats mensuels ont été divisés par deux, passant de 60 à 30 milliards d'euros par mois à partir de janvier 2018.

Néanmoins, ces pressions inflationnistes resteront assez modérées puisque la prévision d'inflation pour 2020 n'atteint que 1,7%, c'est-à-dire inférieure à la cible de la BCE. Ceci explique sans doute la prudence du conseil des gouverneurs de la banque centrale qui n'est prêt à resserrer davantage la politique monétaire qu'à partir du moment où l'inflation augmentera de manière durable.

À l'opposé, la Fed a fait preuve d'un peu plus d'optimisme en relevant ses prévisions d'inflation pour 2018 de 1,6% à 1,7%

et ce malgré la chute de l'inflation sous-jacente au cours de 2017 de 1,9% à 1,5%. Elle considère que ce ralentissement des hausses de prix tient à un effet transitoire, non durable, et à l'appréciation passée du dollar. De plus, les tensions sur le marché du travail n'ont cessé de s'accroître, renforçant l'hypothèse d'une accélération des rémunérations à court terme. Cette amélioration du marché de l'emploi aura suffi pour justifier une nouvelle augmentation d'un quart de points des taux directeurs en décembre. Suite à cette troisième hausse en 2017, la fourchette des taux directeurs se situe désormais entre 1,25% et 1,5%.

Au cours de cette année, le resserrement monétaire des banquiers centraux devrait se poursuivre. Suite aux prévisions plus optimistes, la Fed anticipe toujours trois hausses des taux pour 2018 de même que la réduction de la taille de son bilan. La nomination de Jerome Powell, actuel membre votant au sein du conseil de politique monétaire en tant que prochain président de la Fed, devrait assurer le maintien de la politique monétaire de Janet Yellen, qui quittera ses fonctions en février 2018. En zone euro, la situation semble plus compliquée pour Mario Draghi, président de la BCE, puisqu'il n'y a toujours pas de signe d'une remontée durable de l'inflation et surtout de l'inflation sous-jacente qui termine l'année 2017 là où elle l'avait commencé, c'est-à-dire à 0,9%. En outre, il a répété à plusieurs reprises de ne pas vouloir de fin abrupte du QE. Par conséquent, nous tablons sur une prolongation de 3 à 6 mois du programme d'achats d'actifs après septembre 2018.



Les pays émergents relèvent la tête

La reprise économique ne s'est pas limitée au pays développés et l'année dernière aura également marquée le rebond de la croissance dans les pays émergents. Après une année 2016 tourmentée pour certains d'entre eux, l'embellie au sein des pays émergents est surtout due à la Chine, la Russie et le Brésil. La vigueur de l'activité économique chinoise a été plus soutenue que prévu grâce notamment à d'importants investissements publics. D'ailleurs, cette bonne dynamique de l'économie avait poussé le FMI à revoir à la hausse sa prévision de croissance du PIB pour 2017 de 6,7% à 6,8% en octobre dernier. Cependant, ces investissements importants ont entraîné une forte augmentation de la dette chinoise qui pourrait peser à terme sur l'économie de l'Empire du Milieu.

Par ailleurs, la réalisation de ces projets d'infrastructure, tout comme la transition écologique vers des énergies plus propres, ont impliqué une hausse des importations de nombreuses matières premières qui a entraîné une augmentation des prix, de la part de nombreux autres pays émergents exportateurs de ces matières, profitant de l'accroissement de la demande chinoise.

La Russie et le Brésil ont, quant à eux, profité du rebond des cours du pétrole suite à la prolongation des coupes de productions à hauteur de 1,8 million de barils par jour au total. En effet, le 30 novembre dernier, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et la Russie ont renouvelé leur accord sur la baisse de la production de pétrole de 9 mois jusqu'à fin 2018. Cet accord, en place depuis fin 2016, vise à réduire le déséquilibre entre l'offre et la demande mondiale qui avait entraîné la chute des prix énergétiques. De plus, les

cours du pétrole profitent également de l'accélération de la croissance économique mondiale et en particulier du rebond de la production industrielle.

