

Sommaire

Editorial *Un environnement économique paisible*

Economie *En attendant l'inflation*

Obligations *La croissance, facteur clé dans les prises de décision des banquiers centraux*

Actions *Les marchés boursiers profitent de l'amélioration macroéconomique*

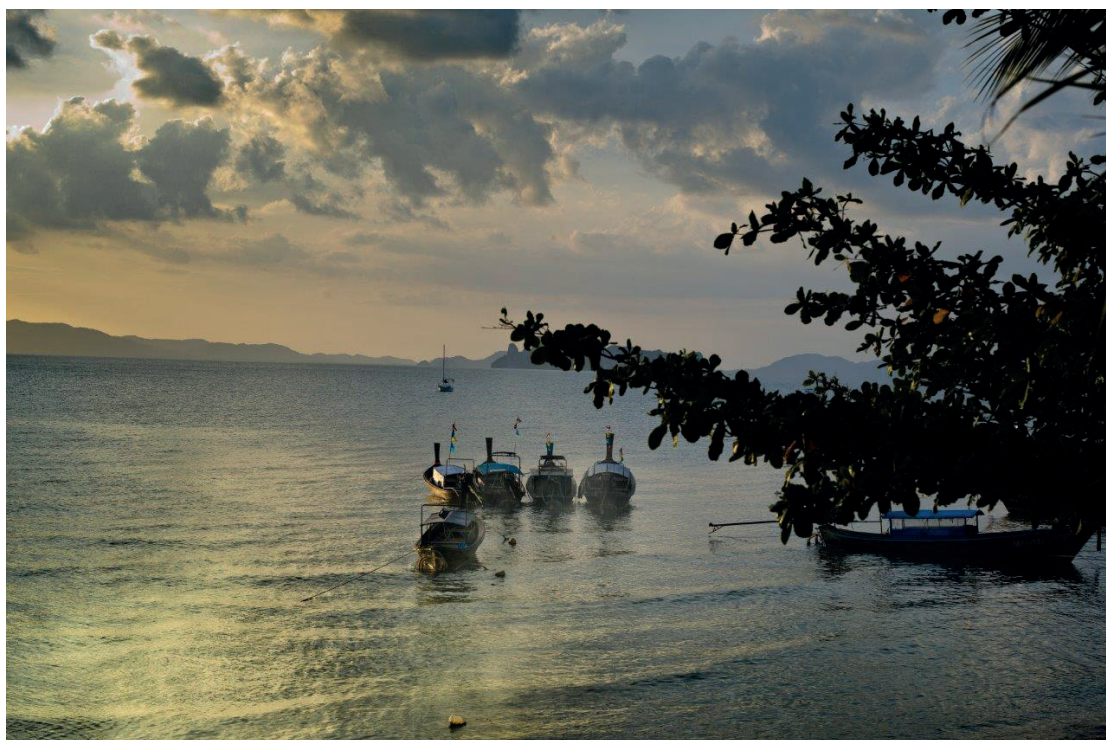


Photo Dr Yves Wagner

Un Environnement Economique Paisible

Editorial

Comme mentionné dans nos publications depuis le début de l'année, l'économie mondiale poursuit son redressement sur la partie ascendante de la courbe du cycle des affaires, et la quasi-totalité des régions économiques mondiales y contribue. Le Fonds monétaire international table désormais sur une croissance mondiale de quelque 3,5%, notamment générée par une contribution effective

de l'Europe, de la Chine et du Japon. L'analyse est partagée par la Banque centrale européenne qui a revu à la hausse ses prévisions pour la croissance économique en zone euro à 2,2%. La contribution américaine reste encore incertaine, tant que l'administration n'aura pas donné de signes crédibles d'une mise en œuvre des promesses de relance budgétaire.

Si les composantes fondamentales de nombreuses économies se veulent rassurantes, les politiques notamment monétaires restent néanmoins des plus incertaines. Face à des croissances généralement meilleures que prévues, les banques centrales sont certes tentées par un resserrement nécessaire de leurs politiques excessivement expansionnistes, mais hésitent en raison d'évolutions de prix et de salaires décevantes, ou en raison de marchés de capitaux fragilisés par des évaluations élevées. Pour la Banque centrale européenne l'appréciation significative de l'Euro ajoute une complexité supplémentaire à l'orientation de sa politique.

