

## Sommaire

**Éditorial** *Économies imperturbables*

**Économie** *Drapeau vert*

**Obligations** *Les saisons changent et la normalisation des taux se poursuit.*

**À propos** *Happy B-Day!*

**Actions** *Voyage au long cours*



Photo Dr Yves Wagner

## Économies imperturbables

### Éditorial

*Les économies développées continuent à se porter bien. Les États-Unis profitent des baisses d'impôts et des mesures de déréglementation qui soutiennent la confiance des ménages et des entreprises et prolongent un cycle économique pourtant déjà long. La zone euro témoigne de fondements économiques*

*solides et reste pour l'instant imperturbable à divers risques notamment politiques. D'autres grandes économies, et particulièrement la Chine, poursuivent une expansion remarquable, même si c'est dans le cadre d'un ralentissement à la marge. A priori, et d'un point de vue fondamental, on pourrait estimer que le*

*cycle d'expansion se poursuive jusqu'en 2019, pourvu que les économies continuent à être imperturbables notamment face à divers risques politiques qui pourraient s'accroître.*

*Parmi ces risques politiques, il convient d'abord de citer les sanctions américaines et contre-sanctions européennes et chinoises qui peuvent intensifier des guerres commerciales. On peut ensuite citer divers défis européens avec une Italie en attente de problèmes majeurs et un Royaume-Uni faisant face à un Brexit désordonné, le tout dans le contexte d'élections européennes majeures en 2019. On peut citer enfin certains pays en voie de développement soumis à des crises économiques et politiques importantes et les effets de contagion possibles sur d'autres pays, comme notamment la Turquie, l'Argentine, l'Afrique du Sud, le Brésil ou le Venezuela.*

*La dynamique économique se heurte ainsi aux incertitudes politiques pour créer de la volatilité sur les marchés des capitaux. Les investisseurs alterneront ainsi les stratégies « risk on – risk off » au gré des aléas politiques. Nous serons par conséquent attentifs à ces développements politiques, tout en restant optimistes sur les fondamentaux, car, après tout, la guerre commerciale annoncée s'est limitée, pour l'instant, à une partie minime de la production mondiale, et les problèmes politiques et économiques de certains pays en voie de développement ne devraient pas se propager à l'Europe, aux États-Unis ou à la Chine. Reste, pour l'immédiat, le cas italien pour lequel il faut espérer que les dirigeants retrouvent rapidement la voie d'une plus grande sagesse dans la gestion de leurs finances entamée par les gouvernements précédents.*

Dr Yves Wagner  
Directeur

## Drapeau vert

### Grand soleil sur la croissance aux États-Unis

Au second trimestre, l'économie américaine s'est véritablement distinguée de ses homologues à l'échelle mondiale : la publication de données économiques solides a contribué à révéler son brio. En témoigne son PIB réel annualisé en glissement trimestriel, lequel a atteint 4,1%, ce qui représente son taux de croissance le plus élevé depuis le troisième trimestre 2014.

Le soleil brille sur la consommation réelle : elle affiche une santé de fer, et nombreux sont les stimuli qui contribuent à la maintenir sur la bonne voie. Tout d'abord, les avoirs des ménages ont le sourire, portés par un niveau de confiance qui atteint des sommets. Ensuite, les revenus disponibles réels sont dégagés, l'environnement se montrant propice avec, en toile de fond, les baisses d'impôts que les consommateurs ressentent de façon tangible, la loi sur les emplois et la nouvelle accélération de la croissance de l'emploi, lesquelles sont autant d'opportunités d'avancer. Enfin, du côté des entreprises, l'investissement fixe n'est pas en reste et continue sur sa lancée : les sociétés apprécient concrètement les effets des réductions d'impôts, se réjouissent de la loi sur l'emploi et sont les premières bénéficiaires du niveau

de confiance resplendissant. D'ailleurs, la dérégulation et les bénéfices solides sont autant d'éléments favorables qui apportent de l'eau au moulin.

Sur la période qui nous intéresse, les exportations nettes constituent également un élément clé de la croissance du PIB. En effet, force est de constater qu'elles se sont taillées la part du lion en contribuant massivement à la croissance du PIB réel américain à mesure que le déficit commercial du pays s'est amenuisé. Cela étant, il convient de mettre un bémol à ce constat. Un examen à la loupe indique que cet effet est le résultat de l'accélération des exportations. En réalité, c'est au cours de cette même période que l'escalade de la guerre commerciale a jeté un assaut d'air polaire, et la menace de l'imposition de taxes douanières sur les importations était suspendue telle une épée de Damoclès au-dessus du commerce international.

La robustesse des chiffres parle d'elle-même : il fait grand beau sur l'économie américaine. Cela dit, la question est désormais de savoir si le drapeau restera vert dans la durée et aura la faculté de prolonger le cycle économique américain apparemment proche de la maturité. Si elle profite actuellement de conditions anticycloniques idéales,

l'économie américaine n'est pas non plus à l'abri de certains flux perturbateurs.

Un des grands absents en termes de progression a été l'investissement résidentiel. Les signes de faiblesse qu'il a témoignés sont révélateurs d'une faille : il semblerait que l'offre de nouvelles constructions n'est pas en mesure de satisfaire la demande en immobilier abordable, notamment pour les jeunes acheteurs qui souhaiteraient accéder à la propriété. Dès lors, les mises en chantier se sont situées à des niveaux bien en-deçà de la moyenne à long terme. Cela étant, cette brèche que constitue la demande de nouvelles constructions devrait être comblée à l'avenir, grâce à l'excellente santé de l'économie, au marché du travail florissant et aux évolutions démographiques qui ont le vent en poupe.

Malgré tout, ce climat généreux est en réalité un grand beau en trompe l'œil, car la belle croissance actuelle est essentiellement le fruit des réductions d'impôts. Dans les faits, les ménages américains ont consommé sur fond de taux d'épargne faible. Dès lors, c'est la réforme fiscale de 2017 qui leur a octroyé davantage de fonds, lesquels ont financé la consommation. À la lumière de ces éléments, il va de soi que cette réforme ne peut qu'avoir l'effet d'une belle éclaircie passagère, et que la croissance de la consommation supplémentaire qu'elle génère est limitée dans le temps.

