

Sommaire

Editorial *Les Marchés sur les Epines*

Economie *Des économies au diapason*

Obligations *Un marché obligataire européen en transition*

Le point de vue *Le risque des Gafa sur nos patrimoines*

Actions *Les actions entre volatilité, taxes et croissance*



Photo Dr. Yves WAGNER

Les Marchés sur les Epines

Editorial

Alors que les fondamentaux économiques continuent à prolonger des cycles économiques d'une amplitude historiquement élevée dans la quasi-totalité des régions géographiques mondiales, les marchés

financiers estiment que la situation devient plus inconfortable et semblent nerveux dans l'attente de nouvelles, sans vraiment savoir de quelles nouvelles il s'agirait.

Si, dans le cadre de l'hypothèse d'une certaine efficacité des marchés, la volatilité des cours boursiers ne devrait pas s'éloigner de façon excessive de celle des fondamentaux ou fondamentaux anticipés, on devrait conclure de la hausse de la volatilité récente que les marchés sont sur les épines en attendant de mauvaises nouvelles comme l'indique en particulier l'indicateur de volatilité VIX, parfois qualifié d'« indice de la peur ».

Au-delà du fait que les marchés pourraient s'inquiéter de l'ampleur du cycle économique, au-delà aussi du fait que les marchés ont parfois leur vie propre et indépendante des fondamentaux à travers des aberrations, comme celle du trading de la volatilité,

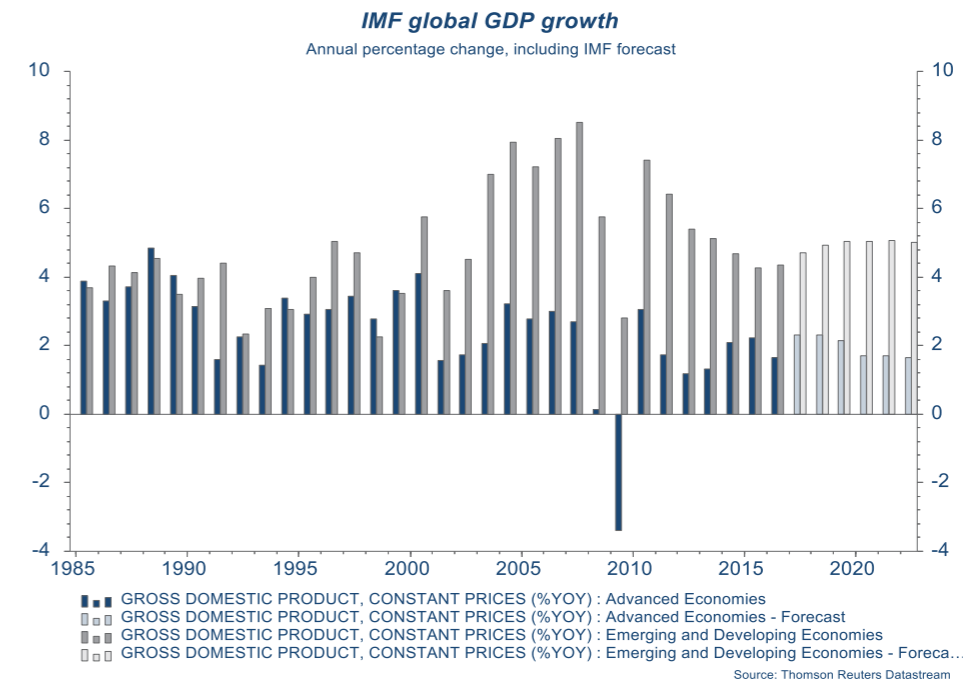
dont seuls certains financiers prétendent avoir la compréhension, il convient d'admettre que des risques nouveaux, peu liés aux fondamentaux économiques, voient le jour tant dans le comportement que dans la communication de dirigeants politiques ou des entreprises notamment technologiques qui dominent un monde numérique qui progresse par essais et erreurs.

Si les marchés financiers sont nerveux aujourd'hui, c'est aussi parce qu'ils sont conscients que le modèle économique et social va changer dans les années à venir, et qu'ils sont impatientement en attente d'indicateurs leur permettant de préciser la direction qui sera entamée.

Des économies au diapason

Après le tumulte de la grande crise financière de 2007-2008, la reprise de l'économie mondiale s'est installée à pas feutrés. Depuis lors, la croissance à l'échelle mondiale a oscillé entre 3 et 4%, ce qui représente un niveau bien inférieur à ceux atteints lorsque la bulle Internet a éclaté en 2000 et durant la récession qui s'ensuivit. Regarder de plus près certains indicateurs, telle la croissance du produit intérieur brut (PIB) dans les économies avancées, nous amène à prendre pleinement conscience des difficultés que ces dernières ont dû surmonter pour se remettre sur le chemin de la reprise après la tourmente économique née de la crise du crédit en 2008. Il en fut autrement pour leurs homologues émergentes qui, de leur côté, ont plus aisément retrouvé le niveau de croissance qu'on leur connaît. Si nous le constatons à l'échelle mondiale, ce contraste existe également à l'échelle régionale : depuis 2010, le taux de croissance des Etats-Unis s'est régulièrement situé aux alentours de 2% pendant qu'en 2011, l'Europe, et surtout la zone euro, a été en proie à une crise de la dette souveraine. Le fossé économique entre les Etats-Unis et la zone euro se creuse et laisse s'ouvrir des frontières divergentes propices aux mouvements de recul des marchés de l'emploi, à une confiance en berne et à des entrepreneurs et consommateurs frileux. De leur côté, en 2013,

