

Sommaire

Éditorial *Barrières multiples*

Économie *Les économies gardent le cap*

Obligations *Le ralentissement économique et les troubles politiques*

À propos *Le protectionnisme*

Actions *Franchir les obstacles*

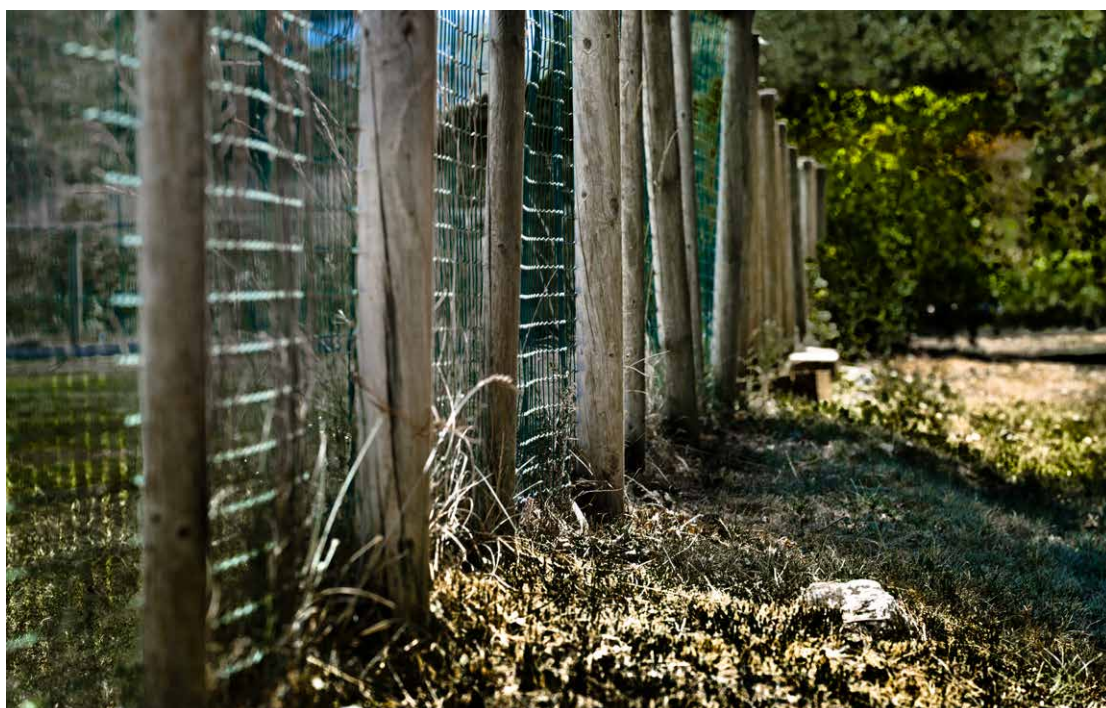


Photo Dr. Yves Wagner

Barrières multiples

Éditorial

Cette édition du Panorama se réfère, à plusieurs reprises, aux conséquences possibles d'une montée du protectionnisme initiée aux États-Unis, et un encart particulier y est également consacré. Les

barrières aux échanges internationaux peuvent être multiples, allant de tarifs spéciaux appliqués aux importations à des instaurations de quotas, en passant par une politique de subsides ciblés, mesures

qui, par le passé, ont souvent conduit à des catastrophes économiques et sociales. Mais le protectionnisme peut aussi se manifester à travers une politique de taux de change, la compétition aux dévaluations prenant alors le dessus sur une guerre commerciale plus directe.

Les fléaux de l'ordre économique (et politique) mondial que nous avons souvent relevés, à savoir en particulier le populisme politique et les courses à l'endettement qu'il implique, sont aujourd'hui complétés par des mesures protectionnistes pour encore davantage déstabiliser le fonctionnement économique mondial. En fait, tous ces fléaux sont liés : les populismes se traduisent par des dérapages budgétaires parallèlement à des dévaluations compétitives, et par des nationalismes exacerbés parallèlement à des barrières commerciales.

Les marchés financiers ne peuvent réagir que par une nervosité accrue face à ces pratiques qui mettent en péril une croissance mondiale pourtant bien orientée sur les dernières années. Les perspectives s'assombrissent face aux protectionnismes et endettements qui constituent aujourd'hui les risques les plus importants pour une croissance soutenable.

Dr Yves Wagner
Directeur

Les économies gardent le cap.

Au deuxième trimestre, la tendance marquant l'évolution positive de l'économie américaine s'est affirmée à travers le monde, tandis que les publications des données macroéconomiques en Europe, et notamment dans la zone euro, ont révélé des résultats plus mitigés.

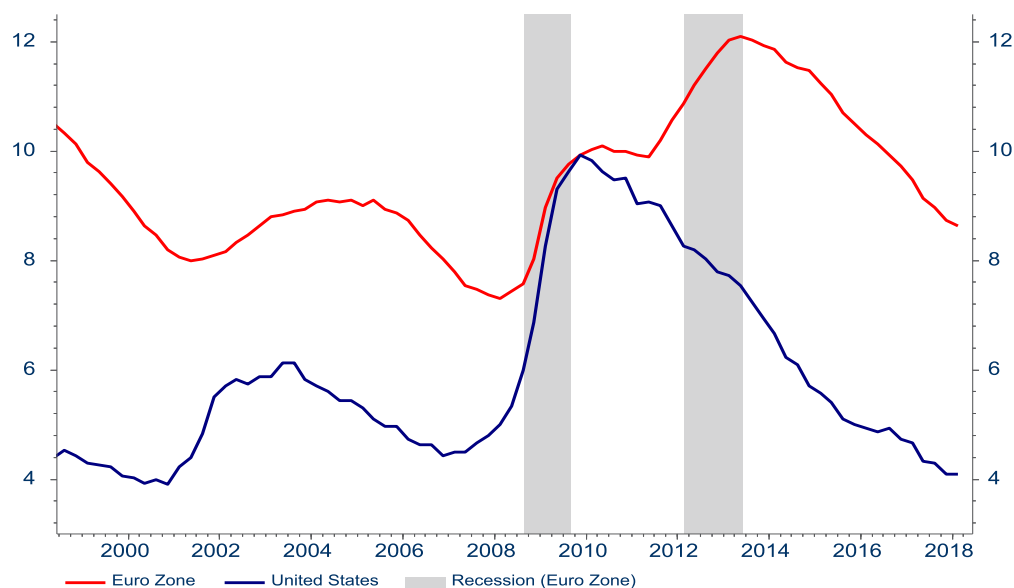
Les États-Unis – boussole des marchés financiers

