

Sommaire

- Editorial** *En Marche*
- Grand Angle** *Le Qatar face aux pressions « amicales » de ses voisins du Golfe*
- Economie** *Reprise mondiale solide teintée d'une inflation faible*
- Obligations** *En quête d'inflation*
- Actions** *Enfin, les bénéfiques accélèrent*



Photo Yves Wagner

En Marche

Editorial

En début d'année, dans ces lignes mais aussi dans nos conférences, nous avons longuement discuté les montées des populismes et leurs risques sur l'ordre économique et social mondial. Nous avons estimé que certaines externalités d'une mondialisation inégalitaire, certainement à l'origine des mouvements populistes, étaient

une réalité devenue insupportable et devaient d'urgence être réexaminées, mais ne justifiaient pas pour autant des nationalismes exacerbés et un démantèlement de l'Europe. Les risques d'un dérapage incontrôlé de discours démagogiques semblaient lourdement peser sur le fonctionnement non seulement des marchés

des capitaux, mais aussi sur ce qui restait de positif dans l'ordre économique et social mondial.

On constate aujourd'hui qu'un frein sérieux à ces dérapages a été tiré par des électeurs dans nombre de démocraties européennes, qu'il s'agisse de l'Autriche, des Pays-Bas ou de l'Italie, avant que le plus europhile des candidats ait été élu Président de la République en France. Le mouvement « La République en Marche » de la majorité parlementaire française s'applique désormais à l'espoir d'une reconstruction européenne en marche, l'échec d'un projet « Frexit » suggérant qu'une majorité d'électeurs ont compris dans quelle impasse les populismes anti-européens peuvent mener. Le désastre britannique observé ou attendu tant sur le plan politique qu'économique a certainement refroidi nombre d'européens et relancé ainsi l'espoir d'un nouveau institutionnel, économique et social sur le vieux continent.

Nous nous attendons à ce que ce nouvel élan se traduise par un repositionnement de l'Europe en tête des moteurs de croissance économique et de développement social sur le plan mondial. Il faut pour cela que les dirigeants politiques se concentrent sur une reconstruction européenne, prioritaire par rapport à des discussions inefficaces sur les arrangements futurs avec le Royaume-Uni, et prioritaire aussi par rapport à des agissements imprévisibles des Etats-Unis.

Nous restons dès lors optimistes quant aux évolutions futures des économies en général, de l'économie européenne en particulier. Les marchés financiers semblent partager cet optimisme, et nous suivrons de près leur évolution : il ne faut pas en effet que le sentiment général actuel se transforme en euphorie et donne naissance à des bulles sur des marchés financiers déjà chers.

*Dr Yves WAGNER
Directeur BCEE Asset Management*

Le Qatar face aux pressions « amicales » de ses voisins du Golfe

Le 5 juin dernier, plusieurs pays du Golfe, dont notamment l'Arabie saoudite, ont rompu toute relation diplomatique avec le Qatar, jugeant que ce dernier soutenait le terrorisme et des organisations extrémistes via ses relations étroites avec l'Iran et les Frères musulmans. Ces pays du Golfe ont non seulement fermé les frontières terrestres et maritimes, mais ont également imposé des restrictions aériennes. Le Qatar a qualifié ces accusations de totalement fausses, estimant qu'il ne traitait qu'avec des gouvernements et non des organisations. L'Iran et la Turquie ont déjà offert leur aide au Qatar.

Moins d'un mois après cette rupture diplomatique, ces mêmes pays du Golfe ont transmis au Qatar une liste de 13 doléances, afin de mettre fin au conflit. Parmi ces exigences, le Qatar est sommé de rompre toute relation avec l'Iran et toute organisation extrémiste, d'interrompre la diffusion de la chaîne d'information télévisée Al Jazeera et encore d'opérer la fermeture d'une base militaire turque implantée au Qatar. Ces conditions, jugées nécessaires pour désamorcer le conflit, sont loin d'être réalistes et raisonnables, comme l'avait suggéré le secrétaire d'Etat américain lors de sa visite

en Arabie saoudite. La sortie de crise s'annonce donc très difficile.

À partir de là, principalement deux scénarios sont envisageables, soit le Qatar se soumet aux exigences de ses voisins du Golfe (Scénario 1), soit il refuse tout compromis pour préserver son indépendance (Scénario 2).

Scénario 1 :

L'intervention de certains médiateurs, à l'image de l'Emirat du Koweït, devrait permettre de calmer les esprits et pousser le Qatar à adopter une attitude plus conciliante vis-à-vis de ses alliés, mais surtout vis-à-vis de l'Arabie saoudite. Ceci suppose que le Qatar devrait accepter les conditions fixées par ses voisins du Golfe et donc se distancer de Téhéran. Se poserait toutefois la question de l'indépendance de sa politique étrangère dans ce scénario. De plus, en se distançant de Téhéran, le Qatar risquerait de perdre l'un de ses plus importants clients pour le gaz. L'impact sur les marchés financiers devrait rester limité et temporaire dans ce scénario.