Si nous continuons par conséquent à être confiants quant à l'évolution des fondements économiques, nous poursuivons en même temps notre approche prudente face à des marchés de capitaux chers.

La prudence est d'autant plus de mise que les marchés peuvent être fragilisés par des dérapages aléatoires peu rhétoriques de communications politiques fragilisant la paix dans le monde.

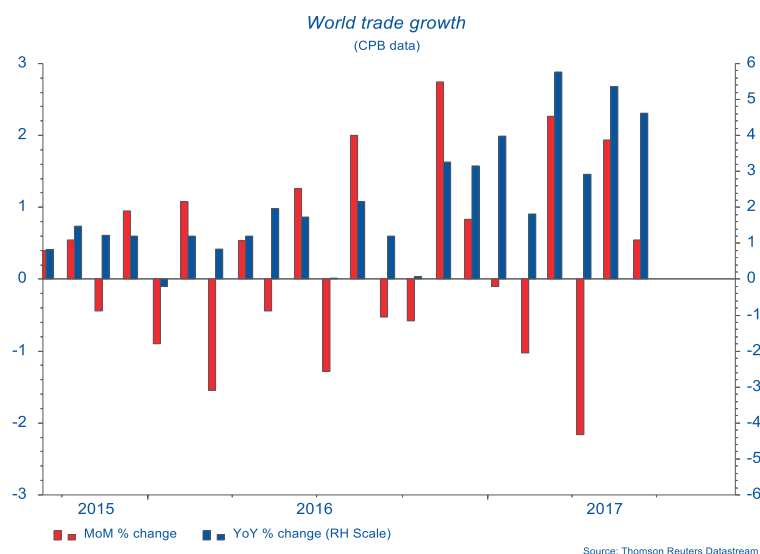
*Dr Yves WAGNER
Directeur BCEE Asset Management*

En attendant l'inflation

Au cours du premier semestre de cette année, l'économie mondiale a fait preuve de solidité et la croissance a été plus vigoureuse que prévu dans la plupart des économies sous revue. La dynamique de la reprise de l'activité, qui se reflète entre autres dans les données du commerce international du CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis), a même conduit les plus pessimistes, à l'image du Fonds monétaire international (FMI), à ajuster leur discours et à revoir leurs prévisions de croissance. Dans son édition de juillet des « Perspectives de l'économie mondiale », le FMI a souligné l'affermissement de la reprise, en révisant notamment à la hausse la contribution de l'Europe et de l'Asie (notamment Chine et Japon) à la croissance mondiale. Il en résulte que l'institution cible toujours une croissance de la production mondiale d'environ 3,5% pour 2017. Malgré un environnement politique parfois compliqué, les économies développées ont continué d'afficher une certaine résilience et à l'exemple de la zone euro, certaines de ces économies ont fait l'objet de révisions haussières. Ainsi, lors de la dernière conférence de presse qui a suivi la réunion de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE), Monsieur Mario Draghi a indiqué que l'institution de Francfort tablait désormais sur une croissance du PIB de la zone euro de 2,2% pour 2017 contre une prévision de 1,9% en juin. En dépit du tassement de la croissance en Chine, les économies émergentes restent également bien orientées. Pour la plupart des économies, les indicateurs avancés ne semblent pas indiquer de renversement de tendance et laissent donc entrevoir une poursuite de l'embellie au cours de ces prochains mois.

Comme nous l'évoquions dans le précédent Panorama, la principale incertitude demeure actuellement 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. En dépit d'améliorations significatives des conditions sur le marché du travail dans les principales économies (notamment développées), les pressions inflationnistes via les hausses de salaire ne semblent pas jouer à plein régime. Au cours des derniers mois, ce sont surtout l'évolution des prix de l'énergie et les effets de base qui ont impacté l'inflation.

En l'absence de remontée de l'inflation, le contexte reste délicat pour les banquiers centraux et, malgré un environnement économique favorable, les appelle à la plus grande prudence dans leur volonté de resserrement de la politique monétaire. Contrairement à la Réserve fédérale américaine (Fed), la BCE est face à un casse-tête encore plus difficile à surmonter, tant la vigueur de l'euro complique la tâche de l'institution. Notons que pour tenir compte du renforcement de la monnaie unique, la BCE a abaissé ses prévisions d'inflation pour l'année prochaine. Pour la Fed, c'est essentiellement le volet politique (notamment l'absence de relance budgétaire) qui risque de perturber l'orientation de sa politique monétaire. Pour décrire cette situation étriquée dans laquelle se trouvent actuellement les principaux banquiers centraux, le responsable du département monétaire et économique de la Banque des règlements internationaux (BRI), Monsieur Claudio Borio, a