Au cours des premiers cinq mois de l'année 2018, la masse salariée non-agricole a augmenté de plus d'un million de personnes aux États-Unis, contre 862.000 sur la même période en 2017. L'emploi civil, mesure alternative qui permet de mieux estimer la création d'emplois au sein des entreprises, a enregistré une hausse de 1,5 millions de personnes sur la période allant de janvier à mai 2018, tandis qu'en 2017, ce chiffre s'élevait à seulement 0,7 million. Ainsi, le taux de chômage a chuté à 3,8% en mai, atteignant son plus bas niveau depuis 1969. Ces chiffres traduisent les besoins croissants en salariés que ressentent les entreprises pour répondre à la demande actuelle : la politique de l'Administration Trump se montre plus encourageante que restrictive dans une phase où l'économie américaine progresse à un rythme modéré. Dans ce contexte, l'économie américaine, moteur de l'économie mondiale, devrait poursuivre son expansion.

Avec en toile de fond cette belle évolution des chiffres de l'emploi, il nous apparaît clairement que les salaires ne tarderont pas à leur emboîter le pas. En mai, les gains horaires moyens ont augmenté de 2,7% sur 12 mois ; ce gain est ramené à 0,2% lorsqu'il est ajusté en fonction de l'inflation mais il demeure positif. Notons cependant que ce chiffre n'inclut pas les primes ponctuelles que de nombreuses entreprises ont versées après l'entrée en vigueur de la réduction d'impôts en fin d'année dernière. De plus, les gains salariaux ont augmenté de 3,3% par rapport à l'an dernier, nouveaux arrivants et retraités exclus. Cet effet devrait venir en soutien de la consommation durable et non-durable aux États-Unis lors des prochains mois.

À l'image de la situation constatée pour les salaires, l'inflation relevée sur les produits de consommation témoigne également de la trajectoire expansive que poursuit l'économie américaine. Dernièrement, le taux d'inflation annualisé s'élevait à 2,5%, contre 2,2% il y a un an. Sont à

Unemployment rate (in %)



Source: Thomson Reuters Datastream

la source de ce phénomène les prix de l'énergie résultant des tensions géopolitiques en Iran, la demande croissante qui évolue parallèlement au développement économique global et les augmentations des prix des locations.

Schématisée à l'échelle internationale, l'évolution de l'inflation se divise en deux : celle des pays développés est en hausse alors que celle des pays émergents est en baisse. Un examen plus approfondi nous amène à constater que la hausse enregistrée sur les derniers mois dans la région développée est surtout concentrée aux États-Unis.

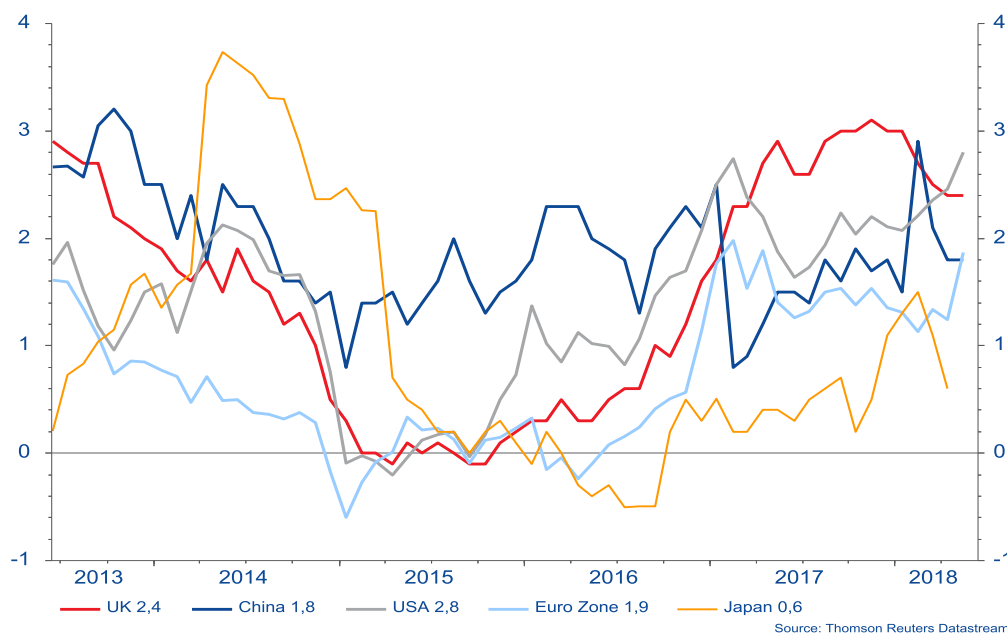
La zone euro ne perd pas le nord

Pour la zone euro, ce phénomène d'accélération du taux d'inflation à la consommation n'est en revanche que très récent, et est la conséquence directe de l'envolée des prix du pétrole. C'est ainsi qu'en mai, la zone euro a enregistré son taux d'inflation annualisé le plus élevé sur les 12 derniers

mois : 1,9%. Force est de constater que l'augmentation vertigineuse du prix du baril, qui est passé de 50 à 78 dollars en 12 mois, ne pourra pas se poursuivre en l'état dans les prochains mois, excepté dans le cas particulier d'une aggravation des tensions géopolitiques. Ainsi, l'évolution des prix se maintiendra à des niveaux suffisamment faibles pour ne poser aucune difficulté à la Banque centrale européenne dans l'ajustement rapide de sa politique monétaire.