Scénario 2 :

Afin de préserver son indépendance, le Qatar ne fléchit pas sous la pression, rejette la liste de doléances et entre en conflit avec les pays du Golfe qui l'ont mis sur le banc des accusés. Même s'ils n'ont pas précisé les conséquences pour le Qatar en cas de refus de leurs revendications, les pays du Golfe devraient, dans ce cas de figure, renforcer les sanctions à l'égard du Qatar. Le Qatar, de son côté, devrait se rapprocher davantage de Téhéran, dont l'aide pourrait compenser les effets négatifs liés à son isolement. De plus, l'Iran pourrait offrir son soutien militaire afin de dissuader toute initiative militaire de la part des autres pays du Golfe. Ceci est d'autant plus probable que les récents attentats sur le sol iranien ont attisé les tensions entre l'Arabie saoudite et l'Iran. La Turquie, considérant le souhait des voisins du Qatar de fermer la base militaire turque présente dans le pays comme une ingérence dans ses affaires, pourrait également accroître sa présence militaire au Qatar. Une telle aide militaire pourrait cependant pousser l'Arabie saoudite à adopter une ligne beaucoup plus dure, accroissant ainsi le risque d'escalade du conflit. Compte tenu de la présence de forces militaires américaines au Qatar, mais aussi des liens entre la Russie et l'Iran, la réponse américaine et russe à toute escalade militaire pourrait également être rapide. Cette escalade militaire du conflit pourrait également rabattre les cartes au Moyen-Orient en mettant en place un nouvel ordre régional qui aurait des incidences non négligeables dans le dénouement de la guerre au Yémen ou encore en Syrie. Dans ce scénario, le choc sur les marchés financiers serait le plus criant.

Dans ce scénario 2, toute escalade du conflit devrait conduire à un fort accroissement de la volatilité sur les marchés financiers. De plus, les prix des matières premières, notamment pétrole et gaz, devraient s'inscrire en hausse.

N'oublions pas que près de 20% de la production mondiale de pétrole transitent par le détroit de Hormuz et que le Qatar représente environ un tiers des exportations mondiales de gaz liquéfié.

Se pose également la question des participations dans plusieurs entreprises occidentales détenues par le fonds souverain du Qatar, qui pèse un peu plus de 330 milliards de dollars. Compte tenu de la richesse financière du pays, la liquidation de ces participations est plutôt un risque à moyen-long terme. Le principal risque à court terme pour ces entreprises réside plutôt dans l'influence que pourrait avoir le Qatar sur certaines relations d'affaires. Certaines entreprises (p.ex. Siemens) ont conclu des contrats lucratifs avec les pays du Golfe qui accusent aujourd'hui le Qatar. Une ingérence du Qatar qui remettrait en question ces relations d'affaires pourrait fortement nuire à la rentabilité de ces entreprises.

Compte tenu des différentes prises de position, le scénario 1 semble avoir actuellement une probabilité d'occurrence plus élevée que le scénario 2. Le Qatar reste actuellement disposé à négocier le sujet de la sécurité du Golfe. De plus, le récent appel à un cabinet d'avocats américain pour défendre son bilan contre le terrorisme montre la volonté du gouvernement qatari à vouloir désamorcer cette crise diplomatique avec ses alliés du Golfe et les Etats-Unis. Toutefois, la récente liste de doléances transmises au Qatar, considérée comme peu réaliste, risque d'aboutir à de longues négociations.

Quelle que soit l'issue de ce conflit, il montre une nouvelle fois que la stabilité de la région du Golfe demeure fragile et que des dissonances persistent toujours au sujet de la lutte contre le terrorisme.

*Dr William Telkes
BCEE Asset Management*



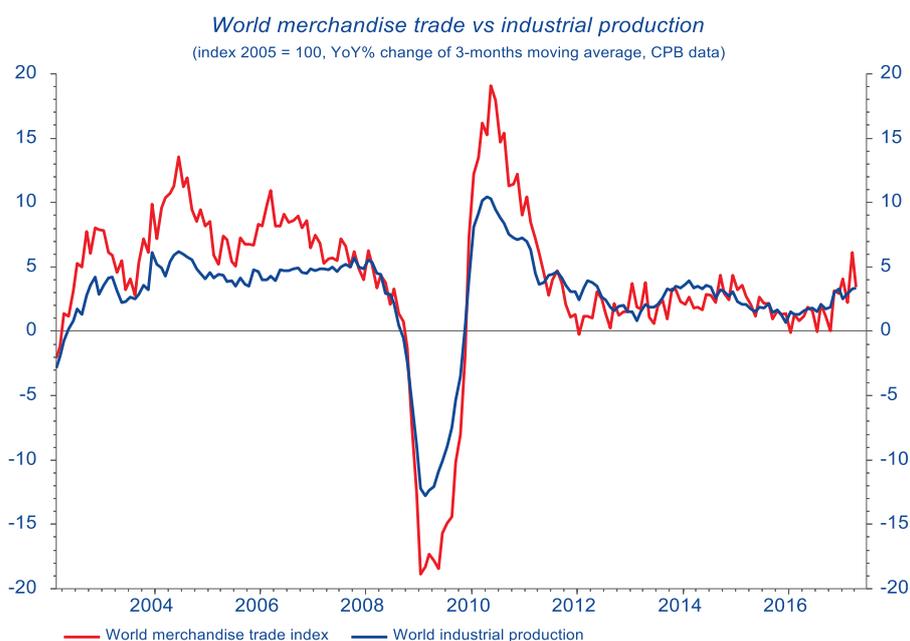
Reprise mondiale solide teintée d'une inflation faible