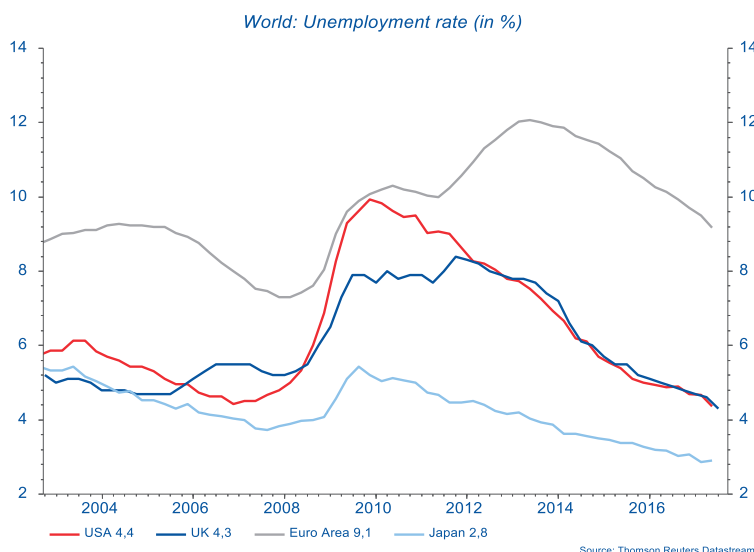
déclaré qu'il avait l'impression de se trouver dans la pièce de théâtre « En attendant Godot ». Dans cette pièce écrite par Samuel Beckett, deux vagabonds attendent désespérément l'arrivée d'un certain Godot qui n'arrivera finalement jamais.

La situation économique actuelle des principales économies semble contredire les enseignements de la courbe de Phillips, selon laquelle il existe une relation inverse entre le taux de chômage et la croissance des salaires nominaux. Toutefois, la courbe de Phillips est loin d'être remise en question. Certains économistes, à l'image d'Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI, ont montré que la courbe de Phillips s'est aplatie au cours des dernières décennies. Autrement dit, la progression des salaires et donc de l'inflation tendent à être moins affectées par les conditions sur le marché de l'emploi. Cet aplatissement de la courbe de Phillips résulte d'un certain nombre de facteurs, comme par exemple l'évolution démographique, l'évolution technologique ou encore la mondialisation. En résumé, ceci ne signifie donc

pas qu'il y a une rupture dans la relation entre chômage et inflation, mais que l'inflation réagit très progressivement aux évolutions sur le marché du travail. En outre, certains des facteurs qui ont conduit à l'aplatissement de la courbe de Phillips sont en train de s'estomper.

En attendant l'inflation, les banquiers centraux prônent la prudence dans la poursuite du resserrement monétaire. En effet, toute normalisation mal communiquée et mal calibrée risque de conduire à des changements brutaux des anticipations sur les marchés financiers et par conséquent provoquer des surajustements non souhaités des taux d'intérêt et des taux de change, qui à leur tour pénaliseraient les perspectives de croissance et d'inflation des principales économies.