L'horizon s'assombrit à l'évocation seule de la hausse des taux d'intérêt. En effet, la Réserve fédérale américaine pourrait prendre la décision de poursuivre ses hausses

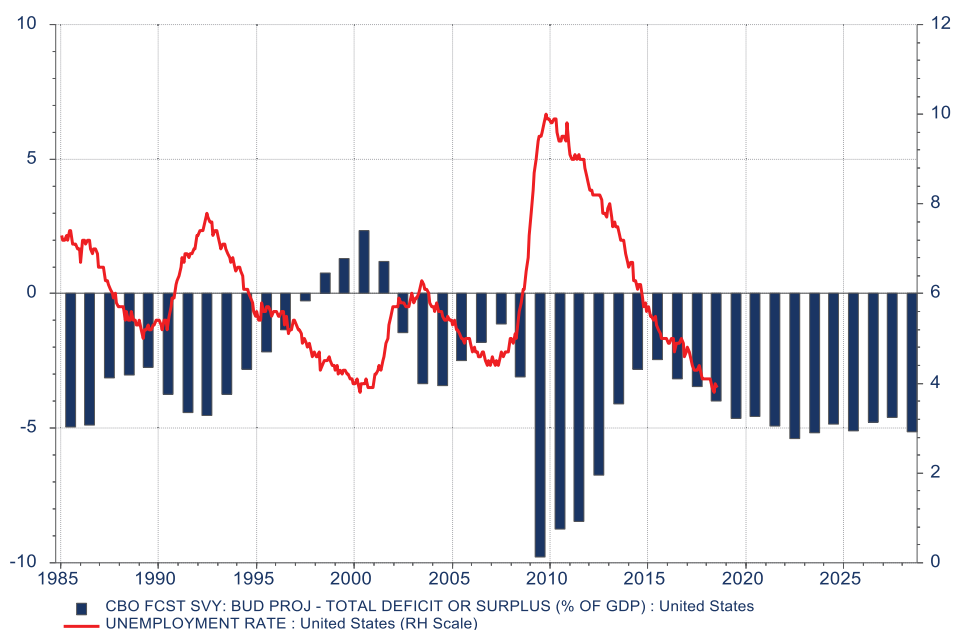
de taux, motivée par les politiques fiscales et budgétaires procycliques de l'administration Trump. À cet égard, le marché de l'immobilier résidentiel américain étant essentiellement financé par des emprunts à taux fixes, les ménages n'en souffriront pas tout de suite mais consentiront moins de nouveaux investissements à l'avenir. Sur le front des entreprises, les demandes de crédit verront leur croissance ralentir à mesure que les coûts de financement augmenteront. Sans oublier que la nouvelle législation fiscale est moins favorable à ce type d'investissement.

Et le ciel devient franchement menaçant alors que l'escalade de la guerre commerciale pèse sur le commerce international. Ces hostilités sont alimentées par des salves de mesures et contre-mesures protectionnistes et assorties de la flambée des taxes sur les produits importés. D'ailleurs, producteurs et consommateurs sont les premiers à en faire les frais, puisque cette flambée s'exprime au travers de l'augmentation des prix.

Et l'atmosphère orageuse se confirme lorsque certains risques sont inhérents au cycle économique et proviennent d'une augmentation inattendue de l'inflation. Dans la situation actuelle, les écarts de production se rétrécissent et les prix de l'énergie ont déjà augmenté. Aussi, il n'est pas surprenant qu'à leur tour, les prix des intrants (producteurs) aient également commencé à grimper.

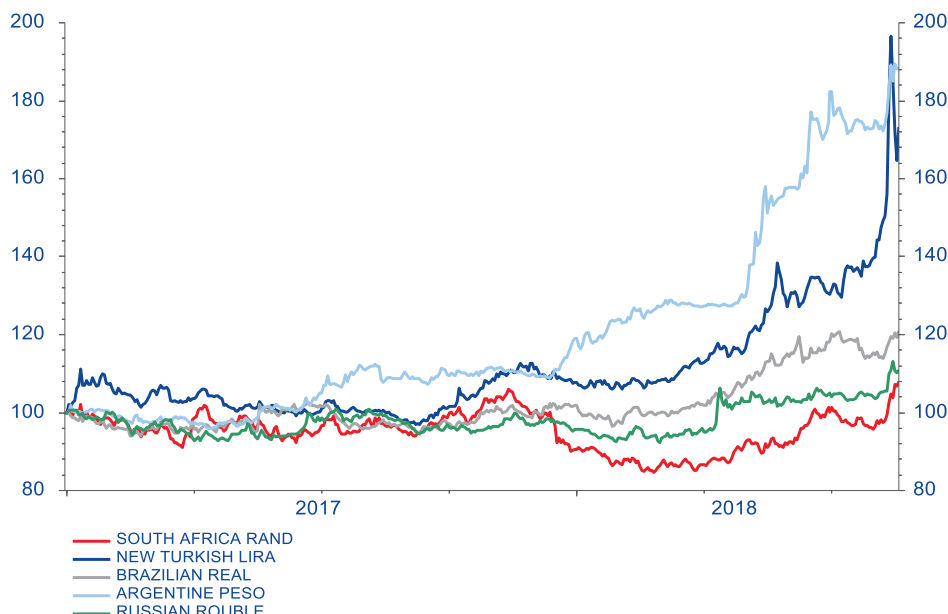
Donald Trump, le Président américain, fait la pluie et le beau temps. À son arrivée à la Maison blanche, il a promis à ses électeurs une croissance du PIB de 4%. En juin, il a même

## US Budget Deficit and Unemployment



Source: Thomson Reuters Datastream

## Selected Emerging Market Currencies to US Dollar, rebased t 100



annoncé la possibilité d'une croissance du PIB américain à 6%. Dans la partie qu'il joue, abattre ce nouvel atout lui est essentiel pour prolonger le cycle économique aux États-Unis et, par la même occasion, soutenir la croissance mondiale. Il est fort probable que l'administration Trump n'ait pas encore abattu toutes ses cartes et fasse usage d'autres mesures procycliques, tout particulièrement parce que son Président envisage la possibilité d'être à nouveau élu en 2020.