D'une manière générale, comme en témoignent les statistiques économiques publiées au cours des derniers mois, la dynamique de la reprise de l'activité mondiale reste solide et a quelque peu dépassé les attentes. Celle-ci continue de bénéficier d'un secteur industriel beaucoup plus soutenu, ainsi que d'un commerce international favorable. Selon les données du CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) et si on tient compte de la progression annuelle de la moyenne mobile à trois mois, la croissance du commerce international est légèrement plus élevée que celle de la production industrielle depuis le début de l'année, ce qui est de bon augure pour la production industrielle future. Malgré un environnement politique compliqué, les économies développées ont continué d'afficher une certaine résilience et à l'image de la zone euro, certaines de ces économies ont fait l'objet de révisions haussières. Même si la croissance pourrait ralentir quelque peu en Chine au cours des prochains trimestres, la reprise de l'activité dans les pays émergents s'est renforcée, permettant à un certain nombre de ces pays de sortir petit à petit de la stagflation. La principale incertitude demeure actuellement sur les perspectives d'inflation. Même si le risque de déflation s'est considérablement réduit au cours de ces derniers mois, l'inflation peine à se rapprocher des cibles d'inflation des principales banques centrales. Toutefois, le resserrement

des conditions sur le marché du travail dans les principales économies (surtout développées) devrait permettre un retour progressif de l'inflation (notamment sous-jacente) et par conséquent conforter la stratégie de normalisation de la politique monétaire des principaux banquiers centraux.

Zone euro

Au premier trimestre de l'année, la croissance du PIB réel en zone euro a été plus forte qu'attendu. En rythme trimestriel, la croissance s'établit à 0,6% (contre une première estimation de 0,5%). Sur un an, la croissance a été de 1,9% (contre 1,7% en première estimation) selon l'institut européen de la statistique, Eurostat. La croissance a été portée par une demande intérieure dynamique et par le retour de l'investissement. La formation brute de capitale fixe a enregistré une hausse de 1,3% (en rythme trimestriel) sur l'ensemble du premier trimestre. Notons que l'amélioration de la croissance provient également d'une révision favorable des chiffres de la France et de l'Italie. Compte tenu des indicateurs avancés, la croissance en zone euro pourrait enregistrer une nouvelle accélération de la croissance au second trimestre autour des 0,7% (en rythme trimestriel). Dans ce contexte favorable, le marché du travail s'améliore



également. Le taux de chômage est passé à 9,3% pour le mois d'avril contre 9,4% le mois précédent. En dépit d'une croissance solide et d'un marché du travail bien orienté, l'inflation peine à accélérer. Selon les dernières données d'Eurostat, l'inflation en zone euro est retombée à 1,4% (en rythme annuel) en mai.

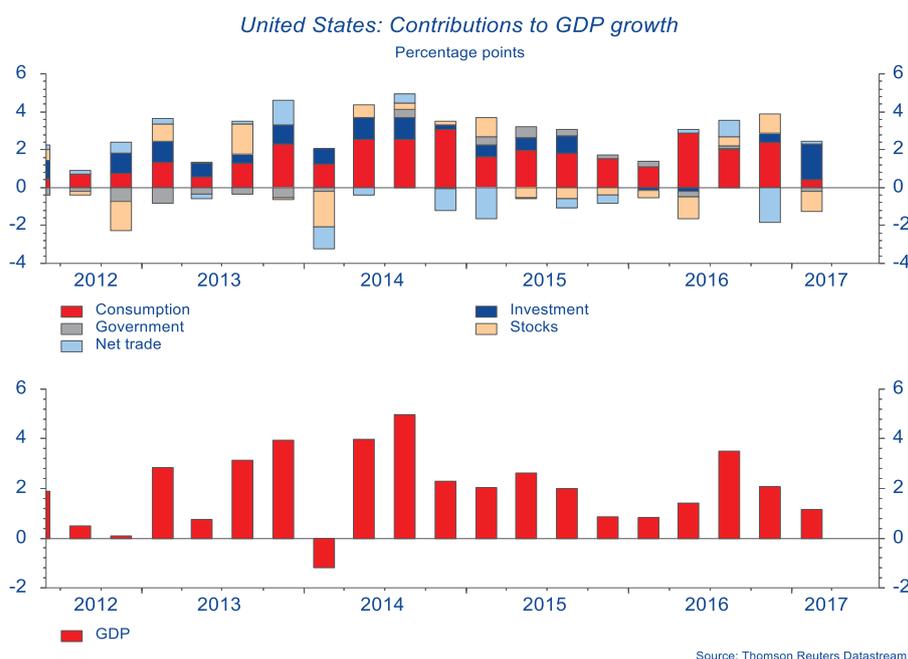
Lors de la dernière conférence de presse qui a suivi la réunion de politique monétaire, Monsieur Mario Draghi a répété que la politique monétaire n'allait pas changer rapidement d'orientation. En dépit d'une croissance en amélioration, le président de la Banque centrale européenne (BCE) estime que l'inflation reste insatisfaisante, d'autant plus que la légère remontée observée au cours des derniers mois résulte en grande partie de l'évolution des prix de l'énergie. Ceci a poussé l'institution monétaire à revoir légèrement à la baisse ses prévisions d'inflation. Toutefois, la BCE a fermé la porte à de futures baisses de taux. Toute référence à cette possibilité a été supprimée dans le communiqué.