Parallèlement à cette évolution, nous avons constaté que le produit intérieur brut (PIB) a crû plus faiblement au premier trimestre 2018 que lors des derniers mois de l'année 2017. De plus, les indicateurs avancés tels que les indices des directeurs d'achats, ont perdu du terrain au cours du second trimestre, victime, entre autres, de l'apparition d'incertitudes grandissantes liées aux comportements protectionnistes et à l'émergence du populisme.

World: Inflation Rate



Le protectionnisme américain en action

Ces trois derniers mois s'est concrétisé dans les faits et actes du gouvernement américain le protectionnisme sur lequel le Président en fonction a bâti toute sa campagne présidentielle. Donald Trump n'a cessé de vanter les mérites de cette politique économique, qui devait, selon lui, être vectrice de prospérité pour les États-Unis en leur permettant de réduire leur déficit commercial, sans oublier également l'argument choc selon lequel cette politique est la réponse la plus adaptée à la préservation de la sécurité nationale. Agissant ainsi, Trump exerce indirectement une pression sur la Chine en montrant qu'il peut être dur avec les pays alliés. Œil pour œil, dent pour dent : à l'instauration des frais douaniers américains sur les importations d'aluminium ont fait place une série de contre-mesures européennes, instaurant des tarifs douaniers accrus sur les motos de marque Harley Davidson, le bourbon ou encore le beurre de cacahuètes importés des États-Unis.

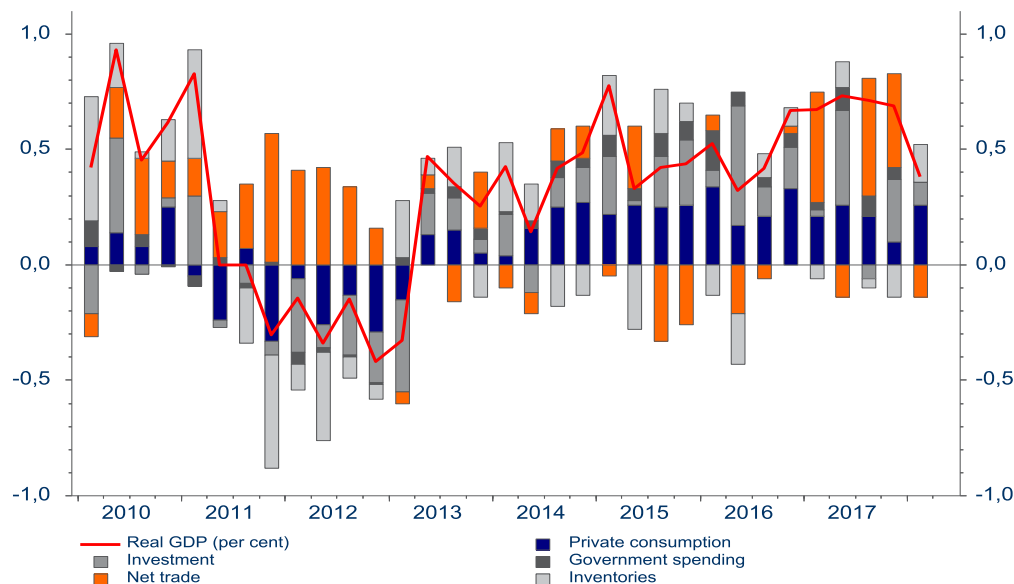
Si cette mise en application directe du protectionnisme a donc considérablement intensifié les tensions qui pouvaient exister entre les États-Unis et la Chine, elle a également fait naître des tensions avec des pays alliés de longue date. Dans

ce contexte, le risque d'une guerre commerciale généralisée est aujourd'hui palpable. Ainsi, dans le cas où les tensions persistent, la tendance à l'évolution positive de l'économie mondiale risque fortement de stagner voire de se renverser. Tout ceci a comme un air de déjà-vu, et n'est pas sans évoquer les politiques économiques américaines Smoot-Hawley des années 1930. Grâce au recul et à l'expérience dont nous bénéficions en ce 21^{ème} siècle, beaucoup peuvent faire valoir qu'une politique protectionniste dessert l'économie bien plus qu'elle ne la sert.

Le populisme en vogue

En Europe, la montée du populisme dans certaines régions donne lieu à des incertitudes politiques qui pèsent sur le développement économique. En Allemagne, le Cabinet Merkel IV, entré en fonction le 14 mars, soit près de six mois après les élections, met un frein au dynamisme politique européen : des mesures destinées à développer les synergies entre les pays membres sont laissées en suspens, ce qui constitue un obstacle au développement de l'économie de la région.

Euro area contributions to quarterly GDP Percentage points



De son côté, en mai, l'Italie a dû faire face à de fortes turbulences à la formation de son nouveau gouvernement. Rassemblant le parti de droite de La Ligue et le parti contestataire du Mouvement 5 Etoiles, la composition de ce nouveau gouvernement a eu l'effet d'un séisme sur les marchés financiers. Il va sans dire que les déclarations récentes de ses leaders soulèvent nombre de questions sur sa stabilité. Sans compter que les marchés restent dans le flou lorsqu'il s'agit d'aborder le financement des mesures allouées à la relance de la croissance économique. Si les marchés sont dans une situation de calme après la tempête, les investisseurs n'en sont pas moins vigilants, et le tableau ainsi brossé menace de porter atteinte à leur confiance.