certaines économies émergentes locales, à l'instar du Brésil ou de la Russie, ont essuyé des revers tels que la baisse des prix des matières premières et de l'énergie. Fin 2017, les principales économies se sont mises au diapason : au quatrième trimestre, la quasi-totalité des pays développés a vu le taux de croissance annuel de son PIB excéder 2,5%. Aussi, l'Indice des Directeurs d'Achat pour le secteur manufacturier de bon nombre de ces pays a dépassé le seuil de 54, ce qui indique une expansion de l'économie. Seuls la France et le Japon ont, pour leur part, fait exception en accusant un léger recul. Les Etats-Unis ont créé la surprise auprès des marchés financiers : la réforme fiscale et les plans de dépenses publiques ont fait entrevoir une embellie certaine, encourageant analystes et économistes à revoir leurs estimations à la hausse en raison de la croissance attendue plus élevée. Dans ce contexte, il va de soi que la croissance économique tiendra cette cadence faible dans les prochaines années. Cette tendance à l'embellie des perspectives rayonne également sur les pays émergents, qui ont bénéficié d'un environnement économique des marchés développés en progrès, de changements structurels et de prix des matières premières en hausse. Cette situation a été particulièrement propice à l'évolution des données des Indices des Directeurs



d'Achat des principaux pays en développement, lesquels ont, l'an dernier, atteint en moyenne leur niveau le plus élevé de ces trois dernières années, et continué à tutoyer les sommets tout au long de l'année en cours. Aux États-Unis comme en Europe, le marché du travail s'est resserré : sur douze mois, le nombre de chômeurs a diminué davantage dans la zone euro (-1,4 million) qu'aux États-Unis (-0,8 million), et les augmentations salariales ont été modérées dans les deux régions.

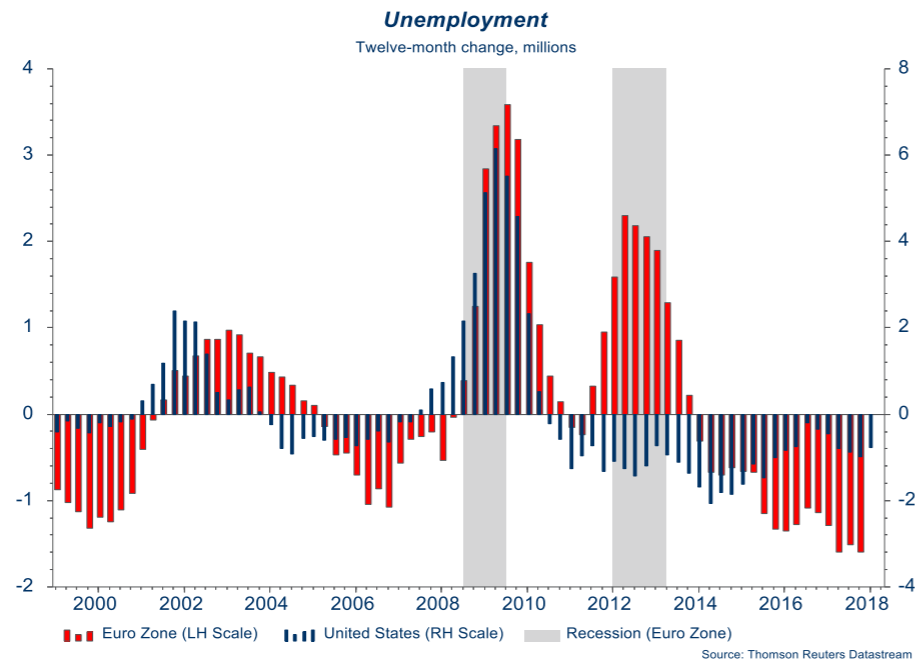
Entre gris clair et gris foncé

C'est sans surchauffe que l'expansion économique mondiale se poursuit : l'inflation est jugulée. Aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation s'est accélérée à 2,2%. Selon le Federal Open Market Committee (FOMC), un taux d'inflation atteignant 2%, mesuré par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation personnelle des dépenses (personal consumption expenditures - ECP), est le plus cohérent à long terme, dans un contexte où la Réserve fédérale dispose d'un mandat statutaire. Cet indice, publié à 1,6% en mars, reste inférieur à 2% et s'était retrouvé pour la dernière fois au-dessus de 2% début 2012. Le marché de

l'emploi se montre solide et souffre peu d'une légère pression salariale. Depuis début 2016, les salaires horaires moyens aux Etats-Unis progressent chaque année d'environ 2,6%.