Le risque politique en zone euro s'est quant à lui quelque peu résorbé en raison de l'accord sur la Grèce, de la victoire du Président Emmanuel Macron aux élections présidentielles et législatives en France et de la défaite du Mouvement 5

étoiles aux municipales en Italie. En dépit de cet apaisement, le risque politique pourrait refaire surface en zone euro. Le contexte politique reste tendu tout particulièrement en Italie après l'échec de la réforme du droit électoral. Au Royaume-Uni, Madame Theresa May a fait les frais d'une campagne électorale désastreuse teintée d'amateurisme dont l'impact sur la légitimité de son gouvernement pourrait accroître l'incertitude autour du Brexit. Enfin, aux Pays-Bas les discussions visant la mise en place d'un gouvernement sont au point mort.

Etats-Unis

De l'autre côté de l'Atlantique, au pays de l'oncle Sam, la croissance du PIB a été quelque peu décevante en ce début d'année en s'affichant à seulement 1,2% (en annualisé). La croissance a surtout été soutenue par la consommation domestique et l'investissement. La variation des stocks et la faiblesse des dépenses publiques ont été les principaux freins à la croissance. La progression de la production industrielle et une consommation des ménages solide devrait cependant permettre au PIB de rebondir à partir du second trimestre de l'année.



Toutefois, le doute s'installe de plus en plus quant à la capacité de l'actuel Président à mettre en place le programme de relance budgétaire tant attendu. En raison des incertitudes autour de la politique de Trump, le consommateur américain demeure prudemment confiant. Alors que la composante du jugement sur la situation actuelle a légèrement augmenté, celle des anticipations a baissé. Les dépenses de consommation sont restées bien orientées avec une progression de 0,4% en avril selon les dernières données du département du Commerce. L'orientation favorable des revenus des ménages permet de soutenir la trajectoire actuelle de la consommation. Après avoir fortement progressé au cours des derniers mois, les commandes à l'industrie s'affichent en baisse en avril (recul de 0,2%). Si on tient compte de la progression des commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique, cette légère baisse des commandes à l'industrie semble actuellement ne pas peser sur les intentions d'investissement des entreprises.

Le marché de l'emploi reste solide (taux de chômage à 4,3%, soit un plus bas de 16 ans) et ce malgré des créations d'emplois dans le secteur privé en dessous des attentes en

mai. De plus, le nombre de personnes embauchées à temps partiel continue de reculer. Dans ce contexte favorable, le salaire horaire moyen a progressé de 0,2% sur un mois, soit une progression de 2,5% en glissement annuel. L'économie américaine devrait se rapprocher de plus en plus du plein emploi. En effet, entre décembre 2016 et mai 2017, la moyenne des créations d'emplois s'est établie à environ 160.000, soit à un niveau supérieur à celui jugé nécessaire par la Réserve fédérale américaine (Fed) pour réduire le taux de chômage.

Après un repli en mars, l'inflation est légèrement remontée en avril. Ainsi l'indice PCE sous-jacent se stabilise autour de 1,5%, mais reste en deçà de la cible d'inflation de la Fed. Toutefois, l'amélioration du marché de l'emploi devrait conduire à une remontée de l'inflation au cours des prochains trimestres et donc permettre à la Fed de poursuivre le resserrement graduel de sa politique monétaire et donc respecter son calendrier initial de trois hausses de taux en 2017.

*Dr William Telkes
BCEE Asset Management*

En quête d'inflation

Le second trimestre de l'année a été marqué par le dénouement des élections présidentielles françaises et la victoire d'Emmanuel Macron, qui a entraîné une réduction de l'écart de taux entre les dettes française et allemande dès les résultats du premier tour. Les taux allemands ont continué à fluctuer dans la même fourchette depuis le début de l'année, portés à la hausse par de bonnes données économiques puis à la baisse par de nouvelles inquiétudes quant à la capacité de Donald Trump à délivrer ses promesses électorales. En périphérie, la dette italienne s'est particulièrement détendue sur la partie courte de la courbe suite à la défaite du parti eurosceptique italien, malgré les incertitudes politiques qui persistent dans le pays. Enfin, aux Etats-Unis, la courbe des taux s'est aplatie en amont d'une nouvelle hausse des taux de la Fed en juin, et suite à la défiance envers le nouveau président américain et les inquiétudes concernant la dynamique de croissance.