Les pays émergents dans la tourmente

Le début d'année 2018 a été, pour plusieurs pays émergents, le théâtre de la chute de leur devise : la Turquie, l'Afrique du Sud, le Mexique, le Brésil et l'Argentine ont vu leur monnaie s'effondrer. De manière générale, ce phénomène peut s'expliquer par les hausses des rendements sur les obligations d'État américaines simultanément à une hausse

du dollar. Toutefois, des raisons particulières et spécifiques à chaque pays sont également à l'origine de ces effondrements et ont lourdement joué en la défaveur de leurs devises. En Afrique du Sud, le Produit Intérieur Brut (PIB) a subi un recul en raison de la chute de la production agricole et minière. En Turquie, les craintes d'une influence du pouvoir exécutif sur la politique monétaire de la Banque centrale turque se font sentir. En Amérique latine, au Mexique, le pays est gagné par la fièvre électorale à l'approche des prochaines élections présidentielles qui auront lieu ce mois de juillet, et les sorties de capitaux à partir du Brésil et de l'Argentine ont rendu les perspectives économiques moins transparentes et les investissements plus risqués ces derniers temps.

Marc Fohr
Head of Investments

Le ralentissement économique et les troubles politiques ne remettent pas en question la normalisation des taux.

L'Europe a vécu une période de données macroéconomiques particulièrement atones et d'incertitudes politiques en Italie notamment, alors qu'aux États-Unis, la quatrième hausse des taux directeurs est pratiquement enterrée.

Le début de la fin

En dépit du ralentissement de la croissance économique au sein de la zone euro, marqué par des facteurs temporaires et par la guerre commerciale menée par Donald Trump, l'optimisme de la Banque centrale européenne (BCE) n'a pas dévié d'un iota. En effet, elle estime que la croissance est toujours bien orientée et reste confiante quant à sa capacité à atteindre sa cible d'inflation. D'après le gouverneur de la Banque de France, la hausse du taux de dépôt ne serait même plus une question d'années, mais de trimestres : le programme d'achats d'actifs (« QE ») toucherait à sa fin à l'issue de cette année même. Il va de soi que cette déclaration n'est pas passée inaperçue auprès des marchés, où le taux souverain allemand à dix ans a rebondi à plus de 64 points de base en mai, après avoir atteint 50 points de base un mois plus tôt.

De notre point de vue, tant que le protectionnisme n'affectera la confiance des entreprises que légèrement, la croissance en Europe devrait rester bien orientée. Par conséquent, l'inflation devrait poursuivre sa remontée graduelle vers la cible déterminée par la BCE. À ce titre, les chiffres du mois de mai ont été encourageants : l'inflation a grimpé à 1,9% contre 1,2% en avril. Même les incertitudes politiques en Italie n'ont inversé que temporairement la tendance des taux « cœurs ». C'est pour cette raison que nous restons convaincus que les taux « cœurs » devraient poursuivre leur remontée. L'optimisme de plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE fait effet de cerise sur le gâteau : pour eux, une éventuelle sortie du programme d'achats d'actifs aura bel et bien lieu

en fin d'année. Ceci nous conforte donc dans nos certitudes : le « QE » arrivera à terme en décembre 2018 ou mars 2019, et corrobore notre conviction annoncée dans le Panorama de ce début d'année.

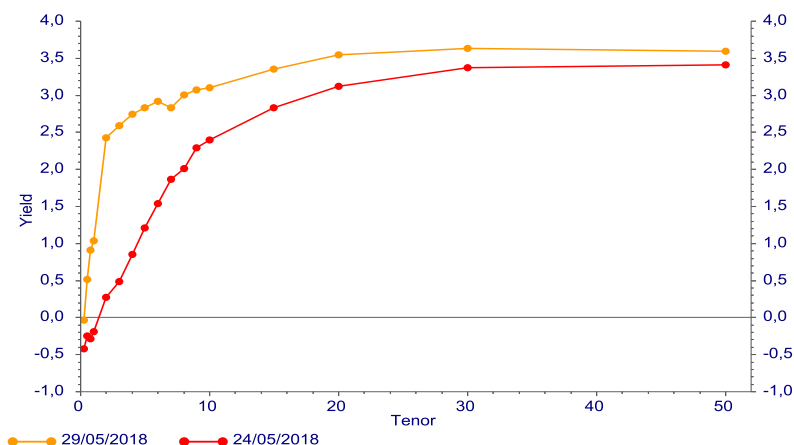
La périphérie : le pire est derrière nous.

Les investisseurs ont longtemps sous-estimé le risque politique en Italie. C'est ainsi qu'en l'espace de quelques jours, la courbe du taux souverain italien s'est fortement aplatie. Pour avoir une idée de l'ampleur, cet aplatissement est comparable à celui de la courbe des taux américains depuis la première hausse des taux « fed funds » de décembre 2015. La formation du gouvernement transalpin a provoqué un mouvement de détente des taux, qui n'ont toutefois pas rejoint leurs niveaux d'avant la crise politique. La coalition en place n'étant pas de nature pro-européenne, elle s'inscrit en opposition à ce qu'auraient souhaité les marchés. Dans un tel contexte, le doute persistera, non seulement sur un potentiel démantèlement des réformes structurelles mises en place par le gouvernement de Renzi mais surtout sur une éventuelle politique budgétaire expansionniste que les investisseurs risqueraient de ne pas voir d'un bon œil.

D'après nous, le risque que l'Italie quitte la zone euro demeure faible, mais nous conseillons de rester attentifs. En effet, les derniers sondages montrent que la grande majorité de la population souhaite conserver la monnaie unique. Cette réalité amènera sans doute le gouvernement à se rendre à l'évidence : il ne pourra pas mettre en œuvre la totalité de son agenda politique sans devoir faire face à des sanctions. D'ailleurs, l'agence de notation Moody's ouvre l'œil et le bon, et a déjà mis la note du souverain sous surveillance négative.