Au niveau des grands pays émergents, le seul bémol est à mettre sur le compte de l'Inde qui a connu une décélération de sa croissance au cours de 2017. Même si la croissance reste élevée comparé à d'autres pays, elle souffre d'un manque d'investissement privé. De plus, les mesures phares du gouvernement Modi, c'est-à-dire l'introduction de la taxe unique et la démonétisation de 86 % des coupures de la roupie indienne en circulation, n'ont pas encore livré les résultats escomptés. Si la taxe unique constituait probablement encore un frein à l'activité économique au cours de l'année dernière, elle devrait néanmoins commencer à porter ses fruits à partir de 2018 avec une hausse des recettes du gouvernement et un abaissement des coûts logistiques pour les entreprises. Pour ce qui est de la démonétisation, elle a certes permis d'accélérer la digitalisation des paiements mais elle a également provoqué un choc en asséchant les liquidités dans l'économie indienne en début de l'année passée.

Pour 2018, les principaux risques qui pourraient entraver le rebond des pays émergents sont entre autres une baisse de régime de l'économie chinoise et/ou une chute des cours des matières premières. Toutefois, les risques géopolitiques ne sont pas à négliger, notamment le risque persistant d'une escalade des tensions avec la Corée du Nord qui pourrait ébranler la région asiatique.

*Marc FOHR, CFA
Head of Investments*



Une normalisation des rendements en perspective

Le dernier trimestre de l'année 2017 a une nouvelle fois été orienté par les discours des présidents des principales banques centrales dans le monde.

En Europe, la BCE a réussi à communiquer un ralentissement du programme d'achat d'actifs, en assurant, tout de même, une stabilité de l'euro ainsi qu'une légère baisse des taux souverains. Comment le succès de la communication de la BCE s'explique-t-il ?

Premièrement, la prolongation du QE a été plus longue que la plupart des attentes des investisseurs, ce qui a pour effet de repousser dans le temps la première hausse des taux directeurs. Deuxièmement, un programme d'achats de type ouvert laisse la possibilité de le prolonger en cas de dérapage de l'inflation. Troisièmement, les obligations arrivant à échéance et acquises lors du programme d'achats d'actifs seront réinvesties pendant une période prolongée après la fin du QE et aussi longtemps que nécessaire. Cet effet de stock de liquidités non négligeable, permettrait dans un premier temps d'éviter une hausse soudaine des taux souverains.

Enfin, aux Etats-Unis, la Fed a relevé ses taux pour la troisième fois cette année, aplatissant davantage la courbe des taux du trésor américain. En outre, la réforme fiscale adoptée par le congrès américain, bien qu'intégrée par les marchés, a fortement impacté les taux américains à la hausse.

Les obligations souveraines européennes

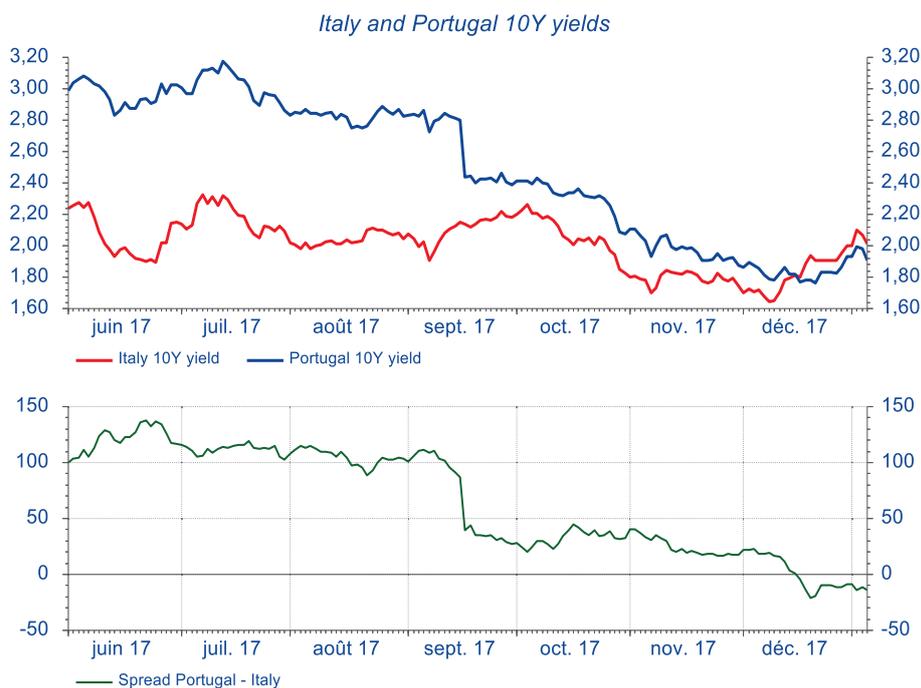
En ce qui concerne les obligations souveraines, les rendements devraient augmenter progressivement au cours de l'année 2018, mais le rythme de leur hausse sera déterminé par l'évolution de l'inflation et par l'influence de la Banque centrale européenne. En termes de positionnement, nous privilégions la partie courte de la courbe des taux vis-à-vis de la partie longue. Au niveau de nos portefeuilles exposés aux marchés obligataires, nous réduisons la durée. Cependant, garder une partie des investissements dans cette classe d'actifs pourrait servir de valeur refuge en cas de chocs exogènes. En tenant compte de la rareté des obligations allemandes, néerlandaises, finlandaises et d'autres petits Etats émetteurs, la BCE devrait continuer de privilégier l'achat des obligations des Etats français et italien, déviant ainsi davantage de la clé de capital.