### Bulletin météorologique des marchés émergents

#### Intempéries en Turquie

L'économie turque a connu la croissance la plus rapide des pays du G20 l'an dernier et a été, par le passé, l'une des plus rapides de la région Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA). Actuellement, le pays est en proie à une crise de la dette et de sa devise.

Les intempéries telles que celles que la Turquie connaît ne sont pas le fruit du hasard. Si l'économie turque a été l'une des plus florissantes des pays émergents, la dette extérieure du pays avant ce mois de janvier 2018 atteignait environ 54% du PIB, dont 17% de dette souveraine. À eux seuls, ces chiffres suffisent à comprendre l'étendue de la dette du secteur privé turque, sachant que les entreprises ont fortement tablé sur l'émission d'obligations en devises fortes et sur les créanciers étrangers. Selon la Banque des Règlements internationaux (BRI), les dettes des entreprises turques sont estimées à

200 milliards de dollars américains et celles des banques turques à 56 milliards de dollars américains. À ce niveau, la dette et les impayés représentent de lourds fardeaux, et menacent de constituer, à l'avenir, de vilaines épines dans le pied des entreprises turques. D'ailleurs, la crise frappe déjà certaines d'entre elles : les banques turques et internationales ont repris les commandes de Türk Telekom, fournisseur de services de télécommunication intégrés, miné par des milliards de dollars d'impayés. Les créanciers ont mis en place un véhicule de titrisation dans le but d'acquiescer l'entreprise dont ils tentent d'éponger la dette.

Le décor est donc planté. Aux prises avec de lourdes dettes, le pays a vu sa devise dégringoler de plus de 40% face au dollar américain depuis le début de l'année, et de 60% depuis août 2014, date de l'arrivée au pouvoir du Président Erdogan. Lourde de conséquences à bien des égards, cette chute spectaculaire de la livre portera un nouveau coup au pays, puisque honorer sa dette lui coûtera encore plus cher. Et lorsqu'en mai, le Président a annoncé son intention d'influencer les décisions de la Banque centrale turque, le plongeon de la livre s'est accéléré. Tout bien considéré, l'effondrement de la livre témoigne non seulement des politiques inflationnistes du gouvernement Erdogan et de la politisation de la banque centrale mais aussi des défis qu'il doit relever pour éponger le très large déficit du compte courant. D'ailleurs, cet environnement incite les investisseurs étrangers à se défaire à la hâte de leurs portefeuilles d'obligations turques et de leurs actifs libellés en livre.

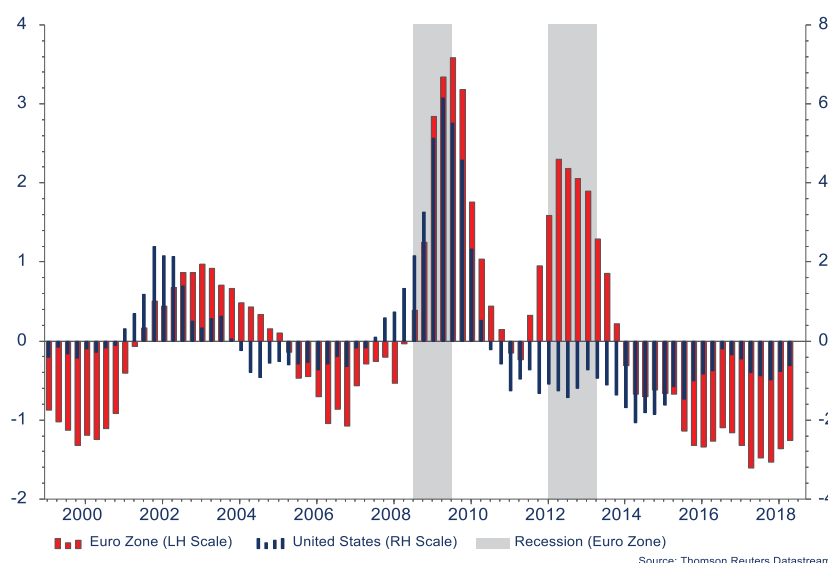
La devise continue de s'affaiblir et, par conséquent, l'inflation reprend. Selon l'Institut national de statistique turc, l'inflation s'est accélérée de 26% en données annualisées ces quatre derniers mois. L'apathie de la livre à laquelle s'ajoutent des rendements obligataires qui montent en flèche sont symptomatiques des attentes inflationnistes accrues. De son côté, le marché des actions turc a perdu plus de 20% au cours du trimestre (en livres), ce qui correspond à environ 50% en dollars américains. En revanche, les rendements obligataires ont atteint des sommets alarmants, et les ménages et les entreprises se verront sans doute contraints de modifier leurs comportements face à cette réalité. Les craintes inflationnistes grandissantes pèsent lourdement sur la performance, et les perspectives économiques sont touchées : elles sont susceptibles de constituer de réels obstacles aux flux de capitaux vers la Turquie en les réduisant à la portion congrue et aux exportations à l'international en les empêchant de progresser.

Et les vents contraires viennent aussi des États-Unis : touché par le placement en détention d'un Pasteur américain en Turquie, le gouvernement Trump a utilisé l'arme économique en doublant les taxes sur l'acier turc. Si ces sanctions ont peu d'impact économique direct, elles ont contribué au déclin de la devise et jeté les projecteurs sur Erdogan, sa politique économique et un pays dans ses retranchements, au bord de la crise financière.