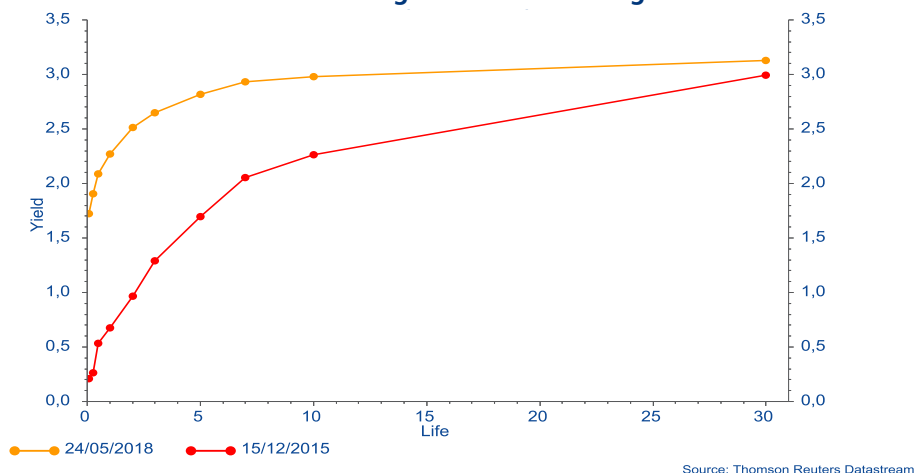
Comme il ne s'agit pas d'un risque de contagion à proprement parler vers les autres pays de la périphérie, nous favorisons toujours la dette espagnole et portugaise au détriment de celle de l'Italie.

Italian Government Bond Yield Curve
5 Days in May - The Increasing Cost of Borrowing



Source: Thomson Reuters Datastream

US Government Bond Yield Curve The increasing Cost of Borrowing



Le scandale politique en Espagne n'a pas ébranlé les marchés des taux et le nouveau Premier Ministre, Pedro Sánchez, issu du parti socialiste ouvrier espagnol, a tout de suite rassuré l'Europe en s'engageant à respecter les règles budgétaires du gouvernement sortant. Quant au Portugal, le gouvernement poursuit la mise en place de réformes en matière de droit du travail et le ratio de la dette publique par rapport au PIB continue sa tendance régulière à la baisse.

Le marché du crédit européen à sens unique

Le marché du crédit a continué à sous-performer les obligations souveraines « cœurs » durant le deuxième trimestre de 2018, tout en perdant progressivement le pilier central qui l'a soutenu ces deux dernières années. Ainsi, nous avons pu assister à un élargissement continu des primes de risques tout au long de la période sous revue, renforcé par les élections en Italie et les risques de guerre commerciale.

Les fondamentaux restent robustes, avec un taux de défaut qui devrait se maintenir à des niveaux très bas au cours de l'année 2018. N'oublions pas cependant que la BCE est susceptible d'annoncer prochainement une fin du « QE » : il est dès lors probable qu'une réduction du programme d'achats d'obligations de sociétés (« CSPP ») ne ferait qu'entraîner une augmentation de la volatilité et une forte chute de la liquidité sur le marché du crédit.

Si la croissance économique européenne se montre toujours solide, cette classe d'actifs restera fragilisée au cours de cette année, puisqu'elle perdra progressivement le soutien de la BCE à un moment où nous nous dirigeons vers la fin du cycle économique et où le protectionnisme commence à refaire surface. À la lumière de ces éléments, nous recommandons d'agir avec discernement en sous-pondérant la classe d'actifs.

Plus que trois hausses pour 2018

En avril, le taux américain à 10 ans a franchi la barre des 3% et a atteint son niveau le plus haut depuis mai 2017 à 3,1%. Cependant,

les discours sans détour du président Donald Trump au sujet de la mise en place des tarifs douaniers et l'agitation sur la scène politique italienne ont porté un coup au bon du trésor américain qui, s'il est considéré comme valeur refuge, a malgré tout vu son rendement baisser et se stabiliser sous les 3% dernièrement.

Au vu de la récente volatilité des marchés et des risques géopolitiques, quatre hausses des taux de la Réserve fédérale (Fed) semblent peu probables. De plus, les minutes de la réunion du mois de mai du Comité fédéral de l'open market (FOMC) laissent apparaître, entre les lignes, que les membres de la Fed pourraient laisser courir un léger « dépassement » de l'inflation sans trop intervenir sur le plan de la politique monétaire. Dans ce cadre, le scénario le plus plausible est donc le nôtre : celui des 3 hausses. Les perspectives économiques demeurent solides et l'inflation sera graduelle : c'est pour ces raisons que nous privilégions les durations courtes.

La prudence reste de mise sur le marché du crédit américain.

Les rétrogradations des notations d'entreprises américaines ont ralenti durant le second trimestre 2018. Pour l'année en cours, l'agence de notation S&P compte 27 défauts contre 36 pour la même période l'année dernière. Le ratio de détresse, qui représente le nombre d'émissions en situation de détresse sur le nombre total d'émissions dites « high yield », continue de baisser, et se situe à 5,3% (contre 33,9% en février 2017). Les sociétés américaines sont très endettées : le ratio dette nette sur fonds propres est à 0,77 contre 0,73 en 2014. À ce titre, elles ressentiront, à terme, les effets de la politique monétaire de la Réserve fédérale qui se veut de plus en plus restrictive. Cela étant dit, nous tenons à rappeler que les « spreads » sont à des niveaux historiquement bas, et que les conditions de financement des sociétés sont toujours favorables. Malgré tout, notre approche reste placée sous le sceau de la prudence, et nous demeurons très sélectifs quant aux choix de nos titres.

Équipe obligataire

À propos : le protectionnisme

Suite au sommet du G7 qui s'est déroulé le week-end du 10 juin, les relations commerciales entre les États-Unis et les six autres puissances mondiales faisant partie intégrante du G7 semblent s'être encore détériorées. Donald Trump s'est déclaré prêt à suspendre tout échange avec les pays alliés s'ils refusaient de négocier. À la lumière de ces événements, il apparaît clairement que le retour du protectionnisme est donc plus que jamais d'actualité.