*Dr William Telkes
BCEE Asset Management*



La croissance, facteur clé dans les prises de décision des banquiers centraux

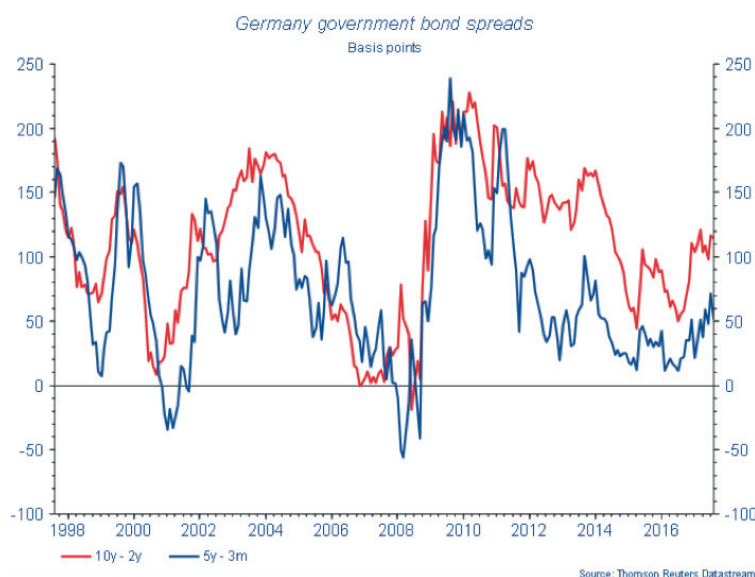
L'été 2017 a été marqué par le discours de Mario Draghi lors du séminaire de la BCE à Sintra au Portugal, faisant craindre une réduction des mesures exceptionnelles de la politique monétaire accommodante plus tôt que prévu par les marchés. Le rendement du Bund a doublé en l'espace de deux semaines pour in fine revenir au niveau de départ. En périphérie, le risque d'élections anticipées s'est estompé en Italie, alors que la notation du Portugal a été revue à la hausse par l'agence Standard & Poor's (S&P). Enfin, aux Etats-Unis, la courbe s'est aplatie, suite à une inflation atone et aux tensions avec la Corée du Nord.

Europe : La communication périlleuse de la BCE

L'intervention verbale du président de la BCE à Sintra s'est traduite par un véritable choc pour les marchés obligataires. En annonçant que les « forces déflationnistes ont été remplacées par des forces reflationnistes », les taux souverains européens ont bondi, ainsi que l'euro face aux principales devises mondiales. Cette déclaration, confirmant l'amélioration des perspectives économiques, a été perçue par les investisseurs comme un signe favorable à une politique monétaire moins accommodante. Dès lors, à la conférence de presse de la BCE du mois de juillet, Mario Draghi a essayé de revenir sur ses mots en suggérant que la politique monétaire devrait être persistante, tant que les pressions inflationnistes ne sont pas durables et auto-entretenues. Ceci a calmé les

investisseurs qui ont repoussé un éventuel resserrement monétaire dans un futur proche. Il fallait attendre la conférence de presse de la BCE du mois de septembre pour avoir une confirmation de Monsieur Draghi quant à un changement de la politique d'achat d'obligations. En effet, une partie des décisions sera annoncée en octobre avec effet début 2018. La question cruciale est de savoir à quel rythme la BCE décidera de réduire son programme d'achat, mais aussi quelle en sera sa durée. Des contraintes techniques comme la rareté d'obligations de certains souverains comme l'Allemagne, la Finlande ou encore les Pays-Bas doivent être prises en compte dans le processus de décision de l'institution monétaire. Nous nous attendons dans un premier temps à une réduction d'un tiers des achats mensuels à 40 milliards d'euros à partir de janvier 2018, car cela permettrait à la BCE d'acheter des obligations allemandes sans interruption jusqu'à la fin de l'année prochaine. Les principaux obstacles à une telle politique seraient une monnaie unique trop forte et une faible inflation, bien en-dessous de sa cible. Néanmoins, nous pensons que la croissance de la zone euro est solide, confirmée par les prévisions de la banque centrale. A terme ceci conduira à une hausse de l'inflation via des pressions sur les salaires, ce qui justifiera un ajustement de la politique monétaire en début d'année 2018 et entrainera une hausse des taux longs en Allemagne.

En périphérie, la situation s'est améliorée pour l'Italie, comme pour le Portugal. En effet, suite à la défaite du



parti eurosceptique « mouvement cinq étoiles » (M5S) lors des élections municipales italiennes, le risque d'élections anticipées en automne s'est atténué. La partie longue de la courbe nous paraît chère actuellement et nous recommandons ainsi de privilégier la partie courte. Au Portugal, l'action de Standard & Poor's, la première des trois grandes agences de notation dans le monde, a permis au pays de quitter la catégorie d'investissement à risque et de rejoindre la catégorie d'obligations de qualité, redonnant la possibilité à de nombreux investisseurs d'acheter les bons du trésor portugais. Dès lors, les taux portugais ont fortement baissé et se sont rapprochés du niveau des taux du souverain italien. D'après l'agence, des progrès considérables ont été effectués dans l'assainissement des finances publiques comme au niveau de la croissance économique du pays. Les marchés ont été surpris, sachant que les agences de notation ont pour habitude de changer d'abord la perspective du pays au lieu de la notation. Par conséquent, avec l'agence de notation canadienne DBRS, il existe à présent deux ratings « investment grade » pour le Portugal, ce qui est souvent une condition nécessaire pour que les obligations d'un émetteur soient éligibles pour être incluses dans un indice de référence. Ainsi, la demande des obligations du trésor portugais risque de grimper davantage.