Si le taux d'épargne des consommateurs américains est faible, l'endettement des ménages par rapport au revenu disponible reste inférieur de plus de 20% à son plus haut historique de 2007. Les ventes au détail ne progressent pas de façon excessive, et le marché américain de l'immobilier est encore loin du sommet de 2007. Force est de constater que les consommateurs ne font pas d'excès, et les entreprises les rejoignent dans ce comportement prévoyant : elles limitent leurs dépenses d'investissement, ne se montrent pas dépensières pour les salaires et bénéficient de matières premières à des prix dont l'appréciation est plutôt faible.

Brosser le tableau de la situation en Europe en 2016 nous amène à des constats similaires : si, à cette époque, les entreprises et les consommateurs affichent un meilleur sentiment, la croissance du crédit pour ces deux secteurs n'en reste pas moins à un niveau faible. L'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la



zone euro, reste toujours inférieure à l'objectif de 2% par an, atteignant 1,4% à la fin du premier trimestre.

L'évolution a beau être contenue, le cycle actuel de l'économie américaine dure depuis près de 10 ans et son expansion s'étend sur plus de 30 trimestres. A cet égard, ce cycle est pratiquement le plus long de l'histoire des États-Unis. Certains investisseurs craignent qu'il ne puisse se poursuivre sans affaiblir l'économie mondiale et provoquer la chute des actifs risqués. Sans oublier certaines données économiques récentes légèrement décevantes : des mises en chantier plus faibles, des ventes de véhicules en recul et des commandes durables volatiles. Toutefois, si ce cycle est plutôt long, l'amplitude de variation de la croissance depuis le dernier pic est plus faible que celle des cycles précédents. En d'autres termes, le taux de croissance actuel se trouve légèrement en-deçà du taux le plus haut atteint à la fin du premier trimestre 2015. Dans ce contexte, une nouvelle expansion cyclique a davantage la possibilité d'exister pour atteindre une croissance cumulative du PIB similaire à celle des cycles historiques. Cette tendance se confirme également à l'observation de certains indicateurs de marché dont la fiabilité à anticiper une récession n'est plus à prouver, comme par exemple l'évolution de la courbe des taux d'intérêts. Si la pente de la courbe des taux américains de 2 ans à 10 ans s'est aplatie au cours des dernières années, et qu'un phénomène de compression supplémentaire de la courbe de rendement reste possible avant l'annonce d'une récession, nous sommes d'avis que cela n'est pas pour demain.

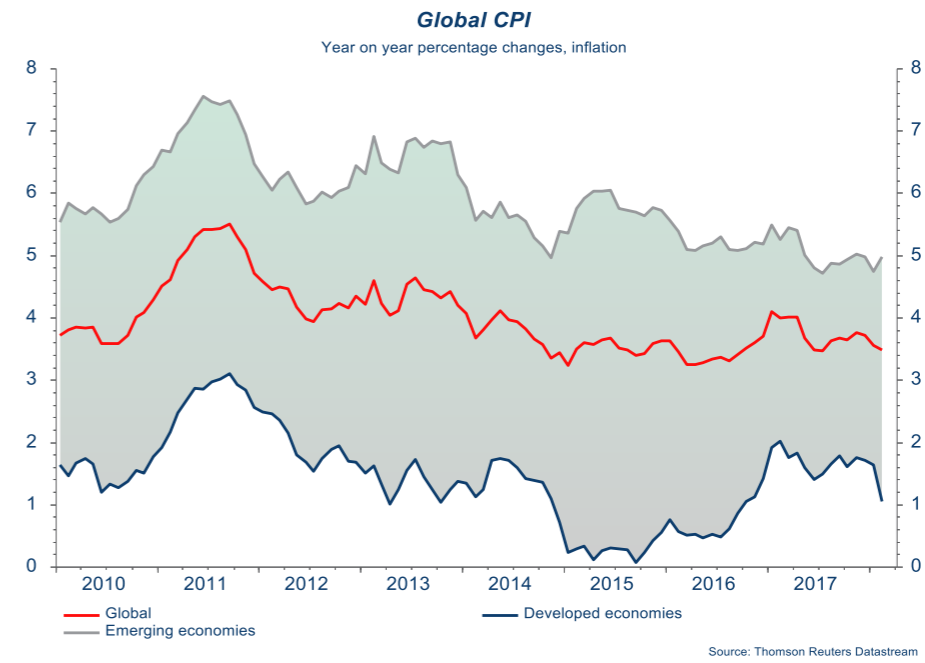
En effet, l'examen des indicateurs tels que la cadence des mises en chantier d'habitations, l'indice de fabrication ISM qui détermine le niveau d'activité des directeurs d'achats dans le secteur manufacturier et l'indicateur économique avancé du Conference Board se maintiennent en territoire d'expansion.