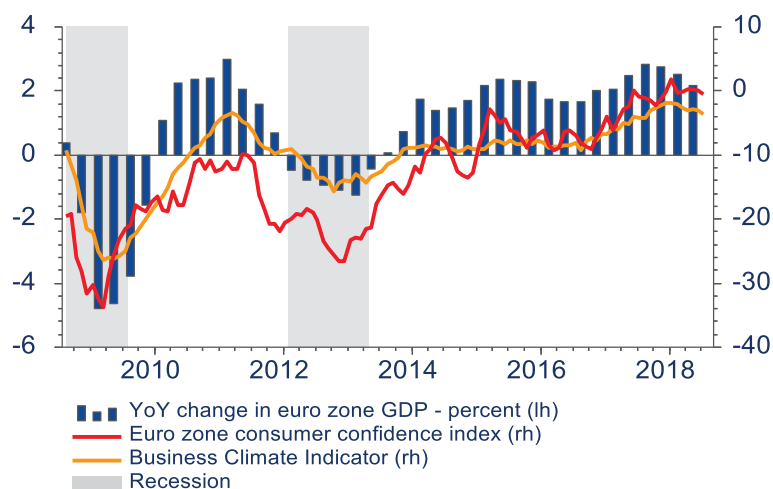
## Fortes précipitations sur les émergents

Les intempéries ne s'abattent pas seulement sur la devise turque. Un tour d'horizon des marchés émergents révèle que la livre n'est pas la seule en souffrance. En effet, d'autres nations sont actuellement aux prises avec la dépréciation de leur monnaie : depuis le début de l'année, l'Argentine, en proie à des difficultés similaires à celles de la Turquie, a vu sa devise chuter de 37% par rapport au dollar. Le rand sud-africain a récemment dégringolé : le gouvernement actuel n'est pas parvenu à réinstaurer la confiance des investisseurs. Les principaux indicateurs, tel que l'indice des directeurs d'achat, se sont effondrés ces 12 derniers mois malgré le nouveau gouvernement en place depuis quelque temps déjà. Au Brésil, les turbulences secouent le pays en prévision des élections, la corruption creuse son sillon et la grève des routiers qui a paralysé le pays sont autant de coups portés à sa devise : le real a perdu 15% face au dollar cette année.

## Unemployment Twelve-month change, millions



## Euro Area - GDP



Source: Thomson Reuters Datastream

### Microclimat en zone euro

La zone euro semble se tenir à l'écart des intempéries et des vents contraires : elle bénéficie d'un microclimat, et son économie tire relativement bien son épingle du jeu. En effet, la reprise cyclique a bel et bien lieu: le chômage baisse et la croissance du PIB se stabilise au-dessus du seuil des 2%.

Cela étant, la montée du protectionnisme et l'éventualité d'une guerre commerciale d'envergure internationale menacent, et sont des risques extérieurs qui pèsent sur la région. Les mesures prises par le Président Trump pour protéger son économie, sauvegarder l'emploi et les investissements aux États-Unis, en sont les fidèles illustrations. Dans les différentes étapes du conflit, la zone euro n'a fait l'objet que d'une salve d'augmentations tarifaires sur l'acier et l'aluminium en provenance des États-Unis, et n'a pas tardé à appliquer des contre-mesures, avec en toile de fond le défi juridique que cela implique du point de vue de l'Organisation mondiale du Commerce. Toutes proportions gardées, l'impact de ces mesures sur l'économie de la zone euro reste encore à prouver dans le court terme, de même qu'il est difficile de deviner comment évoluera la guerre commerciale. La transparence fait défaut : ceci pourrait porter un coup à la confiance des entreprises et des consommateurs et, par ricochet, plomberait l'aile de la reprise économique après des années de croissance lente du PIB.

Les vents contraires ne viennent toutefois pas que de l'extérieur. Un des principaux risques intérieur à la zone euro est en Italie, où les deux partis populistes au pouvoir, le parti d'extrême droite de la Ligue du Nord et le parti de gauche du Mouvement 5 Étoiles, doivent approuver le budget fiscal pour les années à venir, après des mois d'enlisement dans

une impasse politique qui ont finalement débouché sur la signature d'un accord de coalition. Aussi, l'approbation du budget met le nouveau gouvernement à l'épreuve du feu : elle lui permettra d'asseoir sa crédibilité auprès des marchés, rendus nerveux par la promesse des nouveaux dirigeants d'augmenter les dépenses publiques.

Le grand soleil sur la croissance économique de la zone euro attendra encore un peu, cette dernière ayant maille à partir avec les difficultés financières dans lesquelles se trouve la Turquie: le système bancaire espagnol semble être celui qui y est le plus exposé, le recouvrement de ses créances atteignant les 80 milliards au premier trimestre 2018, selon la Banque des Règlements internationaux. En termes d'exposition économique, ceci représente 6,2% du PIB espagnol. La France est également concernée, son exposition bancaire à la Turquie se situant légèrement au-dessus de 1,3% du PIB français. À la lumière de ces éléments, trouver rapidement une solution efficace au problème turc revêt une importance capitale pour la zone euro.

### Drapeau vert

Le cycle économique suit son cours pour les marchés développés, et les risques grandissants ne lui font pas d'ombre. Les prochains mois révéleront la capacité de résistance de l'économie mondiale et l'intérêt des leaders politiques à lui apporter leur contribution positive.