Crédit Europe: Les rendements soutenus par la BCE

Le marché du crédit est resté stable sur la période, malgré que Mario Draghi n'ait pas réussi à freiner la hausse de l'euro lors de ses différentes interventions. Ce rebond de la monnaie unique pourrait impacter les sociétés exportatrices le trimestre prochain, en affaiblissant les résultats des entreprises, engendrant ainsi une dégradation du profil de crédit. En outre, si le président des Etats-Unis décidait de modifier les accords commerciaux offrant plus de protection aux sociétés américaines, cela constituerait un facteur de risque supplémentaire pour les entreprises européennes.

Concernant le programme d'achat de la Banque centrale européenne, le montant mensuel a été inférieur à la moyenne, principalement dû à la période estivale traditionnellement moins liquide. A l'avenir, bien que nous anticipions une annonce de réduction d'achats d'obligations de 20 milliards par mois à partir de 2018, nous sommes convaincus que cette réduction ne concernera pas les obligations d'entreprises, étant donné que celles-ci sont loin d'être affectées par des problèmes de pénurie, contrairement à certaines émissions souveraines européennes. La BCE devrait continuer d'acheter de la dette d'entreprises privées autant qu'elle le pourra, ce qui permettrait de soutenir les primes de risques, même si leur niveau se situe proche du bas historique.

Etats-Unis: La Fed se mobilise

Aux Etats-Unis, la courbe des taux s'est davantage aplatie. La publication des chiffres d'inflation des premiers mois du troisième trimestre étaient toujours en-dessous de la cible d'inflation de la Réserve fédérale (Fed), inquiétant de plus en plus les banquiers centraux ainsi que les investisseurs. Fin août, les intervenants du marché ont même remis en question la nécessité d'une troisième hausse de taux cette année. En outre, la menace de la Corée du Nord a renforcé la baisse des taux des obligations étatiques américaines.

Cependant, la situation économique des Etats-Unis est pour le moins particulière : proche du plein-emploi, mais avec une progression des salaires qui peine à décoller, l'inflation reste atone. De plus, les promesses du programme politique de Donald Trump n'ont pas encore été tenues, laissant planer le doute sur une dernière hausse des taux directeurs cette année. En effet, le risque politique reste toujours présent aux Etats-Unis et l'imprévisibilité du président américain reste un facteur de volatilité important. C'est ainsi que les tentatives pour avancer sur la réforme de la santé « Obamacare » ont été un échec. Gary Cohn, le principal conseiller économique de Donald Trump, a cependant confirmé fin août que la priorité du gouvernement était la réforme fiscale avec l'objectif de la voir adoptée par le Congrès d'ici à la fin de l'année. Par ailleurs, les tensions au sein des Républicains au sujet de l'accord sur le budget et le plafond de la dette ont également été un facteur de fragilité sur les taux américains. Toutefois, la dynamique de l'économie américaine a été favorable et pourrait donc s'accompagner d'une remontée progressive de l'inflation au cours des prochains mois. Nous tablons donc sur une hausse supplémentaire des « Fed Funds » à la fin de l'année.

Crédit Etats-Unis: Jusqu'où peuvent tomber les primes de risque ?

Le marché du crédit a été résilient sur la période, principalement porté par une croissance solide aux Etats-Unis, ce qui a soutenu les primes de risques. Malgré une nette dégradation des fondamentaux depuis ces dernières années, les profils de crédit se stabilisent, soutenus par de bonnes publications de résultats. Par ailleurs, les taux de défaut sont à nouveau attendus en baisse pour les prochains douze mois.

Cependant, les primes de risque se situent déjà à des niveaux proches des plus bas historiques. Même si les réformes fiscales promises d'ici à la fin d'année par le président des Etats-Unis devaient aboutir, l'impact serait minime.