Risques potentiels pour le boom cyclique

Cette harmonie cyclique pourrait se voir bouleversée, et entraîner au passage un ralentissement de l'économie mondiale.

Parmi les facteurs perturbateurs, signalons le risque le plus élevé : l'incertitude politique pourrait générer une chute drastique de confiance des entreprises et des consommateurs. En mars dernier, le Président américain Donald Trump a annoncé sa volonté d'imposer de nouveaux tarifs douaniers à ses partenaires commerciaux, ce qui a entraîné une forte reprise de la volatilité sur les marchés financiers. En effet, les investisseurs se montrent inquiets quant à l'impact de ces déclarations sur le commerce mondial.

Donald Trump communique dans ses tweets sa volonté de protéger les États-Unis des importations en provenance de Chine, d'Europe et d'Amérique latine : ces communications ont eu l'effet d'affaiblir les indicateurs économiques, commerciaux et de consommation. La délicate croissance économique pourrait faire les frais d'une réticence



potentielle à consommer et à investir. De manière générale, l'établissement de mesures protectionnistes aux États-Unis, accompagnées des contre-mesures mises en place par les partenaires commerciaux, auront inévitablement un effet ralentisseur sur le commerce mondial. L'un dans l'autre, l'activité économique s'en verra plus touchée qu'encouragée. En 2016, la Grande-Bretagne a décidé de quitter l'Union européenne. Les négociations sur le Brexit ont débuté l'année dernière et n'ont pas progressé comme prévu, laissant l'économie britannique dans une grande incertitude. Le marché de l'immobilier en a déjà fait les frais tout autant que l'inflation, revue à la hausse en raison d'une livre sterling plus faible. L'issue du Brexit reste incertaine et pourrait laisser la Grande-Bretagne en proie à de sérieuses difficultés économiques, aux effets contagieux sur l'Union européenne, qui reste un de ses principaux partenaires commerciaux. Gardons à l'esprit que la zone euro est en période de convalescence : elle se remet actuellement de sa récession de 2011 et des difficultés structurelles auxquelles elle a dû faire face. Dans ce contexte de fragilité, les prémisses d'une reprise économique pourraient facilement s'évanouir.

Il en va de même pour les politiques dont les banques centrales décideront : elles seront cruciales pour le développement à venir. En 2014, la Réserve Fédérale (Fed) a instauré le « Tapering », qui consistait à réduire progressivement l'intervention de la Réserve fédérale dans le système économique. Ce faisant, elle a commencé à préparer les marchés financiers à la fin de

l'assouplissement quantitatif et à la hausse des taux des fonds fédéraux. Jusqu'à présent, la Fed n'a que modérément relevé ses taux et après une première hausse en mars, les marchés financiers s'attendent à deux nouvelles hausses. Toutefois, une accélération soudaine de l'inflation et une réaction brutale de la Fed pourraient avoir un impact négatif sur les États-Unis et l'économie mondiale dans son ensemble. En Europe, la Banque centrale européenne (BCE) a pesé sur le marché des obligations d'entreprises dans le cadre de son Programme d'achat dans le secteur des entreprises (CSPP), ce qui a eu pour effet de drainer des liquidités, dans le cadre de leur relance monétaire. Reste à savoir dans quelle mesure la fin de ce Programme aura une incidence sur le marché du crédit, les écarts de crédit étant à un niveau historiquement très faible. Il va sans dire qu'une volatilité en forte hausse et un marché du crédit fragile seraient susceptibles de porter atteinte à l'expansion européenne.

Marc FOHR, CFA
Head of Investments

Un marché obligataire européen en transition

En janvier, la publication d'excellentes données macroéconomiques en Europe a tiré le rendement du Bund à la hausse, à des niveaux que nous n'avions plus vus depuis 2015. La confiance des investisseurs dans l'économie était telle qu'ils s'attendaient à un vrai changement de politique monétaire en début d'année déjà. Toutefois, les mois qui s'ensuivirent ont été marqués par une volatilité accrue des marchés actions. Dans ce contexte, la menace d'une guerre commerciale entre Américains et Chinois n'a fait que renforcer la détente des taux des emprunts publics, réputés pour leur qualité.

Le Président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, a évoqué ce risque : selon lui, la montée du protectionnisme aurait un impact sur la confiance des entreprises et, in fine, pourrait venir miner les perspectives de croissance et d'inflation. Sur ce dernier point, l'institution monétaire s'est montrée moins confiante en revoyant à la baisse les prévisions d'inflation de 2019 de 0,1% à 1,4%, c'est-à-dire au même niveau que les prévisions de fin 2018. Une monnaie unique toujours relativement forte par rapport au dollar américain et un prix du pétrole prévu à la baisse : voilà deux obstacles supplémentaires pour la BCE dans la poursuite de son mandat unique.