Europe : Le populisme perd du terrain

Lors de sa dernière intervention, Mario Draghi, le président de la BCE, a conservé un ton accommodant tout en procédant à quelques ajustements de son discours. M. Draghi a admis

que les risques, jusqu'à présent qualifiés de « baissiers », pouvaient désormais être jugés d'« équilibrés » et a supprimé la possibilité d'abaisser ses taux directeurs, l'environnement déflationniste semblant s'être dissipé. Mais ces éléments de confiance ne semblent pas suffisants pour que la BCE se dirige vers une politique plus restrictive. En effet, malgré la révision à la hausse de ses prévisions de croissance pour les trois prochaines années, la BCE a revu à la baisse ses prévisions d'inflation pour 2017, 2018 et 2019 à cause de certains effets de base et de pressions inflationnistes trop faibles.

Ces révisions ont déçu les investisseurs les plus optimistes et semblent encore repousser une normalisation de la politique monétaire de la BCE. Dans ce contexte, les conférences des prochains mois, juillet et septembre, seront particulièrement attendues, et notamment les nouvelles anticipations d'inflation des prévisionnistes de la Banque centrale. Ce discours permettra aux investisseurs d'évaluer si une annonce avant la fin de l'année de réduction d'achats d'actifs pour 2018 est encore possible. L'attentisme devrait donc rester de mise au prochain trimestre et les taux resteront portés par les anticipations d'inflation de la zone euro.

En périphérie, l'horizon semble provisoirement se dégager suite à la défaite du parti eurosceptique « Mouvement 5 étoiles » au premier tour des élections locales italiennes. De plus, le discours plutôt accommodant du président de la Banque centrale européenne lors de sa dernière conférence a favorisé la baisse de la prime de risque sur la dette souveraine italienne, le pays restant très dépendant de l'injection de liquidités mensuelles de la BCE. Par ailleurs, quelques semaines après le sauvetage de Banco Popular par Santander en Espagne, le gouvernement italien a entamé la procédure de liquidation de Veneto Banca et Banca Popolare di Vicenza avec l'aval de la Commission européenne et de la BCE. Cette opération prévoit le transfert des actifs sains pour un euro symbolique à la plus grande banque de détail italienne, c'est-à-dire à Intesa Sanpaolo. La banque a repris les obligations « senior », les dépôts et actifs sous gestion, ainsi que les prêts sains, sans impacter les ratios de solvabilité, grâce à une injection de liquidités de l'Etat italien à hauteur de € 4,8 milliards. De plus, le gouvernement s'est engagé à offrir des garanties allant jusqu'à € 12 milliards. Ainsi, à la fin du trimestre, les primes de risque des obligations souveraines et des banques italiennes se sont resserrées de manière significative.

Europe Crédit : La prudence reste de mise

Le marché du crédit est resté quasi stable sur la période. En effet, la dissipation du risque politique en Europe, l'accélération de la croissance couplée au dénouement positif dans le secteur bancaire Italien, constituent des facteurs de soutien aux primes de risques en zone euro. Le niveau quasi plancher des primes de risques associé à un fort volume d'émission durant cette première moitié d'année démontre que la classe d'actifs reste toujours très prisée par les investisseurs.

La BCE a révisé à la hausse ses prévisions de croissance. Cette amélioration des perspectives est positive pour le marché du crédit. La confiance de la BCE sur le plan économique devrait continuer à se renforcer dans les mois à venir. En effet, la croissance se renforce et les risques déflationnistes ont disparu. Cela devrait amener un discours à long terme moins accommodant, avec une annonce attendue avant la fin d'année concernant l'arrêt progressif des achats d'actifs à partir de 2018.

La BCE avait annoncé qu'elle réduirait le montant d'achat mensuel de 80 milliards d'euros à 60 milliards d'euros à partir d'avril 2017. L'impact sur les obligations d'entreprises privées (programme du CSPP) a été minime, comme nous l'avions estimé lors de notre précédent Panorama. Cela devrait également soutenir les primes de risques durant les prochains mois.

Contrairement aux marchés souverains plus volatils, le marché du crédit a bien résisté aux risques politiques, mais d'autres éléments seront à surveiller de près. En Angleterre, l'accélération de la dégradation économique, couplée aux incertitudes politiques, pourrait peser sur les primes de risques. En revanche, comme cité précédemment, l'assainissement du secteur bancaire Italien se poursuit et supporte la classe d'actifs. De plus, entre les actions des banques centrales, les négociations suite au « Brexit » qui se complexifient, les incertitudes qui s'intensifient concernant les mesures de l'administration Trump et la Chine qui pourrait refaire parler d'elle, nous resterons prudents et flexibles dans notre sélection d'obligations.