En périphérie, la bonne nouvelle est venue du Portugal. Après la hausse de la notation de l'agence S&P en septembre, c'est Fitch qui a relevé la notation du souverain portugais de deux crans à BBB, en décembre, sur base des progrès constatés au niveau des réformes structurelles, des finances publiques et de la trajectoire baissière de la dette. Par conséquent, le rendement du dix ans portugais est passé en-dessous de celui du souverain italien. L'inclusion certaine des bons du trésor portugais dans les indices obligataires majeurs, qui sont suivis par de très nombreux investisseurs, renforcera la demande de ces obligations. En outre, le trésor portugais ne prévoit pas la mise en place de beaucoup de nouvelles émissions en 2018, ce qui entraînerait un effet de rareté. L'Italie, qui possède la même notation, devra quant à elle faire face à des élections en mars, source de volatilité pour les taux de la péninsule. Nous privilégions donc les obligations portugaises en détriment des emprunts publics italiens.

Crédit Europe : Le CSPP ne continuera pas jusqu'à l'infini

Sur l'ensemble de l'année 2017, le marché du crédit est celui qui a le mieux performé en Europe. Cette bonne performance s'explique principalement par la présence d'un grand acteur sur les marchés : la BCE. D'après Mario Draghi, même si le montant d'achats d'actifs a été réduit, il n'y aurait pas de principe de proportionnalité qui serait appliqué sur les volumes d'achats des obligations d'entreprises (du moins dans un premier temps). En clair, contrairement aux obligations souveraines, le montant des achats des emprunts privés ne devrait pas être ajusté à la baisse, ce qui pourrait soutenir le marché du crédit encore un certain temps. Cependant, il ne faudra pas s'attendre à une performance similaire en 2018 étant donné le niveau si faible des primes de risque et de la liquidité.

Il faudra également tenir compte des effets de saisonnalité en début d'année, où les entreprises émettent un grand volume de nouvelles obligations sur les marchés, ce qui est défavorable pour les primes de risque. L'activité de fusions et acquisitions en Europe pourrait également augmenter le niveau d'endettement déjà élevé pour certaines entreprises et le soutien apporté par la BCE pourrait s'affaiblir à partir du deuxième semestre de 2018. Actuellement, nous maintenons donc une exposition neutre pour la première moitié de l'année et plus de prudence pour les six derniers mois de l'année 2018.



Source: Thomson Reuters Datastream

Crédit Etats-Unis : Le discernement est de rigueur

Les fondamentaux macro-économiques ont été favorables pour le marché du crédit en 2017 ce qui a permis à l'économie américaine de confirmer sa solidité. En effet, la croissance robuste et l'inflation contenue ont soutenu le resserrement des primes de risques des entreprises privées. Cependant, dans cet environnement de financement très favorable pour les émetteurs, les leviers financiers ont encore progressé en 2017. Les profils de crédit se stabilisent malgré tout, soutenus par de bonnes publications de résultats des entreprises.

Les entreprises du secteur pétrolier ont également été alimentées par le cours du Brent qui est sur une tendance haussière ininterrompue depuis mi-juin. Le cours a progressé de 44% depuis un point bas à 42\$ le baril en milieu d'année suite à la prolongation des coupes de production au-delà de mars 2018. Il convient toutefois de rester prudent sur ce sujet car les tensions géopolitiques, principalement au Moyen-Orient, pourraient provoquer une envolée des cours du baril.

Sur le marché « high yield », la performance 2017 a été très bonne et a largement dépassée les attentes. Les primes de risques sont proches de leur plus bas historique, tandis que le marché primaire a bénéficié d'un flux d'émissions important tout au long de l'année. Les taux de défaut

continuent de baisser fortement. En effet, le taux de défaut « high yield » mondial termine l'année 2017 sous les 3%, selon Moody's, soit nettement en dessous de la médiane des 20 dernières années (3,15%). Aux Etats-Unis, le taux de défaut termine l'année à 3,4%, soit une baisse de 2,2 points par rapport à fin 2016.