Marc Fohr, CFA  
 Head of Investments



## Les saisons changent et la normalisation des taux se poursuit.

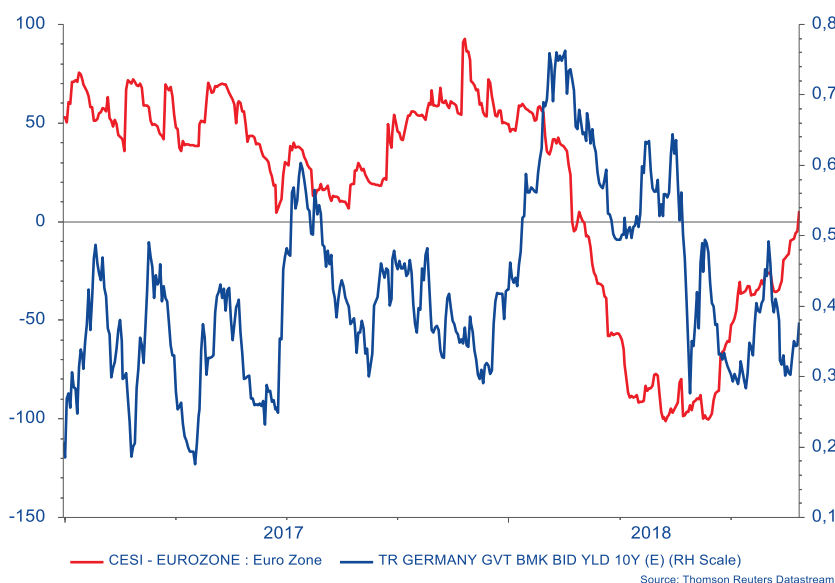
Il a fait chaud sur le marché de la dette européen : les obstacles auxquels il est exposé sont nombreux. En effet, il évolue dans un contexte où ses garde-fous disparaissent peu à peu, la Banque centrale européenne (BCE) mettant progressivement fin à son programme d'assouplissement quantitatif. Il se retrouve également plongé dans le brouillard alors que l'incertitude plane sur les décisions budgétaires en Italie, et en zone de turbulence également, dans un univers de tensions politiques diverses et variées. S'il est bousculé, il n'est pas pour autant en souffrance : effectivement, la zone euro profite d'une croissance robuste qui s'est stabilisée et connaît une inflation conforme aux attentes. De l'autre côté de l'Atlantique, nous envisageons la possibilité d'un arrêt à court terme de l'aplatissement de la courbe des taux.

### Taux souverains cœurs – le zénith presque atteint

Le 26 juillet dernier, la BCE a confirmé sa volonté de mettre progressivement fin à sa politique d'achats d'actifs (APP). Dans les faits, il est prévu que cela se matérialise par un rythme d'achats mensuels qui s'élève à 30 milliards d'euros jusqu'à fin septembre, pour ensuite se réduire à 15 milliards d'euros jusqu'à la fin du mois de décembre 2018, échéance à laquelle elle souhaite finalement y mettre un terme. Ainsi, début août, le taux souverain allemand à dix ans s'est fortement rapproché des 50 points de base. C'est un niveau clé sur les marchés, dans la mesure où il est synonyme de rendement intéressant pour les investisseurs.

Le chemin a beau être tracé et la perspective encourageante, le Bund n'a pas pu se maintenir à ce même niveau, contraint par les incertitudes générées par la situation politique en Italie et les perturbations qui secouent la Turquie. Ces environnements chahutés aidant, le taux a de nouveau chuté jusqu'à 30 points de base. Ces éléments perturbateurs ne nous ont pas déstabilisés pour autant : notre scénario de remontée des taux d'ici la fin de l'année n'a guère dévié. En effet, si nous reconnaissons que les taux sûrs et de qualité pourraient être aspirés dans un mouvement descendant dans les mois à venir à cause des événements qui bousculent l'Italie, nous gardons à l'esprit une réalité : la zone euro connaît une croissance relativement robuste, surtout en Allemagne où l'indice des directeurs d'achat s'affiche en hausse sur trois mois consécutifs. En Europe, les salaires ont progressé de 2,2% au deuxième trimestre : cette hausse n'avait plus eu lieu depuis 2012. Aussi, l'inflation se situe même légèrement au-dessus de l'objectif d'inflation fixé par la BCE, et les taux de croissance économique se sont stabilisés. Cela étant, nous sommes d'avis que cet état de fait ne justifie pas le niveau actuel du Bund, dont témoigne l'illustration graphique ci-dessous. En effet, l'indice CESI de Citi, l'Economic Surprise Index, révèle le niveau de surperformance des données macroéconomiques publiées en regard des anticipations consensuelles des économistes. Ainsi, par exemple, si les publications pour un secteur d'activités s'affichent au-dessus des attentes, l'indicateur de surprises de Citi sera positif. Dès lors, les perspectives économiques s'étant détériorées, comme le montre l'indicateur dans notre illustration, le Bund s'est inscrit à la baisse. Aussi, l'indice de surprise économique repartant à la hausse, le Bund devrait également suivre cette trajectoire, ce qui tarde à se matérialiser.

### Citi Economic Surprise Index Euro-zone vs Germany 10y Govt bond



## La périphérie : grisaille de saison en Italie

Dans le courant du mois de juillet, les tensions sur la courbe des taux du souverain italien se sont temporairement apaisées. Les discussions autour du budget du nouveau gouvernement ont eu raison de cette accalmie : c'est à l'étape des préparations que les membres de la coalition au pouvoir se sont retrouvés en désaccord. Dès lors, les investisseurs ont craint le pire : poussés par ces querelles intestines, ils n'ont pas hésité à vendre la dette italienne. Indépendamment de cela, la version aboutie du projet de budget du nouveau gouvernement devrait voir le jour fin septembre, être ensuite présentée en octobre et, enfin, revue par la Commission européenne en novembre.

À la lumière des éléments dont nous disposons, nous sommes conscients de la difficulté à déterminer la capacité du pays à respecter la limite du déficit budgétaire dans le cas où ses dirigeants décident de mettre toutes leurs ambitions à exécution. À cela s'ajoute également l'impact de cette mise en œuvre sur la note de la dette italienne. C'est principalement pour cette raison que l'agence de notation Moody's a reporté à fin octobre (s'alignant sur Standard and Poor's) la révision de la note de l'Italie. Ceci leur permettra de bénéficier de davantage de recul et de laisser le brouillard se dissiper sur le programme des réformes et des dépenses.

Aussi, tant que la lumière n'est pas faite sur les intentions du gouvernement italien, nous favorisons l'achat d'emprunts publics espagnols et portugais au détriment de la dette italienne.

## Le Crédit européen : chronique d'un automne annoncé

Au cours du troisième trimestre 2018, le marché du crédit européen a surperformé les obligations souveraines de la zone euro tout en affichant une performance négative. Ainsi, en comparaison aux trimestres précédents, les primes de risques se sont très faiblement élargies. Cette réalité reflète le comportement frileux des investisseurs alors que l'Europe est en proie à la guerre commerciale avec les États-Unis et vit en son sein de fortes tensions politiques. Somme toute, cette surperformance est un phénomène de saison : la période estivale est synonyme d'activité très restreinte sur le marché du crédit.