Etats-Unis : la Réserve Fédérale accélère

Contrairement à l'année dernière, la Réserve fédérale américaine (Fed) semble rester imperturbable face aux dernières données économiques publiées aux Etats-Unis : une déception en termes de croissance au premier semestre et un ralentissement de l'inflation ne l'ont pas empêchée de relever ses taux pour la troisième fois en trois trimestres et de conserver cette trajectoire dans ses projections pour les deux prochaines années. La Fed a préféré ne pas dévier de sa stratégie et se concentrer sur les données du marché de l'emploi et des conditions financières, toujours solides. Les investisseurs en revanche, habitués à une Fed prudente et focalisée sur les publications d'inflation depuis sa première hausse des taux en décembre 2015, ne semblent pas avoir intégré que celle-ci se dirigeait de plus en plus vers une normalisation de sa politique monétaire. En effet, cette dernière hausse de taux ayant été escomptée par le marché depuis plusieurs semaines, ce sont les dernières publications économiques décevantes qui ont conduit à la baisse les taux américains et à l'affaiblissement du dollar.

Néanmoins, lors de sa dernière réunion, la Fed a communiqué pour la première fois sur les modalités de réduction de la taille de son bilan. Faisant fi de la tendance actuelle de l'inflation qui devrait rester en-dessous de sa cible pour les prochains mois, la Fed semble profiter d'un alignement de plusieurs éléments pour passer à la vitesse supérieure : un environnement économique et financier stabilisé, une diminution des risques politiques mondiaux, une devise affaiblie et des taux bas, mais surtout une baisse continue du chômage qui devrait commencer à impacter les prix à la hausse.

L'ensemble de ces éléments ne semble pas avoir été intégré par les marchés, les taux longs américains fluctuant vers leurs niveaux de fin novembre 2016. Cependant, la Fed devrait à nouveau intervenir cette année en relevant une nouvelle fois ses taux ou en débutant la normalisation de son bilan, voire les deux. Ces interventions devraient impacter à la hausse l'ensemble des taux américains au prochain semestre, notamment sur la partie courte de la courbe. Cette remontée des taux devrait être d'autant plus brutale que les données d'inflation pourraient s'améliorer et le marché reprendre confiance dans la politique du Président Trump.

Etats-Unis Crédit : L'effet Trump s'essouffle

Aux Etats-Unis, le marché du crédit est resté résilient durant le second trimestre. En effet, les primes de risques des entreprises privées américaines se sont légèrement resserrées, les investisseurs cherchant du rendement à tout prix. Par conséquent, les primes de risques se rapprochent toujours un peu plus du niveau plancher atteint à l'automne 2014. Nous jugeons que les rendements offerts ne sont plus en adéquation avec le risque pris.

Comme évoqué précédemment, la Fed est toujours dans une phase de normalisation de sa politique monétaire et elle l'a confirmé en relevant ses taux directeurs de 25 points

de base lors de son dernier comité. L'institution a surtout mentionné pour la première fois dans le communiqué officiel qu'elle anticipait de réduire la taille de son bilan, et ce avant fin 2017. Elle a revu à la baisse sa prévision d'inflation pour l'année 2017 mais elle a également indiqué que le léger ralentissement observé de l'inflation était largement transitoire. Elle a cependant relevé sa prévision de croissance. Au-delà de la Fed, les investisseurs se montrent toujours aussi nerveux quant à la capacité de Trump à mettre en place ses promesses de campagne. Concernant les fondamentaux des entreprises, malgré des ratios de crédit très élevés, nous observons toutefois une amélioration des profils de crédit. De plus, les taux de défaut sont attendus en baisse lors des douze prochains mois.

En dépit de la prolongation de l'accord de novembre 2016 de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP) et de la Russie pour neuf mois supplémentaires jusqu'à fin mars 2018, le marché du pétrole reste toujours en déséquilibre. Les doutes s'intensifient surtout quant à la capacité des pays signataires de l'accord de couper leurs productions afin d'aboutir à un retour de l'équilibre offre/demande sur le marché. Ces facteurs qui pèsent sur le cours de l'or noir sont négatifs pour le marché du crédit.

Equipe obligataire



Enfin, les bénéfices accélèrent

Contexte et développements récents :

Les marchés actions sont restés bien orientés pendant la période sous revue et ont atteint de nouveaux points hauts lors du mois de juin. Les publications de résultats du premier trimestre sont un des principaux catalyseurs de ce mouvement haussier. En effet, la croissance des ventes et des bénéfices des entreprises qui composent le MSCI World a atteint respectivement 6,5% et 27% sur 12 mois glissants. Ces bonnes publications étaient principalement soutenues par la contribution du secteur pétrolier qui a profité du rebond des prix du pétrole et du secteur financier qui a bénéficié de l'amélioration économique ainsi que d'un environnement de taux d'intérêt plus favorable.

Aux Etats-Unis, la majorité des sociétés ont publié des chiffres supérieurs aux attentes. En effet, 64% des entreprises ont dévoilé un chiffre d'affaires supérieur à ces attentes. En termes de résultats, 78% des sociétés ont surpris positivement, ce qui reflète la bonne gestion des sociétés en matière de maîtrise des coûts. Ainsi, les ventes et les résultats ont augmenté respectivement de 7,7% et 14,6% en glissement annuel. Pour finir, le management des sociétés s'est montré très rassurant sur les perspectives de croissance, ce qui a amené les investisseurs à réviser à la hausse leurs estimations. Les investisseurs espèrent toujours la mise en

place de réformes fiscales de la part de l'administration Trump et semblent toujours lui attribuer le bénéfice du doute malgré l'absence d'avancées depuis son investiture.