Suite à la solidité de l'économie américaine, les primes de risque se situent à des niveaux proches des plus bas historiques. Malgré tout, il faudra faire preuve de prudence pour cette année 2018 et rester très sélectif dans nos choix de titres.

Equipe obligataire

Le point de vue du Risk Manager

Le Bitcoin

Le bitcoin, en plus de sa nature financière, devient un sujet de société. Il n'est pas un jour sans qu'on en entende parler, en bien, en mal, par divers acteurs tels que des financiers, des politiques, des universitaires, des informaticiens. Une question importante est de savoir de quelle manière nous pourrions, en tant qu'investisseurs traditionnels, et même si nous n'en possédons pas, être impactés par l'évolution de cet actif. La progression impressionnante du Bitcoin, avec une valeur multipliée par plus de 19 depuis un an et atteignant une capitalisation boursière de 318 milliards de dollars, supérieure à celle de la Bank of America, doit nous rendre attentif à ses risques potentiels.

Commençons par le début, et tentons de décrire ce qu'il est réellement. Le Bitcoin est ce qu'on appelle une cryptomonnaie¹ créée, suite à la crise financière de 2009, par un ou plusieurs informaticiens sous le pseudonyme de « Satoshi Nakamoto ». La base du Bitcoin est un logiciel décentralisé et en open-source (donc ouvert à des

potentiels changements). Le but du Bitcoin, à l'époque de sa création, était de fournir une alternative aux monnaies traditionnelles pour tout individu possédant une connexion internet. Le Bitcoin est né et circule grâce à la technologie de la « blockchain » qui permet de valider une transaction sans passer par une banque. Chaque participant du réseau peut approuver une transaction en ajoutant un bloc à la chaîne existante, et en trouvant un identifiant unique - une clé - pour nommer le bloc. Ceci nécessite la résolution d'une équation mathématique qui se complexifie au fur et à mesure que la chaîne grandit. Cette complexification induit une nécessité de capacité informatique de plus en plus importante et donc une quantité d'énergie croissant de manière exponentielle. Une étude révèle que le bitcoin a nécessité 30,25 TWh d'électricité en 2017, une consommation supérieure à celle de plusieurs pays sur une année. Actuellement environ 16,7 millions de bitcoins sont en circulation et le nombre total ne pourra pas dépasser les 21 millions, selon le desiderata de son (et ses) créateur(s).



Pourquoi cet actif est-il susceptible de nous impacter ? Sur un plan économique, le Bitcoin est principalement critiqué pour ne pas avoir servi de monnaie d'échange pour un volume significatif de transactions commerciales, même si celles-ci progressent. De plus, sa valeur est totalement décorrélée d'un quelconque niveau d'inflation, posant à la fois la question de sa nature réelle (monnaie de singe ou monnaie tangible) et la question des risques pour les marchés dus à la circulation de cette devise électronique.

En cette période de très faible volatilité de pratiquement tous les titres financiers, le Bitcoin affiche quant à lui un niveau de plus de dix fois celle d'une monnaie traditionnelle, ce qui inquiète d'ailleurs la Commission européenne. Ajoutons à cette volatilité que des contrats de change à terme sur le Bitcoin sont apparus sur le Chicago Board Options Exchange, amplifiant le phénomène et créant un lien direct avec les monnaies traditionnelles. Le risque de marché s'avère donc très grand. A cela s'ajoute un risque réglementaire, dans la mesure où la position des gouvernements n'est pas claire quant au niveau de régulation à lui appliquer. Une étude récente du Cambridge Center for Alternative Finance estime qu'il n'existe pas plus de trois millions de personnes possédant des comptes de monnaies numériques. De surcroît selon Bloomberg, 40% des bitcoins sont possédés par seulement 1000 personnes, dont une majorité d'informaticiens et non de professionnels financiers experts en investissement. Le risque de concentration est donc important et inquiétant. En effet, les prises de décisions de ces détenteurs majoritaires auront des conséquences très importantes sur le titre, tant sur un plan de sa valeur que sur sa liquidité mais aussi des répercussions sur les marchés de devises.