Selon nous, de nouveaux risques à la baisse ont eu beau surgir cette année, la croissance en Europe n'est pas remise en cause pour autant. Certes, l'inflation n'atteindra pas non plus l'objectif de la BCE cette année, mais tant que la trajectoire reste sur la bonne voie, les taux des emprunts publics devraient poursuivre leur remontée graduelle. Dans cette optique, nous restons convaincus que le programme d'achats d'actifs de la Banque centrale européenne ne cessera pas en septembre, mais sera prolongé de trois à six mois tout en réduisant le montant d'achats mensuels. Cette décision dépendra de l'évolution économique dans la zone euro et pourra déjà être annoncée lors de la conférence de presse du mois de juin.

Le blocage politique resurgit en Italie

Au premier trimestre 2018, les emprunts publics des pays de la périphérie ont nettement mieux performé que ceux des pays cœurs et que les emprunts privés. En effet, le blocage politique qui a découlé des élections en Italie n'a pas trop pesé sur les primes de risque du souverain italien. Aussi, le relèvement d'un cran à A- de la notation de l'Espagne

par Standard & Poor's est venu apporter sa contribution à la bonne performance. Même la correction des marchés actions ne s'est pas fait ressentir sur les primes de risque, contrairement aux obligations émises par des sociétés.

Ainsi, à long terme, nous recommandons de garder une exposition sur les obligations souveraines espagnoles qui pourront bénéficier de relèvements de notation ultérieurs et converger vers le niveau des taux des « semi-cœurs » comme l'Irlande. Du côté de l'Italie, nous conseillons de rester prudent tant qu'aucun gouvernement n'a été chargé de prendre les rênes du pays. Une fois la coalition établie, l'étape suivante sera de déterminer si les nouveaux membres souhaiteraient abolir ou poursuivre les réformes structurelles essentielles à la croissance et au redressement de la dette du pays

Le marché du crédit européen perd de son éclat

Au cours du premier trimestre 2018, le marché du crédit a sous-performé les souverains européens, accompagné de nouvelles incertitudes dans le marché. Ainsi, on a pu assister à un élargissement prononcé des primes de risques au mois de février/mars, stimulé principalement par le volume surprenant des nouvelles émissions et par un marché d'actions en forte volatilité.

Les fondamentaux, eux, n'ont pas changé ; en revanche, leur environnement n'est plus le même. Le marché du crédit se montre plutôt résistant dans la durée face aux risques politiques : il peut compter sur le soutien de fondamentaux robustes, un niveau d'endettement des entreprises stable et des indicateurs macroéconomiques favorables. C'est au deuxième trimestre que la BCE se réunira pour aborder des sujets susceptibles de nous fournir des indications sur une éventuelle réduction du CSPP. Modifier ce programme pourrait déclencher un retour accru de la volatilité sur le marché du crédit, amplifiant au passage le sentiment d'aversion des investisseurs à l'égard du risque, et encourageant par-delà à une augmentation significative des primes de risques.

La croissance économique européenne aura beau être solide, les incertitudes politiques continueront malgré cela de fragiliser cette classe d'actifs. Une guerre commerciale nuirait aux différentiels de taux entre les souverains et le crédit, puisqu'elle toucherait les sociétés exportatrices européennes. Les différentiels souffriraient également d'une réduction du programme d'achats de la BCE (CSPP) dans un contexte en

proie au sur-achat de façon momentanée. A la lumière de ces éléments, nous continuons à nous montrer prudents, dans l'éventualité, si le besoin s'en fait sentir, de devenir défensif au cours des mois à venir.

La Fed mène la danse

En début d'année, la série de bonnes publications économiques affichées aux Etats-Unis a déclenché une forte anticipation de hausse de l'inflation, portant le taux américain à 10 ans à son plus haut niveau depuis janvier 2014 (2,96%). Toutefois, les mois de mars et avril qui s'ensuivirent n'ont pas vu s'accélérer l'inflation au rythme attendu, et la volatilité accrue présente sur les marchés actions a ramené le rendement du bon du trésor à 2,77%. Si les perspectives économiques ont montré quelques accès de faiblesse passagers, elles n'en restent pas moins solides. Mi-mars, la Fed a relevé son taux directeur de 25 points de base et n'a pas manqué de renouveler sa confiance dans l'économie américaine. Les « dots », qui renseignent sur les projections du taux directeur des 16 membres de la Banque centrale américaine, font état de deux relèvements de taux pour l'exercice en cours et de trois relèvements en 2019, entraînant ainsi une hausse des taux courts. Dans cet environnement propice à la durée de l'expansion actuelle, la première économie mondiale est soutenue, à moyen terme, par les \$1.500 milliards investis dans la réforme des taxes couplés aux \$1.300 milliards de dépenses budgétaires consentis par le gouvernement américain. Aussi le trésor américain émet-il majoritairement des dettes à courte maturité pour financer le déficit budgétaire, en conséquence de quoi une pression à la hausse sur la partie courte de la courbe se fera ressentir, renforçant par-delà notre vision d'un aplatissement de cette dernière.