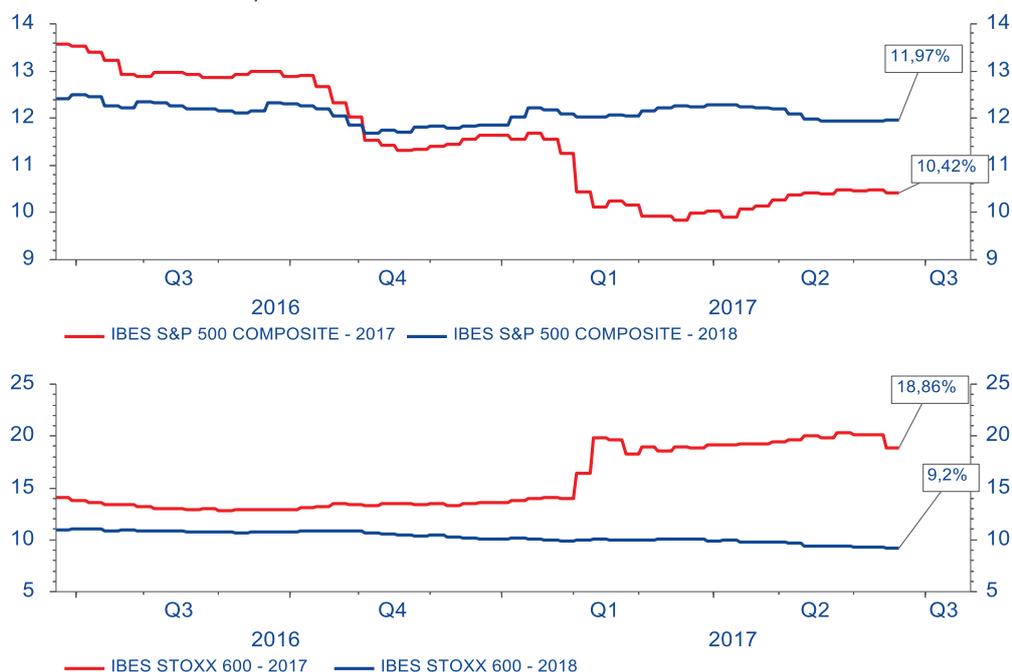
En Europe, on constate également une amélioration économique comme l'atteste la forte hausse des chiffres d'affaires et l'envolée des résultats. En effet, les ventes des sociétés qui composent l'indice EuroStoxx 600 ont augmenté de 9,7% en glissement annuel alors que les résultats se sont envolés de 37% par rapport à l'année précédente. Il convient de noter que les risques politiques en Europe ont quasiment disparu suite aux différentes élections en Hollande, en France, en Allemagne et en Italie. Pour finir, l'assainissement du système bancaire européen continue avec la banque italienne Monte dei Paschi di Siena qui a reçu l'approbation de Bruxelles pour se faire recapitaliser par l'Etat italien et les banques Popolare di Vicenza et Veneto Banca qui ont été rachetées pour un euro symbolique par le groupe bancaire Intesa Sanpaolo. En Espagne, la banque Banco Popular a également fait l'objet d'un rachat pour un euro par son concurrent Banco Santander.

Les pays émergents, quant à eux, continuent de bénéficier de l'accalmie concernant les potentielles mesures

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



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



Source: Thomson Reuters Datastream

protectionnistes que Donald Trump avait évoquées lors de sa campagne. De plus, les indicateurs avancés confirment le changement en douceur de l'économie chinoise.

Risques :

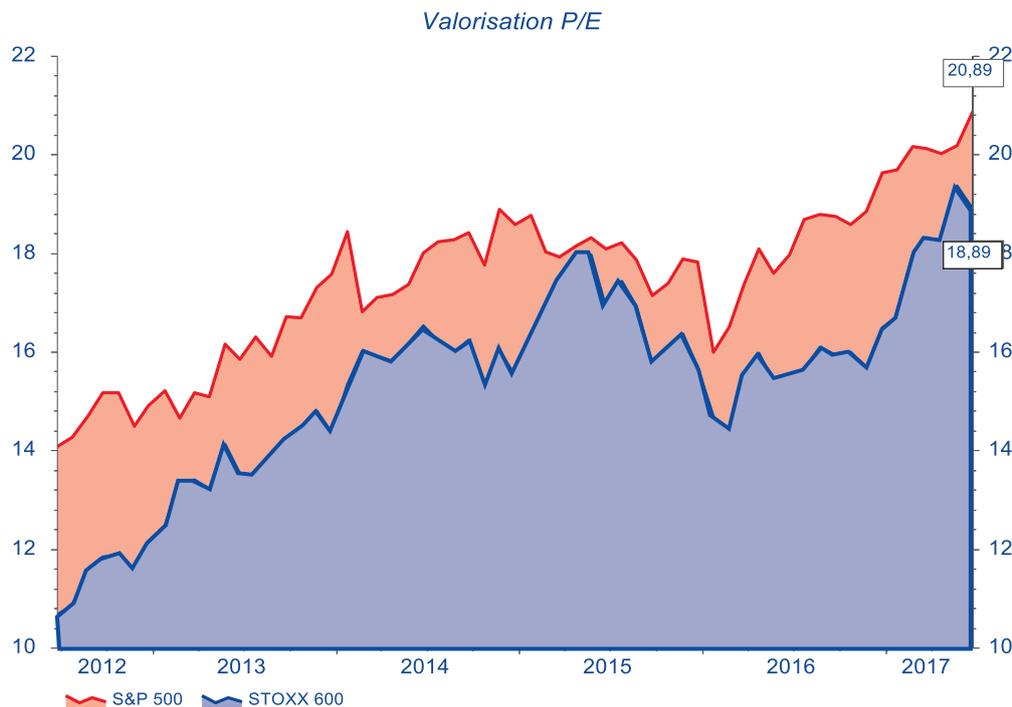
Si les récentes tendances ont été positives, les marchés actions font néanmoins toujours face à de nombreux risques au moment même où leurs valorisations atteignent des sommets.