Les saisons changent et ne se ressemblent pas : selon nous, la seconde moitié de l'année verra le rythme des nouvelles émissions augmenter sur le marché primaire. Or, la Banque centrale se retirant progressivement, le marché aura peine à absorber les nouvelles émissions dans un contexte européen de guerre commerciale et tensions politiques (à l'instar de celles que génère le Brexit) qui sont autant de sources de préoccupations pour les investisseurs.

Cette dynamique pourrait déboucher sur un manque de liquidités, lequel déclenchera à son tour une pression sur les primes de risque. Il est également à noter que l'environnement est fragilisé pour cette classe d'actifs : elle doit progressivement se défaire du soutien de la BCE à un moment où nous nous dirigeons vers la fin du cycle économique et où les comportements protectionnistes font leur grand retour. Tout bien considéré, nous souhaitons rester prudents et choisissons de sous-pondérer cette classe d'actifs.

## Italian Govt bond 10y yield





## Des taux souverains américains aux couleurs d'arrière-saison.

Durant la période estivale, le taux américain à 10 ans s'est maintenu aux alentours des 2,89%, et a même brièvement flirté avec les 3% début août. De son côté, la courbe des taux, qui renseigne sur le taux d'intérêt en fonction de la maturité des bons du trésor US, a continué de s'aplatir. Cette tendance indique que l'écart de rendement se réduit entre les maturités longues et les maturités courtes. En effet, l'écart de rendement entre le taux américain à 10 ans et le taux américain à 2 ans est de 23 points de base, tandis que l'écart entre le taux américain à 30 ans et le taux américain à 5 ans est de 27 points de base. Ce comportement de la courbe des taux est révélateur de l'état avancé du cycle économique dans lequel les États-Unis se trouvent actuellement.

Nous sommes d'avis qu'à court terme, ce phénomène d'aplatissement que vit la courbe des taux devrait connaître une pause, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le trésor américain émet les bons du trésor sur la partie courte de la courbe principalement, et a cessé de revoir à la hausse la maturité moyenne de ses émissions. Ensuite, les sociétés américaines se retrouvent projetées sur la partie longue de la courbe en ayant la possibilité, jusqu'à fin septembre, de déduire les contributions à leurs plans de pensions au taux de 39% au lieu du nouveau taux de 20%. S'ajoute à cela le niveau actuel du déficit américain qui, combiné à la Réserve fédérale qui revoit son bilan à la baisse, génère une situation susceptible d'accroître l'offre pour les obligations longues, sans oublier que la BCE est en passe de mettre fin à son programme d'assouplissement quantitatif à l'issue de cette année 2018, diminuant ainsi les liquidités. Enfin, comme nous l'avons annoncé dans l'édition précédente du Panorama, nous privilégions l'hypothèse selon laquelle les taux connaîtront 3 hausses cette année, dans un contexte où la forme de la courbe des taux fait l'objet d'inquiétude pour un nombre grandissant des membres de la Fed, lesquels envisageraient de se prononcer contre de futures hausses si la tendance actuelle se poursuivait.

## Le crédit américain vit un été indien.

La croissance de l'économie américaine continue de pousser la durée de son cycle économique vers de nouveaux records. Dans ce contexte inhabituel, depuis la mi-juin, le spread des entreprises « Investment grade » s'est resserré de 8 points de base par rapport aux bons du trésor américains tandis que pour le groupe « High Yield », le resserrement se situe aux alentours des 19 points de base mais est soumis à davantage de volatilité. Selon l'agence de notation Standard and Poor's, la qualité du crédit au sein des sociétés américaines continue de s'améliorer, sans que les niveaux d'endettement record ne lui fassent de l'ombre. En effet, les entreprises ont profité des taux historiquement bas pour s'endetter et effectuer de nombreuses opérations de fusions et acquisitions après la crise de 2008, les perspectives de croissance organique étant alors limitées. En dépit de cette réalité, 75% des entreprises américaines suivies par S&P affichent des perspectives stables.

Nous sommes convaincus que les conditions économiques au demeurant favorables constitueront un terrain propice à cette tendance que nous voyons se poursuivre jusqu'à la fin de l'année. Le seul bémol toutefois est qu'à nos yeux, le potentiel d'amélioration des indicateurs financiers des sociétés reste limité. Aussi, nous continuons d'opter pour une approche prudente et demeurons très sélectifs quant aux choix de nos titres.

*Équipe obligataire*



## À propos

Deux ans déjà ! Le Brexit est né le 23 juin 2016, lorsque les britanniques se sont exprimés à 51,9% en faveur de leur sortie de l'Union européenne. Cette date a posé les jalons d'une ère nouvelle, lors de laquelle l'Europe devra composer sans le Royaume-Uni. Le pays et l'Union ont, il est vrai, vécu relations houleuses et parties de bras de fer, mais il était aussi un de ses principaux acteurs depuis 1973. Les résultats du référendum ont inexorablement engagé le Royaume-Uni vers la porte de sortie, et le glas a sonné à l'annonce officielle de Madame la Première Ministre Theresa May au Conseil européen, le 29 mars 2017, de son intention de quitter l'Union en invoquant l'article 50 du Traité de Lisbonne. Le décor est planté et les dates butoirs ne laissent planer aucun doute sur la réponse à la question « quand ». En revanche, les réponses à la question « comment » sont réduites à la portion congrue. Engagés tout d'abord dans la voie d'un Brexit « dur », le gouvernement britannique a finalement bifurqué sur la voie d'un Brexit « soft », modifiant l'éclairage et la résonance que l'événement avait eus jusqu'alors.

### Flashback

La première année de vie du Brexit s'annonçait ardue pour le Royaume-Uni : le pays allait devoir accuser le choc, et fatalement perdre de son attrait économique aux yeux des investisseurs. Toutefois, avec le recul, force est de constater que l'économie britannique a plutôt bien résisté, et que la récession annoncée n'a pas eu lieu. Le Royaume-Uni n'a pas encore quitté l'Union européenne : l'enclenchement du processus a-t-il eu un impact sur l'économie britannique et ses marchés financiers ?