Equipe obligataire

Les marchés boursiers profitent de l'amélioration macroéconomique

Contexte et développements récents

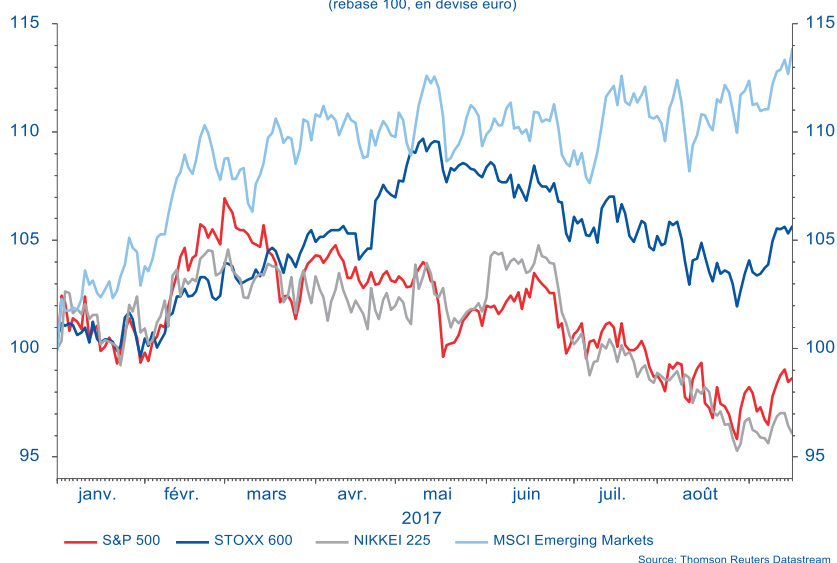
Après une période estivale traditionnellement plus calme, les marchés actions globaux restent toujours bien orientés. Bien que les performances soient positives en devises locales pour la plupart des marchés actions, la récente appréciation de l'euro impacte négativement la performance pour l'investisseur européen. A titre d'exemple, le S&P 500, l'indice boursier américain le plus connu, s'adjuge un gain de plus de 10% en dollar américain depuis le début de l'année mais la perte sur le taux de change se traduit en une performance légèrement négative pour un investisseur européen. Rappelons que les marchés actions ont entamé un rallye haussier à la suite de l'investiture du nouveau président américain, Donald Trump. Ce mouvement haussier a été soutenu par une amélioration de la conjoncture économique mondiale ainsi que par de solides publications de résultats provenant des entreprises situées des deux côtés de l'Atlantique. Les récentes tensions entre la Corée du Nord et le reste du monde mais aussi la potentielle ingérence de la Russie lors des élections américaines n'ont pas fait trembler les investisseurs qui ont préféré se concentrer sur les données macroéconomiques et l'amélioration des fondamentaux des entreprises.

L'Europe a bénéficié, comme les autres marchés, de l'amélioration de l'environnement économique mais la récente appréciation de la monnaie unique européenne face

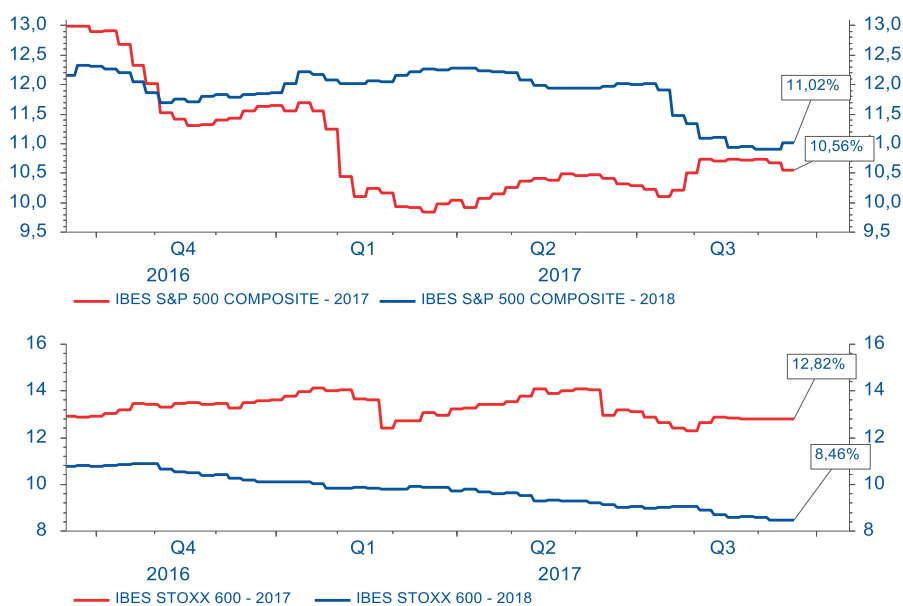
au dollar américain a fait reculer le marché actions européen. Les investisseurs craignent que les résultats des entreprises, en particulier des entreprises exportatrices, soient négativement impactés par le mouvement de la devise. En effet, certains analystes prévoient qu'une appréciation de l'euro de 10% devrait entraîner une baisse des résultats de l'ordre de 5%. Cependant, la principale raison de l'appréciation de l'euro est l'embellie de l'environnement économique. Ainsi, les attentes de croissance du PIB pour 2017 sont passées de 1,3% en début d'année à 2,1%, ce qui devrait compenser en partie l'impact négatif de la devise.