Le protectionnisme se définit comme une politique économique visant à accroître la balance commerciale d'un pays en réduisant ses importations, en grevant notamment ces dernières de taxes douanières, de quotas ou en imposant une batterie de régulations, jusqu'au contrôle des changes.

Le protectionnisme a toujours été source de débats. Au cours des derniers siècles, ce modèle jouit d'une grande popularité car il permet aux états de pousser le développement de leurs industries dans le but d'obtenir de nouveaux moyens de production. Friedrich List (1789-1846), économiste allemand, présente ce modèle comme étant une bonne solution à court

terme pour les industries naissantes n'étant pas encore prêtes pour une ouverture à l'international. Il souligne cependant que le libre-échange reste le but recherché, car une industrie passe alors d'un avantage comparatif potentiel à un avantage comparatif réel en pénétrant un marché international. Ainsi, au milieu du XVIII^{ème} siècle, le protectionnisme s'impose comme étant la règle, et le décollage industriel de la France et de la Grande-Bretagne se construit sur ses fondements. Le protectionnisme est, par la suite, défendu par Keynes (1883-1946), qui justifie son application à l'Angleterre suite à la crise de 1929. Pour relancer l'économie nationale qui subit des pressions déflationnistes, il juge intéressant de revoir la parité de la monnaie avec l'or, d'imposer des taxes aux importations et de créer, à partir de ces taxes, des subventions pour les exportations. Selon Keynes, le protectionnisme est la solution pour relancer l'économie du pays sans passer par une baisse des salaires.

A l'opposé, selon le célèbre défenseur du libre-échange Adam Smith (1723-1790), un pays bénéficie d'un réel avantage à importer un produit si le prix d'importation est inférieur



à son coût de production au sein de ce même pays. Ainsi, le pays peut se concentrer sur la production des produits dans lesquels il détient un avantage absolu, et dont il peut donc bénéficier à l'exportation. Plus récemment, se basant sur la théorie des avantages comparatifs de David Ricardo (1772-1823), le modèle HO de Heckscher et Olin montre qu'un pays a tout intérêt à utiliser les facteurs de production qui abondent dans sa région. Quand bien même un pays n'aurait pas de ressources, il pourrait alors se spécialiser dans des produits qui nécessitent une forte main d'œuvre. Ainsi, l'obtention d'un avantage comparatif est toujours possible, et le libre-échange doit primer économiquement sur le protectionnisme. En effet, vu que le protectionnisme vise à augmenter la consommation et la production domestique, il demande implicitement que le pays se déspecialise, et donc produise de façon peu efficiente, venant augmenter les prix. Les libéraux brandissent ces arguments pour insister sur le caractère injuste du protectionnisme, étant donné qu'il pousse le pays à la fermeture de son marché, et mène à une augmentation des coûts des produits au profit de quelques producteurs qui s'enrichissent. Pousser la réflexion plus loin laisse entrevoir l'effet pervers du protectionnisme : les industries du pays, peu soucieuses de leur avantage comparatif en raison du manque d'intensité concurrentielle, se voient moins enclines à investir dans la recherche, ce qui, par conséquent réduit l'innovation à la portion congrue, au détriment de l'économie générale. De plus, en stimulant la concurrence entre les entreprises des différents pays, le libre-échange doit améliorer leur efficacité, entraînant des coûts plus bas, une meilleure qualité et un choix plus large pour le consommateur. Par le fait, le protectionnisme entraîne une baisse de la qualité des produits, une hausse des prix (car les producteurs n'ont pas à s'aligner sur les niveaux mondiaux) et enfin un repli des pays sur eux-mêmes, pouvant accentuer des rivalités nationales.

L'exemple le plus parlant du protectionnisme au XX^{ème} siècle est celui des lois économiques Smoot-Hawley de 1930. Le contexte est particulier : suite à la crise de 1929, les États-Unis mettent en place des mesures protectionnistes dans la perspective de relancer l'économie du pays. Dans ces nouvelles lois, les tarifs douaniers sont considérablement augmentés : le taux du tarif douanier commun bondit de 40 à 60%. Si l'idée qui sous-tend ces mesures est toujours la même, en d'autres termes, réduire les importations pour relancer l'activité économique du pays, l'impact économique qui s'ensuit est d'une extrême violence. Dans un premier temps, la production industrielle augmente et les salaires lui

emboîtent le pas. Les banques sont les premières en proie à de grosses difficultés. Les lois Smoot-Hawley provoquent des réactions de représailles, notamment de la part du partenaire commercial principal des États-Unis, le Canada, auquel s'ajoute une poignée de pays européens. L'étincelle qui fait véritablement exploser le système commercial mondial et provoque son effondrement est la crise financière de l'été 1931 : la plus grande banque autrichienne, la Creditanstalt, fait faillite, les marchés financiers se montrent particulièrement instables et génèrent un flux de capitaux considérable à saisir. Si ces tourments représentent à eux seuls de grosses difficultés à cette époque, force est de constater que des problèmes économiques bien plus graves voient le jour. Le volume du commerce mondial chute de 16% entre le troisième trimestre de 1931 et le troisième trimestre de 1932. Entre 1929 et 1932, le volume du commerce mondial s'écroule de 25%, et près de la moitié de cette perte est à mettre sur le compte des barrières non tarifaires. Ainsi, les échanges mondiaux dégringolent entre 1929 et 1934. L'impact se fait lourdement ressentir sur le PIB des États-Unis, s'effondrant de 34% entre 1929 et 1934. Bien entendu, la croissance n'est pas la première manifestation attendue juste après la crise de 1929, mais un tel effondrement l'est encore moins. Et pour boucler la boucle, le taux de chômage parle de lui-même : de 8% en 1930, il passe à 16% en 1931 et à 25% en 1933.