Selon nous, il n'existe pas de réels risques inflationnistes, mais bel et bien une hausse plus mesurée et graduelle de l'inflation. C'est pour cette raison que nous privilégions des durées courtes.

Crédit américain : un écart des spreads justifié

En début d'année, la forte hausse des taux et un marché actions particulièrement volatil ont été à la source d'un écart des spreads pour les dettes privées. Dans ce contexte, le marché du crédit américain a fait preuve de résilience : l'écartement pour les sociétés « High Yield » était inférieur à

celui des sociétés « Investment Grade ». Comme nous l'avons déjà évoqué précédemment, les deux prochaines hausses des taux prévues par la Fed en 2018 auront un impact sur le coût de financement des entreprises, lequel augmentera.

Le cadre actuel est favorable à l'amélioration des notations des émetteurs américains. L'agence Standard & Poor's y voit même un ralentissement potentiel de rétrogradation des notations. Toutefois, gardons bien à l'esprit que les spreads se trouvent actuellement à des niveaux historiquement bas et que les conditions de financement des sociétés restent toujours favorables.

Equipe obligataire

Le point de vue du Risk Manager

Le risque des GAFA sur nos patrimoines

Le 21 février dernier, un tweet de Kylie Jenner a fait perdre 1,5 milliards de dollars en une journée à Snapchat, soit 6% de sa capitalisation boursière. Le 16 mars, le scandale Cambridge Analytica autour de l'utilisation de données personnelles à l'insu de 87 millions d'utilisateurs Facebook dans la campagne électorale de Trump a été révélé. En une journée, la société fondée par Mark Zuckerberg a perdu 43 milliards de dollars, soit plus de 7% de sa valorisation boursière. Si, comme moi, vous ignorez qui est Kylie et que vous n'utilisez ni Snapchat, ni Facebook, vous avez par contre certainement subi l'impact de ces tremblements de marchés, car ces chutes n'ont pas seulement entraîné dans leur sillage le Nasdaq ou les bourses américaines, mais l'intégralité des marchés financiers.

Les quatre entreprises technologiques les plus puissantes au monde sont Google, Apple, Facebook et Amazon, désignées sous l'acronyme GAFA. Fin mars 2018, la

capitalisation boursière combinée de ces quatre géants du web s'élevait à environ 2.700 milliards de dollars, soit un montant supérieur au produit intérieur brut (PIB) de la France et du Royaume-Uni. Ces firmes représentent l'économie du début du XXI^e siècle et incarnent le passage à l'ère du numérique : Google gère le monde de l'information, Facebook celui de la connectivité, Apple celui de la connectique et Amazon celui du commerce en ligne. Les GAFA et leurs satellites (Whatsapp, Instagram, Snapchat...) sont devenus incontournables de par les services simples et gratuits qu'ils offrent.

Ces dernières semaines, le comportement des marchés financiers mondiaux évolue face à ces sociétés en particulier, et face au secteur de la technologie en général. Nous n'ignorons pas que ce secteur nous expose à un risque non négligeable : nous le savons depuis l'explosion de la bulle technologique en 2000. En revanche, ce qui est

nouveau, c'est la capacité de ce secteur des technologies à transmettre des informations aux marchés globaux de manière quasi instantanée, quelles qu'en soient la nature et l'importance. Ce qui est également nouveau, c'est la capitalisation boursière croissante de ces sociétés, contribuant à les placer dans les premiers rangs des acteurs des marchés financiers.

Afin d'appréhender les risques inhérents aux GAFA, la première étape consiste à identifier le type de risque auquel ces entreprises sont exposées et par voie de conséquence, à identifier le risque existant pour l'investisseur final.

D'un point de vue du risque de marché, c'est-à-dire le risque lié aux valorisations et donc aux valeurs de nos patrimoines personnels, il y a lieu d'en différencier trois types, conformément aux effets qu'ils produisent sur les marchés. Le premier type de risque est le risque idiosyncratique, également appelé risque spécifique. Il peut être défini comme un marqueur propre à l'entreprise, n'impactant que la société elle-même. Le second type de risque est le risque systématique. Ce risque représente la sensibilité d'une entreprise au marché dans sa globalité, s'assimilant aux risques liés aux mouvements de marché. Enfin, le troisième type de risque est le risque systémique d'une société, celui qui, par son ampleur, peut faire s'effondrer l'ensemble du système financier ou économique. Un exemple typique de ce type de risque est la faillite de Lehman Brothers en 2008, ayant provoqué un krach financier mondial.

Ces définitions posées, la question est ensuite de savoir à quel type de risque les GAFA et les entreprises de ce secteur sont les plus sensibles, démarche qui nous permettra de clairement déterminer la manière dont ils peuvent impacter notre patrimoine.