Vu de l'intérieur, le tout premier effet qui est aussi un des signes les plus visibles du Brexit a été la baisse de la livre sterling par rapport au dollar. Au lendemain du Référendum, la livre, dont l'évolution s'inscrivait déjà à la baisse entre novembre 2015 et mai 2016 (8%), a accusé une nouvelle

# Happy B-Day !

chute de 14%. Entre la nuit du vote, avant la publication des résultats, et janvier 2017, la livre a dégringolé de 19% par rapport au billet vert. Très rapidement, ce phénomène s'est fait ressentir sur l'inflation par le biais de la hausse des prix à l'importation. L'inflation de l'indice des prix à la consommation se situait aux alentours de 0,5% mi-2016, et a fini par atteindre 3% fin 2017. Aussi la livre dépréciée a-t-elle généré une hausse de l'inflation sous-jacente de 1,4% à la période du vote à 2,7% à la fin 2017. Comme à l'accoutumée, la dépréciation de la livre s'est assortie d'une baisse du pouvoir d'achat. Ainsi, il n'est pas surprenant que les dépenses des ménages aient suivi la tendance baissière, et le volume des ventes au détail qui se situait à 4% mi-2016 a chuté à 0,7% fin 2017. Un examen à la loupe est toutefois intéressant et amène à un constat surprenant : tout juste après le vote, les ménages ont dépensé davantage malgré les salaires réels en baisse, ceci se faisant au détriment de l'épargne. Les ménages ont tourné le dos à leur tirelire : c'est pourquoi les dépenses ont poursuivi leur croissance en dépit des salaires réels plus bas. Enfin, la dépréciation de la livre s'est également accélérée à la suite des élections législatives de 2017, lesquelles ont affaibli le gouvernement dans sa prise de décisions.

Vu de l'extérieur, la livre sterling affaiblie a contribué à une plus forte croissance des exportations et redoré le blason d'une économie britannique redevenue plus compétitive. C'est un fait : le tourisme a affiché de très bons résultats, la faiblesse de la monnaie rendant la destination d'autant plus intéressante. Aussi, les commandes destinées à l'exportation du secteur industriel ont augmenté dans la période qui a suivi la dépréciation de la devise. Si cela peut se résumer comme étant le bon côté de la médaille, il est indéniable que, dans le cas particulier qui nous intéresse, il serait insuffisant de se limiter à une simple description mécanique. Replongeons-nous dans le contexte économique mondial à la fin juin 2016 : à cette époque, les commandes destinées à l'exportation évoquées ci-dessous sont venues s'ajouter à des volumes exportés déjà élevés. Or, si l'on replace les faits dans le contexte mondial, force est de constater que, ces dix dernières années, la part du Royaume-Uni dans les exportations mondiales a eu tendance à se réduire, à l'image de la valeur réelle de la livre sterling. Au lendemain du vote du Brexit, cette part a de nouveau diminué. À la lumière de ces éléments, si la dépréciation de la devise inspirée par le Brexit a redonné un coup de pouce à l'économie britannique, ce dernier a simplement agi en ralentisseur du déclin de la part du pays dans le commerce mondial au lieu de permettre à cette tendance de s'inverser.

Qu'en est-il des investissements ? Au vu de la situation, les dépenses des ménages ont quelque peu perdu leur rôle de moteur de la croissance depuis le Référendum. Néanmoins, il apparaît que les dépenses d'investissement ont continué à apporter une contribution positive au PIB, pas aussi conséquente qu'en 2013-2014 mais tout de même supérieure à celle de fin 2015-début 2016. Les investissements privés n'ont donc pas souffert du Brexit. À présent, prenons de la hauteur : sur le plan de la croissance économique, les chiffres publiés avant le vote montrent que l'économie britannique affichait une croissance plus rapide que celle de la zone euro. Or, depuis le vote, c'est l'inverse.



La dette britannique reflète les effets d'une croissance ralentie : elle s'affiche en progression à 1.798 milliards de livres sterling pour l'année 2017-2018 (86,3% du PIB). De leur côté, les taux d'intérêt sont baissés à 0,25%, leur plus bas record au lendemain du référendum, la Banque d'Angleterre souhaitant entreprendre les démarches nécessaires à la relance de l'économie. En novembre 2017, les taux sont relevés à 0,5% dans le but de freiner l'inflation, décision controversée : l'économie peut en pâtir. En août 2018, le Comité de politique monétaire décide de relever les taux : portés à 0,75%, ils sont à leur plus haut depuis mars 2009. Cela étant, le gouverneur de la Banque d'Angleterre n'a pas manqué de réitérer le discours rassurant selon lequel les taux d'intérêts seront relevés graduellement et dans une faible mesure.

Du côté des actions britanniques, elles surperforment d'ordinaire (en monnaie locale) leurs homologues mondiales en période de déclin de la livre sterling. Or, depuis le référendum, elles ont sous-performé l'indice mondial, en dépit de la faiblesse de la devise. Comparer les actions britanniques à leurs homologues de l'Union monétaire européenne amène à un constat de sous-performance similaire. Le bilan est donc mitigé depuis juin 2016 : la surperformance est de 5% en devise locale mais de -13% en euro. Les marchés financiers verraient-ils d'un mauvais œil l'impact du Brexit sur la performance de l'économie et des sociétés ?