Force est de constater que les impacts d'une guerre commerciale globalisée sur l'économie mondiale seraient dévastateurs : des importations plus chères augmenteraient les coûts de production des entreprises. En conséquence de quoi les prix grimperaient, ce qui pèserait lourdement sur la demande, et porterait un coup aux entreprises qui verraient leur rentabilité diminuer. De manière plus large, cette situation porterait atteinte aux investissements, à l'emploi et donc au PIB. Si l'on ajoute à tout cela le coup porté au moral des entreprises et des investisseurs, nous avons fait le tour de la question : incertaines quant à la croissance, les entreprises seraient forcées de retarder leurs investissements, et les investisseurs seraient poussés à demander une prime de risque plus élevée pour la détention des actifs (accentuée par l'inflation). Qu'il s'agisse du siècle dernier ou de celui que nous vivons, de l'histoire récente ou passée, les analyses à travers le temps apportent de l'eau au moulin des détracteurs du protectionnisme et sont bien loin de plaider en sa faveur.

Équipe Investments

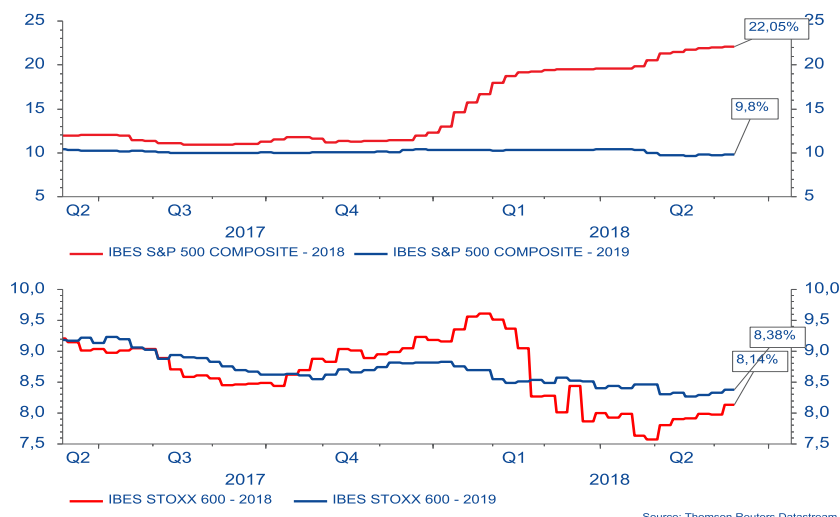
Franchir les obstacles

Au second trimestre de 2018, la volatilité qui faisait déjà partie intégrante du paysage au premier trimestre est restée d'actualité sur les marchés financiers. Toutefois, contrairement au ressenti du début d'année, cette présence s'est assortie d'une tonalité positive qui a permis aux marchés américains et européens de retrouver les niveaux de décembre et à la bourse de valeurs technologiques Nasdaq d'atteindre un nouveau record historique. L'élément véritablement marquant de cette période a été le retour en force du secteur des technologies de l'information et de la communication (en hausse de plus de 10 %) grâce à l'enthousiasme lié à Internet et aux entreprises de logiciels qui semblent mettre au défi les valorisations sur la promesse d'une forte croissance à venir. Aux yeux des investisseurs, l'intelligence artificielle, l'apprentissage automatique, l'automatisation, la conduite autonome et les économies du partage et des applications sont autant de niches témoignant de nouvelles percées économiques. Dès lors, il va de soi que les entreprises très largement exposées à ces activités soient couronnées des plus belles prévisions.

Les effets des politiques américaines sur le monde

Deux événements déclencheurs ont été à l'origine des vents contraires sur les marchés financiers : la politique monétaire et fiscale active des États-Unis couplée aux différends commerciaux houleux entre les États-Unis et la Chine. L'évolution en dents de scie des relations entre les deux pays a donné lieu à des actions et réactions arbitraires, que nous aborderons plus en détails dans cette édition du Panorama, lesquelles se sont propagées à travers le monde : nous en constatons les conséquences partout, et les mouvements d'actifs qu'elles ont engendrés sont considérables. Chacun étant devenu adepte de la loi du talion, les représailles ont fait s'interrompre les processus de fusions et acquisitions, générant des tensions géopolitiques et portant atteinte à la valeur des secteurs exposés au commerce extérieur. Si le déficit budgétaire américain et la réforme fiscale ont bénéficié aux entreprises en augmentant leurs revenus, cette situation a également fait grimper les salaires et l'inflation, incitant la Réserve fédérale à poursuivre le resserrement de sa politique monétaire.

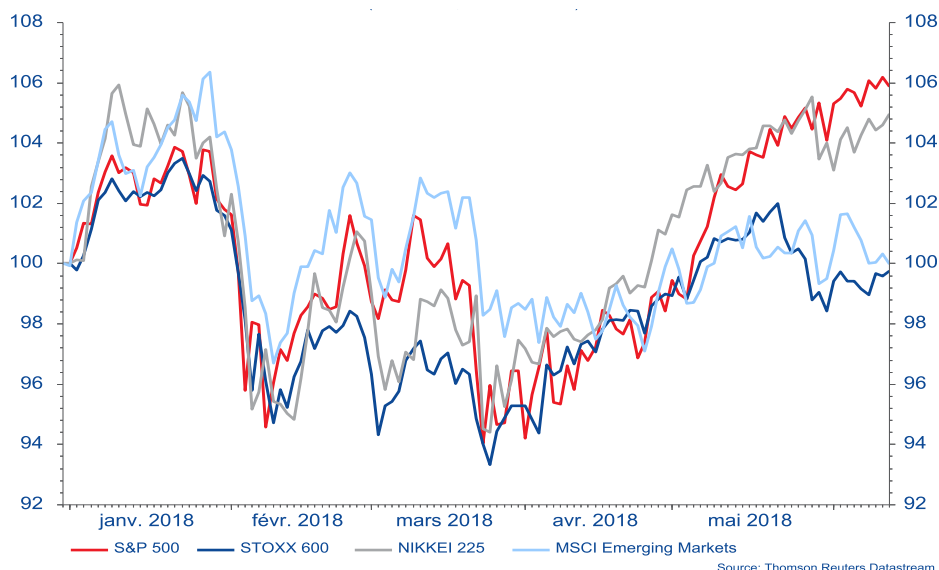
Evolution de la prévision de croissance des bénéfices S&P 500 et Stoxx 600