Les risques opérationnels générés par les fonctionnalités du Bitcoin sont issus de son statut de logiciel décentralisé et en open-source. Un tel logiciel est inévitablement vulnérable aux bugs et au piratage ainsi qu'à l'adoption de nouvelles versions. De plus, il a une forme d'opacité de fonctionnement pour ses détenteurs (comme par exemple en ce qui concerne la preuve de détention des Bitcoins ou des modalités d'achat/vente) à l'exception éventuelle de certains de ses encodeurs. Les risques opérationnels sont également engendrés par la gouvernance décentralisée et ouverte, y compris par le fait que personne n'est véritablement responsable de la résolution d'une crise avec le logiciel. En effet, personne ne peut légitimement servir d'arbitre du logiciel et les développeurs de logiciels

qui gèrent la chaîne de blocs Bitcoin semblent avoir des antécédents en matière de codage de logiciels plutôt que d'élaboration de politiques ou de gestion des risques pour l'infrastructure des marchés financiers.

Le prix Nobel d'économie français Jean Tirole décrit la crypto-monnaie comme «une bulle» n'ayant aucune valeur, rejoignant ses collègues Nobelisés Paul Krugman, Robert Shiller ou encore Joseph Stiglitz qui se sont tous montrés critiques sur la viabilité de celle-ci. Quant à Ben Bernanke, il l'a décrit comme une «entreprise essentiellement spéculative». Certains autres décrivent le Bitcoin comme étant le plus grand système de Ponzi dans l'histoire de l'humanité.

Bulle, mode, nouvelle monnaie, pyramide ? L'avenir nous le dira. En attendant, et même si nous n'en possédons pas, restons vigilants quant aux risques que son évolution pourrait nous faire subir.

Dr Luc NEUBERG

¹ Il existe une abondante littérature sur la possibilité de qualifier ou non le Bitcoin de monnaie. Nous avons pris ici le parti de décrire à grands traits la technologie qui sous-tend le fonctionnement du Bitcoin.

De nombreux indicateurs sont au vert

Contexte et développements récents

Lors du quatrième trimestre 2017, les marchés actions ont continué leur ascension à travers le monde, entamée il y a maintenant plusieurs années. En effet, le MSCI World, qui est un indice boursier regroupant l'ensemble des marchés actions mondiaux, enregistre une performance totale positive de presque 5% (calculée en euro). Cependant, il existe un réel décalage entre les différentes zones géographiques où l'Amérique du Nord mène la danse avec une progression de plus de 6%, suivie par les pays émergents qui sont en hausse de presque 4%. L'Europe, quant à elle, ferme la marche avec une performance positive inférieure à 1%.

Depuis le début d'année, les performances, calculées en devises locales, affichent des disparités encore plus importantes: les marchés émergents s'envolent de plus de 30%, l'Amérique du Nord grimpe de plus de 20% et l'Europe gagne plus de 10%. Ces disparités ont été partiellement réduites par la dépréciation du billet vert face à l'Euro ce qui a impacté négativement les investisseurs européens investissant dans ces zones géographiques. Un gain de plus de 30% sur les pays émergents se transforme en un gain légèrement inférieur à 20% pour un investisseur européen lorsque le cours de change est pris en compte dans le calcul de la performance.

L'Europe a continué de bénéficier de l'accélération de la croissance économique, d'une politique monétaire accommodante, d'une réduction des risques politiques ainsi que du maintien de la politique monétaire accommodante de la part de la BCE. Cet environnement s'est fait ressentir positivement sur les résultats des entreprises qui ont été constamment révisés à la hausse. Aux Etats-Unis, les marchés actions ont continué de profiter de l'engouement des investisseurs concernant la réforme fiscale qui a été votée durant le mois de décembre. De plus, la plupart des sociétés ont publiés de très bons résultats et ont fait part de leur optimisme concernant leurs attentes en matière de résultats sur les prochains trimestres. Enfin, les marchés émergents ont bénéficié de la reprise de l'économie chinoise ainsi que des prix de nombreuses matières premières. La reprise du prix du baril de pétrole a permis de réduire la pression sur les budgets de nombreux états émergents comme la Russie ou le Brésil.

Perspectives

La bonne orientation de la croissance économique permettra de soutenir la croissance des bénéficiaires et la profitabilité des entreprises. Bien que nous pensions que les valorisations reflètent déjà une grande partie de ce scénario, ce qui limite le potentiel d'appréciation, nous préférons un investissement en actions qui offre un meilleur profil de performance ajustée du risque qu'un investissement obligataire. Dans ces conditions, nous maintenons notre vue positive sur les marchés actions.