Prenons un fait d'actualité pour illustrer notre propos. Il y a quelques jours, la chaîne CNBC a révélé que la société CubeYou aurait été l'instigateur d'abus similaires à ceux de Cambridge Analytica. En effet, cette société mettait en ligne des tests psychologiques sur Facebook, sous le couvert d'une collaboration avec l'Université de Cambridge (sans aucun lien avec Cambridge Analytica). Les résultats auraient été utilisés à des fins publicitaires et non dans un but de recherche académique. L'impact financier direct a beau être difficilement mesurable, le mécanisme n'en reste pas moins très semblable à celui du scandale de Cambridge Analytica et porte un discrédit sur le secteur dans son ensemble.

Cet exemple nous éclaire sur un point : les difficultés rencontrées par Facebook face à Cambridge Analytica ne sont pas exceptionnelles. Qui plus est, nous ne savons certainement pas tout, ni pour d'autres sociétés ayant eu le même comportement vis-à-vis de Facebook, ni pour d'autres sociétés ayant eu le même comportement vis-à-vis d'autres sociétés du même type que Facebook.

Le risque systématique résulte de facteurs indépendants de la volonté d'une entreprise et externes à l'organisation. Les événements récents nous montrent que le risque inhérent au secteur technologique n'est plus un risque idiosyncratique mais bel et bien systématique, et peut, selon le contexte des événements, créer une onde de choc et devenir systémique. Dès lors, la gestion de risques liée aux valeurs technologiques est devenue primordiale.

L'amplification de l'effet de levier dû à la réactivité dans la diffusion de l'information est propre à ce genre de sociétés. Nous sommes en présence d'un phénomène de « sur-efficience » de l'information qui touche les marchés financiers. Dans ce contexte, les investisseurs ne sont plus capables de digérer l'information. Le marché se trouve fragilisé par ce qui est au cœur même du fonctionnement de ces sociétés, c'est-à-dire l'instantanéité. Par ailleurs, la valeur de ces sociétés repose notamment sur leur image de marque ; or, un simple tweet peut les faire vaciller. L'utilisation des données des consommateurs à leur insu, à l'origine de cette crise de confiance, s'est retournée contre les GAFA eux-mêmes, créant une véritable crise de confiance de la part des consommateurs. Nous observons un véritable effet boomerang qui affecte l'ensemble du marché.

Ce phénomène nous amène à nous questionner sur l'importance d'un tweet face aux données économiques réelles et à faire gaffe aux Gafa.

Dr Luc Neuberg



Les actions entre volatilité, taxes et croissance

Au premier trimestre 2018, la volatilité s'est à nouveau invitée sur les marchés actions, provoquant de brusques mouvements haussiers et baissiers. L'évolution du MSCI World, indice boursier représentatif des marchés actions des pays développés à travers le monde, illustre parfaitement ce phénomène : l'année a commencé sur les chapeaux de roues par une forte hausse pour accuser ensuite une violente chute, les craintes de l'arrivée d'une potentielle récession pesant sur les marchés. Ces brumes passagères dissipées, les marchés actions ont repris leur trajectoire haussière. Puis est apparue une nouvelle ombre au tableau : l'annonce de l'instauration de taxes douanières sur les importations d'aluminium et d'acier aux Etats-Unis est venue interrompre cette évolution. S'il leur a fallu digérer la nouvelle, les marchés n'ont pas manqué de rebondir avant de reculer une nouvelle fois. A ce stade, le secteur des technologies faisait l'objet de toutes les inquiétudes. Les données de performance, calculées en euro, parlent d'elles-mêmes : le MSCI World recule d'un peu plus de 3% depuis le début de l'année. Un zoom sur les régions du monde nous permet de constater que la disparité n'est pas manifeste : si l'Europe est en baisse de 4%, l'Amérique du Nord recule de 3% et les pays émergents le sont également d'un peu moins de 3%.

L'économie mondiale est dans une bonne dynamique, et devrait permettre de voir se poursuivre la croissance des résultats des sociétés. En effet, un environnement dans lequel les volumes augmentent et les coûts sont rigoureusement contrôlés est propice à une rentabilité croissante des entreprises. Ces dernières et leurs dirigeants affichent une confiance solide dans leurs perspectives futures, et trouvent dans la réforme fiscale américaine et ses impacts positifs un allié de choix qui devrait leur permettre de les soutenir dans leurs investissements. Car maintenir durablement la croissance économique aux niveaux qu'on lui connaît actuellement requiert une reprise des dépenses en investissements.

Dans le cas où ce scénario prend corps, un mouvement général de révision haussière des bénéfices couplé à des marchés haussiers qui s'inscrivent dans la continuité maintiendront les valorisations à leurs niveaux actuels. Toujours est-il que la valorisation élevée des marchés actions, qui reflète déjà une partie des éléments positifs auxquels nous pouvons nous attendre, risque de plafonner le potentiel d'appréciation des actions.