Aux Etats-Unis, les marchés actions continuent de bénéficier de l'environnement actuel et des espoirs de réformes, promises par Donald Trump, lors de sa campagne électorale. Les récentes publications de résultats, couplées avec les discours rassurants des managements ont permis de faire avancer davantage les marchés actions pour atteindre de nouveaux records historiques. Les tentatives de réformes de l'administration Trump n'ont pas eu le support du Congrès ce qui n'est pas très prometteur pour l'avenir. Cependant, les bourses américaines n'ont pas reculé et les investisseurs continuent d'attendre et/ou d'espérer de potentielles réformes surtout depuis que Donald Trump semble prêt à faire des compromis.

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

Perspectives

Bien que nous constatons une amélioration de la situation économique globale et du profil de croissance des entreprises, nous conservons notre recommandation neutre sur les marchés actions en raison de valorisations élevées qui reflètent déjà des scénarios très optimistes. En effet, le ratio prix sur bénéfices attendues pour les douze prochains mois du MSCI World se traite actuellement à 17,5x, ce qui escompte déjà une bonne partie de la croissance attendue par les investisseurs. De plus, les marchés actions ne semblent plus prendre en compte le risque comme l'atteste le VIX, également surnommé l'indice de la peur, qui mesure la volatilité attendue pour les prochains mois sur les marchés actions américains. En effet, le VIX se maintient à des niveaux proches de son plus bas historique et ce malgré une détérioration des relations entre Washington et Pyongyang, les enquêtes sur l'ingérence de la Russie dans les élections américaines et l'absence de réformes aux Etats-Unis.

En termes d'allocation géographique, nous continuons de favoriser l'Europe au détriment de l'Amérique du Nord et restons neutres sur les pays émergents, l'Asie Pacifique (ex-Japon) ainsi que le Japon. L'Europe a notre préférence en raison de l'accélération de la croissance économique en zone euro. Cette accélération a permis de quasiment combler l'écart entre la croissance économique attendue aux Etats-Unis et en Europe. De plus, les valorisations sont moins élevées en Europe et la BCE va rester très accommodante en raison du faible niveau d'inflation. L'Amérique du Nord,

quant à elle, bénéficie d'un environnement économique stable et porteur. De plus, les valorisations sont plus élevées que sur les autres marchés au moment même où la Fed met progressivement fin à sa politique monétaire ultra-accommodante. Pour finir, le risque de déception en termes de réformes est non nul puisque Donald Trump n'a pas encore été capable de faire voter ses projets de réformes au Congrès. Un échec de ces projets pourrait se traduire par des révisions baissières en termes de croissance des bénéfices, car ces réformes avaient pour but de stimuler l'investissement ainsi que la consommation.

En matière d'allocation sectorielle, nous privilégions les secteurs industriel, de l'énergie et de la consommation discrétionnaire qui sont des secteurs cycliques et qui devraient continuer à profiter de la reprise économique. En plus de cela, les valorisations de ces secteurs restent raisonnables, ce qui conforte notre préférence. Plus particulièrement, le secteur de l'énergie devrait bénéficier de l'accord de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) de limiter sa production jusqu'en mars 2018 et de la réduction de la production de la part des producteurs non conventionnels américains. La limitation de la production devrait soutenir le prix du baril. En revanche, nous avons une vue plus négative 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. En effet, ces secteurs bénéficient davantage que les autres secteurs de la baisse des taux mais, à l'inverse, sont pénalisés plus fortement lorsque les taux remontent. De plus, les valorisations de ces secteurs ne laissent que peu de marges d'erreur. Le secteur de la consommation non-cyclique fait face à une compétition

accrue entre les acteurs ce qui nous amène à nous inquiéter de la profitabilité et de la génération de liquidités pour les sociétés opérant dans ce secteur.

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 responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenues dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A..