En matière d'allocation géographique, nous continuons de favoriser l'Europe et les pays émergents au détriment de l'Amérique du Nord. Nous conservons notre positionnement neutre sur l'Asie Pacifique. L'Europe devrait continuer de bénéficier d'un très bon momentum économique ce qui devrait lui permettre de réduire l'écart entre ses prévisions de croissances économiques et celles du continent américain. De plus, les valorisations européennes semblent moins exigeantes que les valorisations américaines et devraient continuer à être supportées par la politique monétaire accommodante de la BCE en 2018.

Les pays émergents devraient bénéficier, comme le reste du monde, d'un environnement économique porteur ce qui permettra au rebond de la croissance économique des principaux pays émergents de perdurer (comme l'estiment actuellement les prévisions). En plus de cela, contrairement aux marchés actions des pays développés, leurs multiples de valorisations n'ont pas connu d'expansion ce qui a augmenté l'écart entre les valorisations de cette zone et celles des Etats-Unis, notamment. Cette zone pourrait donc voir ses multiples rattraper une partie du retard engendré lors de ces dernières années. L'Amérique du Nord, quant à elle, devrait continuer à faire face à un environnement économique stable mais qui ne devrait plus s'améliorer significativement bien que la réforme fiscale redonnera un coup d'accélération à la croissance économique. Cependant, les valorisations semblent déjà refléter ce scénario ce qui limite le potentiel d'appréciation. De plus, la Fed a mis fin à sa politique monétaire ultra-accommodante et devrait continuer son resserrement monétaire ce qui pourrait impacter négativement les multiples de valorisations.

En matière d'allocation sectorielle, nous privilégions les secteurs industriels, de l'énergie et de la consommation discrétionnaire qui sont des secteurs cycliques et qui devraient continuer de profiter de l'embellie de l'environnement économique. De plus, ces secteurs se traitent toujours à des multiples de valorisation raisonnables ce qui conforte notre préférence. En revanche, nous préférons éviter les secteurs des services collectifs,

de l'immobilier et de la consommation non-cyclique. Nous pensons que ces secteurs bénéficient seulement marginalement d'une embellie économique. En plus de cela, ces secteurs ont tendance à sous-performer dans un environnement de hausse des taux d'intérêt. Pour finir, leurs valorisations nous semblent exagérées étant donné leurs profils de croissance et/ou qui font face à des pressions structurelles.

Performance des marchés boursiers
(rebasé 100, en devise euro)



Consommation Cyclique : « positif »

Nous étions positifs sur la consommation cyclique en 2017 et le restons en 2018. En 2017, le secteur a surperformé le marché suite à la baisse du chômage, des tensions sur les salaires (particulièrement aux États-Unis) et la hausse de la confiance des ménages. Notre choix s'appuie sur les dynamiques de 2017 qui devraient perdurer dans le temps. L'inflation pourrait également faire son retour, spécialement en Europe où elle reste faible.

Consommation Non-Cyclique : « négatif »

Depuis 2016, nous sommes négatifs sur le secteur de la consommation non-cyclique essentiellement pour des raisons de valorisations excessives par rapport à la croissance espérée. Le secteur a effectivement sous-performé le marché en 2017 et pensons qu'il devrait continuer de la sorte en 2018. La valorisation relative reste élevée et la sensibilité élevée du secteur aux taux souverains devrait le pénaliser. De plus, le secteur s'est montré particulièrement volatil en 2017 avec Amazon qui s'est inscrit dans la compétition suite à l'acquisition des supermarchés Whole Foods Market aux États-Unis. Nous pensons que les incertitudes posées par ce nouvel entrant vont perdurer en 2018.

Télécommunication : « neutre »

Nous étions neutres en 2017 sur le secteur des télécommunications et comptons le rester. C'est un secteur avec une forte sensibilité aux taux et dont les fondamentaux sont difficiles. De plus, le secteur est fort régulé et les actifs sont considérés comme stratégiques. Les régulateurs poussent au déploiement de capacités, tout en régulant la concurrence. Les prix sont donc maintenus sous étau et les fusions ou acquisitions compliquées. En Europe comme aux États-Unis, la consolidation n'a pas eu lieu, les régulateurs ont bloqué des dossiers d'acquisitions. Cependant, la

valorisation relative reste attractive et le taux de dividende est supérieur au marché.