Ces éléments en toile de fond viennent étayer notre scénario principal, et nous continuons de penser que les marchés actions sont plus attractifs que les marchés obligataires, c'est pourquoi nous surpondérons les actions au détriment des obligations.

Il va sans dire que nous ne sommes pas à l'abri de rebondissements inattendus : une guerre commerciale mondiale que se livreraient à coup de mesures protectionnistes les Etats-Unis et la Chine, une escalade des tensions internationales ou encore une sortie brutale du Royaume-Uni de la zone Euro pourraient déclencher le retour de la volatilité sur les marchés et finalement provoquer la réécriture de notre scénario de base. Dans ces circonstances, toute notre attention se porte sur le monitoring de ces différents éléments, de sorte que nous puissions nous montrer réactifs si besoin est.

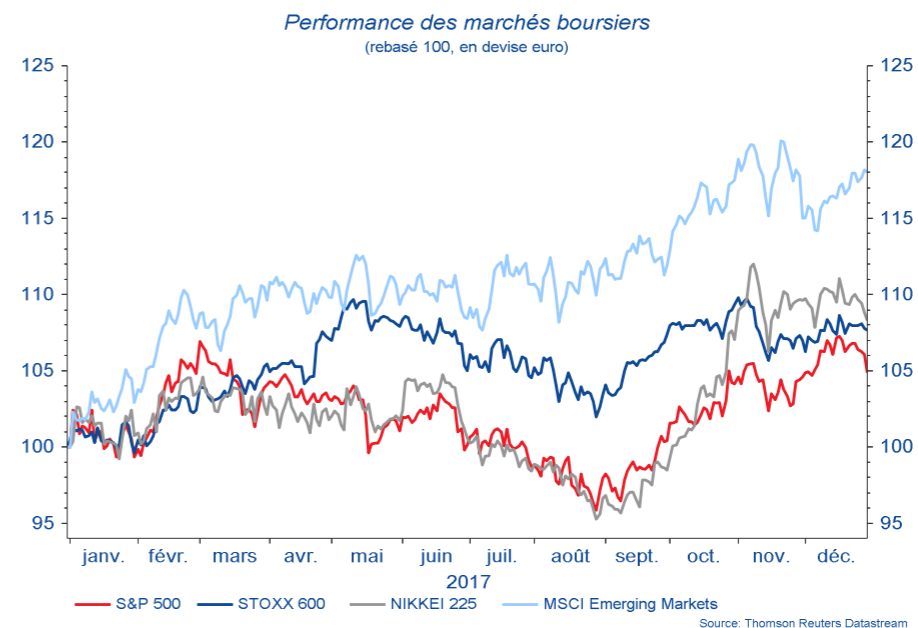
A la lumière des sujets que nous avons abordés dans cette édition, nous avons augmenté notre exposition à l'Amérique du Nord (à surpondérer) et continuons de rester positifs sur l'Europe et les pays émergents. Nous nous inscrivons dans la continuité en conservant nos recommandations « neutres » sur l'Asie Pacifique. Aussi, nous sommes d'avis qu'il n'existe plus de réelle différenciation entre l'Amérique du Nord et l'Europe en matière d'opportunité d'investissement, l'Europe s'étant ressaisie. A fortiori, les multiples de valorisation du marché américain ont perdu du terrain un peu plus rapidement que leurs homologues des marchés européens : l'écart de valorisation se resserre donc entre les deux zones. Les pays émergents, quant à eux, devraient être les principaux bénéficiaires de l'amélioration de la conjoncture mondiale et de la hausse des prix du pétrole, sans compter que leurs multiples de valorisation n'ont pas connu l'expansion majeure que ces derniers ont connu en Europe ou aux Etats-Unis.

Notre préférence va aux secteurs de l'industrie, de l'énergie et de la consommation discrétionnaire : ces secteurs cycliques devraient continuer de profiter de l'embellie de l'environnement économique. Soulignons également que ces secteurs se traitent toujours à des multiples de valorisation raisonnables. En début d'année, le secteur financier a rejoint les rangs de nos favoris. Ce secteur a tout pour plaire : sa valorisation est attractive, son profil est davantage cyclique et son atout majeur réside dans le fait qu'il devrait également être le bénéficiaire direct d'une accélération de la croissance des crédits via un rebond des

investissements, de la hausse des taux, de la dérégulation ainsi que des nombreuses mesures de restructurations prises par le passé. Par opposition, nous reléguons en queue de peloton les secteurs des services aux collectivités, de l'immobilier et de la consommation non-cyclique. A nos yeux, ces secteurs ne peuvent bénéficier d'une embellie économique que de façon

marginale, sans oublier leur tendance à sous-performer dans un environnement de hausse des taux d'intérêt. Ajouté à cela, leurs valorisations nous semblent exagérées étant donné leur nature de secteurs au potentiel de croissance faible, cette dernière étant souvent liée à des difficultés structurelles.

Equipe Actions





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 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'Épargne de l'État, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A..