En conséquence, le dollar s'est inscrit à la hausse. Cette devise étant le ciment garant de la cohésion des marchés financiers et commerciaux, ce contexte haussier a généré des répercussions sur la performance relative de différents marchés à travers le monde. D'ailleurs, les États-Unis ont pris la tête du peloton en affichant les meilleurs résultats tandis que les marchés émergents ont peiné, en particulier ceux dont les déficits des comptes courants sont élevés et dont la dette est libellée en devises. Nous avons pressenti ces difficultés en réduisant notre exposition à ces marchés en milieu de trimestre. L'écart de valorisation qui s'est également resserré nous a donné une raison de plus pour modifier nos recommandations.

L'environnement macroéconomique conserve la solidité de ses bases. Ceci exclut l'éventualité d'une escalade des tensions géopolitiques, laquelle ne doit toutefois pas être sous-estimée dans un contexte où les États-Unis semblent s'interposer (et parfois commencer à intervenir) dans un trop grand nombre de disputes à l'échelle internationale. Sont autant d'illustrations parfaites de ce comportement la renégociation de l'accord sur le nucléaire iranien, la mise en place de nouvelles sanctions à l'égard de la Russie, l'imposition à tout-va de taxes douanières et les différends liés au transfert illicite de propriété intellectuelle imposés par les autorités chinoises aux entreprises américaines.

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



Pourtant, le taux de chômage aux États-Unis a récemment atteint son niveau le plus bas de ces cinquante dernières années en s'inscrivant à 3,8%. Aussi, la production industrielle reste très forte, et l'inflation s'inscrit à la hausse et ne représente aucune menace pour l'instant. Les seuls éléments préoccupants sont la montée vertigineuse du prix du pétrole (le prix du baril de Brent a atteint le seuil des \$80) et des taux plus élevés qui menacent de réduire le pouvoir d'achat des consommateurs.

Notre positionnement sectoriel

Nous nous attachons à conserver une exposition sectorielle qui consiste à tirer le meilleur parti de ces deux tendances en surpondérant le secteur de l'énergie, le secteur financier et le secteur industriel tout en sous-pondérant le secteur des biens de consommation et des services publics, qui sont des secteurs défensifs à la croissance modeste et aux valorisations encore élevées.

L'idée qui sous-tend notre démarche consiste à être positivement exposé aux trois facteurs suivants :

- 1) des taux en légère augmentation (bénéfiques aux activités principales des banques),
- 2) des prix des matières premières robustes (qui stimulent l'afflux de liquidités des entreprises du secteur de l'énergie et favorisent les investissements dans les produits industriels),
- 3) la croissance de la richesse à l'échelle mondiale (qui permet aux constructeurs automobiles et aux fabricants de produits de luxe d'afficher des taux de croissance saine et profitable).

La valorisation des entreprises sous les projecteurs

Si la croissance des revenus des entreprises est saine, nous nous inquiétons cependant de la remontée considérable des niveaux de la dette. Nous avons opté pour un rebalancement de nos portefeuilles vers davantage d'équilibre et avons choisi de ne favoriser aucune

zone géographique pour le moment. En effet, si les rachats d'actions atteignent des niveaux record, la croissance des revenus est soutenue et l'environnement macroéconomique favorable vient en soutien des marchés actions d'un côté, de l'autre, des niveaux de dettes plus hauts, des taux d'intérêt accrus, un marché du travail qui se resserre et des valorisations modérément élevées sont autant d'éléments susceptibles de constituer des obstacles à la performance.

Le marché européen a manqué de tonicité mais sa valorisation demeure attractive et les actifs s'y échangent à des prix plus intéressants que sur le marché américain. Un euro faible ouvrira la voie à davantage de compétitivité des entreprises européennes et, mécaniquement, à davantage de bénéfiques. Si l'image est flatteuse, nous décidons de conserver notre vision neutre en raison de la faiblesse de leadership politique qui génère des risques systémiques potentiels : les négociations sur le Brexit s'enlisent, le populisme gagne du terrain, les mesures de représailles commerciales s'enchaînent, des dissensions existent dans la position vis-à-vis de la Russie et l'union bancaire fait défaut.

Nous souhaitons consacrer le mot de la fin aux incertitudes auxquelles la situation actuelle en Italie fait place : un gouvernement populiste a pris les rênes du pays, événement qui a contribué à rendre les marchés locaux plus volatils et les banques européennes plus faibles (ce nouveau gouvernement semble s'opposer à l'austérité fiscale et souffle le chaud et le froid quant à son adhésion à la zone euro). Nous sommes d'avis qu'actuellement, le risque est mineur pour les marchés actions : les institutions européennes et les banques se montrent en bien meilleure forme que par le passé, et nous pensons qu'une fois ce gouvernement en poste, il se comportera de façon bien plus pragmatique.

Équipe 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'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 responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenue 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.. Les données à caractère personnel collectées pour l'envoi du Panorama Financier sont traitées dans le strict respect de la législation relative à la protection des données à caractère personnel. Ainsi, vous disposez entre autre d'un droit d'accès et de rectification de ces données. Vous pouvez également mettre fin à l'envoi du Panorama Financier. Pour cela, il vous suffit d'envoyer votre demande par e-mail à l'adresse suivante : secretariat@bcee-am.lu ou bien par courrier à l'adresse suivante : BCEE Asset Management, 6a rue Goethe, L-1637 Luxembourg. Dans le cas où vous vous seriez abonné en ligne, il vous est possible de vous désinscrire en indiquant votre adresse email à l'adresse suivante : <https://www.bcee.eu/Entreprises/Clientèle-Institutionnelle/BCEE-Asset-Management/Se-désabonner>.