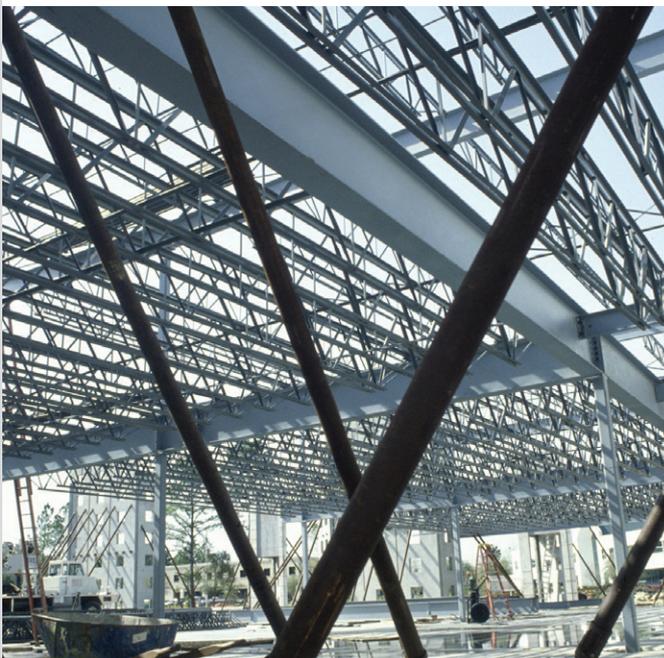
Technologie : « neutre »

En moyenne, les sociétés du secteur présentent des bilans solides et une bonne croissance des bénéfices. Parmi les leviers de croissance, nous mettons en évidence la révolution du « cloud », la sécurité, la connectivité et la durabilité environnementale. Le secteur est également le mieux positionné pour profiter de la réforme fiscale grâce au rapatriement des liquidités des grandes sociétés à un taux avantageux. 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 États-Unis.

En outre, le secteur est devenu moins dépendant du cycle économique que par le passé étant donné l'allocation du capital plus discipliné et l'ampleur de sa demande finale, comme les produits de consommation, les dépenses des entreprises, l'automatisation industrielle, l'automobile, les médias et les télécommunications, la sécurité ou la connectivité et la durabilité environnementale. Ceci devrait contribuer à réduire la volatilité des résultats et à donner aux investisseurs une plus grande confiance dans le secteur.

Matériaux de base : « neutre »

Nous continuons à maintenir un biais neutre pour le secteur. L'industrie chimique a réalisé une bonne performance malgré une croissance des bénéfices moins importante ce qui a entraîné une expansion des valorisations. Par contre, l'industrie « Metals & Mining » a très bien performé



grâce à une reprise des cours des matières premières. La reprise économique globale et certaines politiques protectionnistes en Europe et aux Etats-Unis ont permis de relever significativement la rentabilité des sociétés minières et sidérurgiques. Néanmoins, nous considérons que la plupart du rattrapage a été fait et pour devenir plus positif, nous avons besoin de voir une accélération soutenue de la demande mondiale. Donald Trump a promis un plan ambitieux de stimulus lié au renouvellement des infrastructures américaines qui pourrait soutenir la demande des métaux et matériaux de construction, mais l'approbation et l'implémentation semblent prendre plus de temps que prévu.

Energie : « positif »

Récemment, la décision de l'OPEP de prolonger la réduction de son quota de production jusqu'à la fin 2018 a permis une remontée des cours du pétrole qui a bénéficié à l'ensemble du secteur. Nous étions sceptiques sur la capacité des pays arabes à respecter leurs engagements mais la récente expérience montre un comportement très discipliné de leur part. Malgré les incertitudes et les pointes potentielles de volatilité, nous avons décidé d'augmenter l'exposition au secteur en juillet, compte tenu des valorisations extrêmement attractives et du potentiel de reprise, surtout en ce qui concerne la génération de cash. En effet, les entreprises du secteur sont devenues 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. Par contre, la poche plus vulnérable du secteur, sur laquelle nous conseillons de rester à l'écart, reste l'industrie des services pétroliers qui doit faire face à une situation de surcapacité et potentiellement plusieurs trimestres de déflation.





Immobilier : « négatif »

Nous conservons notre vue négative sur le secteur car nous considérons que l'environnement de taux actuel n'est pas favorable à l'immobilier. En effet, le secteur a tendance à surperformer le marché quand les taux sont orientés à la baisse et à sous-performer quand les taux sont en hausse. La Fed continue son cycle de resserrement monétaire ce qui n'est pas favorable pour les acteurs américains qui représentent la grande majorité du secteur. De plus, le secteur ne bénéficie pas autant que les autres de la réforme fiscale. D'un point de vue opérationnel, la pression constante des acteurs « online » devrait continuer de peser sur les ventes des détaillants et donc sur les loyers et les taux d'occupation des centres commerciaux. L'apparition de nouvelles capacités dans l'immobilier résidentiel devrait peser sur la capacité des Sociétés d'investissement immobilier cotées (REITs) à augmenter les loyers.