- Le risque politique demeure toujours sur le devant de la scène aux Etats-Unis comme en Europe. En effet, Donald Trump reste un président imprévisible. Malgré cela, les investisseurs s'attendent toujours à une réforme fiscale qui aurait pour but de diminuer les impôts payés par les entreprises et les ménages afin de dynamiser davantage la croissance économique américaine. Cependant, le risque de déception existe réellement car il n'y a toujours pas de consensus quant au financement des réformes. De plus, Donald Trump pourrait essayer d'implémenter des mesures

protectionnistes comme il l'avait promis lors de sa campagne présidentielle. En Europe, les risques politiques italiens et britanniques restent bien présents, malgré la complaisance des marchés.

- L'évolution de l'inflation reste un élément à surveiller attentivement car une remontée trop brutale de celle-ci pourrait amener la Fed à devoir augmenter ses taux directeurs plus rapidement, ce qui pourrait peser sur les valorisations, la croissance économique et l'équilibre budgétaire des pays émergents.

- La rupture inattendue des relations diplomatiques entre plusieurs nations arabes, notamment le Qatar et l'Arabie Saoudite, pourrait apporter de l'instabilité supplémentaire avec des conséquences difficiles à appréhender sur les cours du pétrole et donc sur l'inflation.



Perspectives :

Nous avons une recommandation neutre sur les marchés actions à court terme en raison des valorisations élevées. En effet, bien que nous constatons une amélioration de la situation économique mondiale ainsi qu'une amélioration des fondamentaux des sociétés, les valorisations reflètent déjà des scénarios plus qu'optimistes. Entre autres la volatilité attendue pour les prochains mois sur les marchés actions américains, mesurée par l'indice VIX qui se situe actuellement autour de 10%, est proche de son minimum historique de 9,37% atteint le 9 juin 2017. Les attentes élevées couplées avec des valorisations élevées et un optimisme consensuel sont le mélange parfait pour une correction en cas de déceptions en provenance de données macroéconomiques (croissance du PIB, inflation) ou microéconomiques (croissance des chiffre d'affaires et des résultats).

En termes d'allocation géographique, nous favorisons l'Europe, sous-pondérons l'Amérique du nord et sommes neutres sur l'Asie développée ainsi que les pays émergents. En effet, les valorisations des marchés actions américains sont bien plus élevées que les valorisations des autres marchés. Le ratio cours/bénéfices est un des ratios de valorisation les plus utilisés à Wall Street et met en avant cette divergence. Selon cette métrique, le marché américain se traite à 18,8X ses bénéfices alors que son homologue européen se traite à 15,9X ses bénéfices. De plus, les marchés actions américains

ont bénéficié durant des années de leur statut de « valeurs refuges », ce qui leurs a permis de surperformer leurs homologues européens et émergents. Cependant, la récente amélioration de l'environnement macroéconomique pourrait être l'élément déclencheur d'un mouvement de rattrapage des bourses européennes. Pour finir, le risque politique européen s'est largement dissipé, ce qui devrait se traduire par un regain d'intérêt des marchés actions européens de la part des investisseurs.

En matière d'allocation sectorielle, nous continuons à privilégier les secteurs industriels, IT ainsi que la consommation discrétionnaire qui sont des secteurs cycliques et qui devraient continuer de bénéficier de la reprise économique. En plus de cela, les valorisations de ces secteurs restent raisonnables ce qui conforte notre préférence. En revanche, nous continuons de rester prudents sur les secteurs des services collectifs, de l'immobilier et de la consommation non-cyclique. En effet, l'environnement de normalisation des taux aux Etats-Unis et l'absence de stimulus monétaire supplémentaire en Europe ne sont pas porteurs pour ces secteurs, d'autant que leurs valorisations ne laissent que peu de marge d'erreur.

Equipe Actions

PANORAMA FINANCIER

N° 03/2017



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 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..