Santé : « neutre »

Bien que les discours concernant les prix des médicaments aux Etats-Unis se fassent plus rares, la pression sur les prix continue. En effet, la récente consolidation du secteur a réduit le nombre d'acheteurs ce qui se traduit par un pouvoir de négociation plus élevé envers les laboratoires pharmaceutiques. La performance du secteur a bénéficié de cette accalmie mais également de diverses données cliniques positives. Cependant, ayant une vue positive sur la croissance économique, nous préférons nous exposer à des secteurs bénéficiant d'avantage d'une amélioration de la conjoncture.

Financières : « neutre »

L'environnement actuel est devenu plus porteur pour les banques. En effet, la croissance économique mondiale



permet de soutenir la demande de crédit, le taux de défaut sur les crédits reste à des niveaux historiquement bas et la réglementation bancaire s'assouplit légèrement. Le secteur devrait bénéficier de la réforme fiscale car les résultats des établissements bancaires américains seront moins taxés mais ils pourraient également bénéficier d'une accélération des investissements provenant des entreprises bénéficiant de la réforme fiscale. La hausse des taux aux Etats-Unis devrait permettre aux banques de faire croître leurs profits. La situation bilancielle des banques européennes s'améliore également. Bien qu'il y ait de nombreux éléments positifs, nous restons « neutre » pour des raisons de valorisations.

Industrie : « positif »

Depuis plusieurs trimestres, nous avons une vision positive sur le secteur Industrie. D'ailleurs, en ce début d'année 2018, nous conservons notre biais favorable malgré la surperformance du secteur par rapport au marché boursier et l'atonie actuelle des investissements industriels. En effet, la croissance mondiale est dynamique et plutôt en accélération, l'ensemble des grandes zones géographiques sont bien orientées, les prix des matières premières sont soutenus par la demande et, à défaut d'être forte, la croissance des investissements industriels devrait être positive en 2018. Tous ces éléments sont des catalyseurs positifs pour la performance du secteur, ce qui justifie notre allocation. Malgré cela, la bonne performance boursière du secteur a pour conséquence que les valorisations sont plutôt élevées et au-dessus des moyennes historiques. De façon relativement classique, les investisseurs ont anticipé les éléments de soutien mentionnés précédemment, ce qui entraîne une réelle sensibilité du secteur aux déceptions. Ce risque nous

incite donc à être particulièrement sélectif dans notre choix de valeurs et nous préférons maintenir notre exposition aux valeurs de qualité dont la valorisation est raisonnable.

Service aux collectivités : « négatif »

Depuis de nombreux trimestres, nous avons une vision négative sur le secteur. Ainsi, dans notre allocation sectorielle, nous le sous-pondérons. D'ailleurs, en ce début d'année 2018, nous maintenons notre biais défavorable. Cette décision s'explique d'une part par la caractéristique « bond-proxy » du secteur. Comme les secteurs de la Consommation non-cyclique et de la Télécommunication, le secteur des services aux collectivités est considéré comme défensif et payant des dividendes élevés; ces secteurs ont tendance à sous-performer en période de hausse des taux. Or, la normalisation très progressive des politiques monétaires accommodantes entamée ces derniers trimestres devrait s'accélérer et s'étendre en 2018. D'autre part, les valorisations ont atteint un niveau élevé en relatif et les tendances séculaires pesant sur les prix de l'énergie (développement des énergies renouvelables), sur la consommation d'énergie (moindre intensité énergétique de la croissance économique) et sur les taux de rémunération des activités régulées (taux d'intérêt stabilisés à des niveaux faibles) limitent le potentiel de croissance des résultats et, surtout, des dividendes. Cependant, nous reconnaissons ne pas avoir anticipé le rebond des prix de l'énergie après plusieurs années de baisse ininterrompue, ce qui est favorable au secteur. Mais cela n'est pas suffisant pour nous convaincre de devenir plus positifs sur le secteur

Equipe Actions

PANORAMA FINANCIER

N° 01/2018



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'Epargne de l'Etat, 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'Epargne de l'Etat, 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'Epargne de l'Etat, 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'Epargne de l'Etat, 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'Epargne de l'Etat, Luxembourg ne pourront être tenus responsable 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'Epargne de l'Etat, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A..