### Well,...

Revenons à notre date anniversaire : selon l'article 50 du Traité de Lisbonne, la procédure de retrait prévoit que les liens juridiques sont rompus deux ans après que l'État sortant a notifié sa décision, soit le 30 mars 2019. Dans le contexte particulier des négociations, le 23 mars 2018 dernier, les dirigeants de l'Union européenne ont octroyé à Theresa May la « période de transition » (la Première Ministre préfère l'appeler « période de mise en œuvre ») si chère à ses yeux. Le compte à rebours est donc lancé : si le présent scénario est maintenu, le pays entrera dans une période de transition durant laquelle il ne pourra plus exercer son droit de vote, mais où il continuera de bénéficier de ses avantages en termes d'accès au marché commun tout en étant juridiquement et financièrement lié à l'Union européenne. Cette période de mise en œuvre prendra fin au 31 décembre 2020 : le Royaume-Uni sera alors libre de nouer ses propres accords commerciaux, de choisir ses partenaires et s'affranchira de toutes les obligations imposées par l'Union européenne. Nombreux sont les sujets qui divisent, mais un semble faire l'unanimité : préserver ses avantages est primordial.

Il ne fait aucun doute qu'un tel contexte laisse peu de place à l'improvisation, et nécessite dès lors que tout le monde s'y prépare. À cet égard, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a publié une opinion le 25 juin dernier, dans laquelle elle met en lumière les risques qui découleraient d'un manque de préparation des établissements financiers dans le cas où le Royaume-Uni sortirait de l'Union européenne, dans le pire des cas, sans accord de retrait ratifié d'ici le 30 mars 2019. L'ABE exhorte les autorités compétentes chargées de superviser les établissements de

crédit, les entreprises d'investissements, les établissements de paiement et ceux de monnaie électronique, sans oublier les prêteurs et intermédiaires de crédit de veiller à prendre sans tarder des mesures concrètes en vue de la préparation au Brexit et d'informer clairement les clients et consommateurs auxquels ils sont contractuellement liés des risques encourus. La CSSF, en sa qualité d'autorité compétente en la matière, veillera à ce que l'ensemble des acteurs du secteur établis sur le territoire du Grand-Duché prennent les mesures prescrites dans l'opinion de l'ABE, et contactera les intéressés afin de vérifier que les mesures qui s'imposent ont été prises. Par ricochet, les entreprises doivent, quant à elles, se concentrer sur l'identification des impacts potentiels du Brexit, dégager un plan d'action prenant en considération l'émission de nouvelles licences ou l'extension des anciennes, atténuer les risques d'interruption des activités et identifier de nouveaux fournisseurs. Les dernières étapes consistent à activer le plan et à communiquer avec la clientèle, tout ceci pour le 31 décembre 2018 au plus tard.

### So what ?

L'actualité joue inexorablement sur les cours boursiers : des nouvelles positives ont un effet favorable tandis que les marchés pâtissent des nouvelles négatives. L'apalissade, certes, mais il s'avère que ces derniers souffrent même de nouvelles qui ne sont pas encore officiellement publiques ni connues. À cet égard, le Brexit est un phénomène relativement nouveau dans l'histoire économique et financière. Il a beau ne pas être « consommé », ses effets sur les marchés boursiers mondiaux n'en sont pas moins ressentis. L'ensemble des éléments que nous avons détaillés dans cet article témoignent du fait que l'économie britannique a été fondamentalement affaiblie suite au vote du Brexit. Le schéma sera-t-il identique lorsque le Royaume-Uni sera définitivement sorti de l'Union européenne ?

Les négociations entre les deux parties ont lieu dans un contexte politique et macroéconomique pour le moins particulier, voire inédit. Sur la scène politique, nombreuses sont les pierres d'achoppement, alors que la croissance sur le plan économique existe sur une toile de fond fragile, à mesure que les banques centrales se défont des dispositifs d'après-crise et que la tendance à la hausse des investissements s'infléchit. Ballotés entre tendances protectionnistes, incertitudes politiques et risques géopolitiques, les marchés financiers expriment leurs tourments par des accès de volatilité qui pèsent sur de belles perspectives. *Brexit or not Brexit*, là n'est plus la question : c'est avec lui qu'il faudra compter et tirer son épingle du jeu.



## Voyage au long cours

### Bourrasques inoffensives

Lors de la première moitié de l'année 2018, les marchés actions internationaux ont continué sur leur lancée en poursuivant la trajectoire ascendante entamée plusieurs années auparavant. Il va sans dire que la traversée a été mouvementée, car l'ascension ne s'est pas faite sans accroc et n'a pas eu lieu de façon identique sur toutes les places financières mondiales. En effet, l'indice MSCI World, indice boursier constitué de valeurs cotées à l'international et qui mesure la performance des marchés boursiers des pays économiquement développés, affiche une performance positive de presque +7% (performance calculée en euro) sur les sept premiers mois de l'année. Cette belle performance est toutefois à nuancer car elle varie de façon significative en fonction des zones géographiques. Ainsi, le marché américain, représenté par l'indice MSCI Amérique du Nord, affiche une performance en hausse de plus de +9%. La performance de son homologue européen, représenté par l'indice MSCI Europe, n'est en hausse que de +3%. De son côté, l'indice MSCI pays émergents est dans le creux de la vague : il affiche une performance négative, en recul de presque -2%.

Les marchés actions ont pris le pouls d'un monde politique agité. Ils ont évolué au rythme de la houle des discours et sanctions commerciales américaines à l'encontre de l'Europe et de la Chine, qui n'ont pas manqué de marquer leur désaccord sous forme de mesures de représailles. Dans ce contexte houleux, les investisseurs se sentent de plus en plus tendus, ce que les marchés traduisent par un regain de volatilité. Force est de constater que les investisseurs ne sont pas sans raison d'avoir peur. Tout d'abord, les États-Unis ont déclenché une guerre commerciale dont il est difficile de prévoir l'évolution. Ensuite, la Réserve fédérale américaine pourrait décider de relever à nouveau ses taux d'intérêt. Aussi, le cycle économique du pays, le plus long jamais connu, approche de la maturité. Ajouté à cela, de l'autre côté de la planète, le Moyen Orient vit depuis quelques mois de fortes tensions géopolitiques dans un environnement marqué par de profondes hostilités. N'oublions pas non plus de mentionner la crise monétaire et de la dette qui frappe la Turquie et met en péril, par effet de contagion, l'ensemble des pays émergents. Et, *last but not least, the Cherry on the cake* : le Brexit, pour lequel aucun accord n'a encore été trouvé.



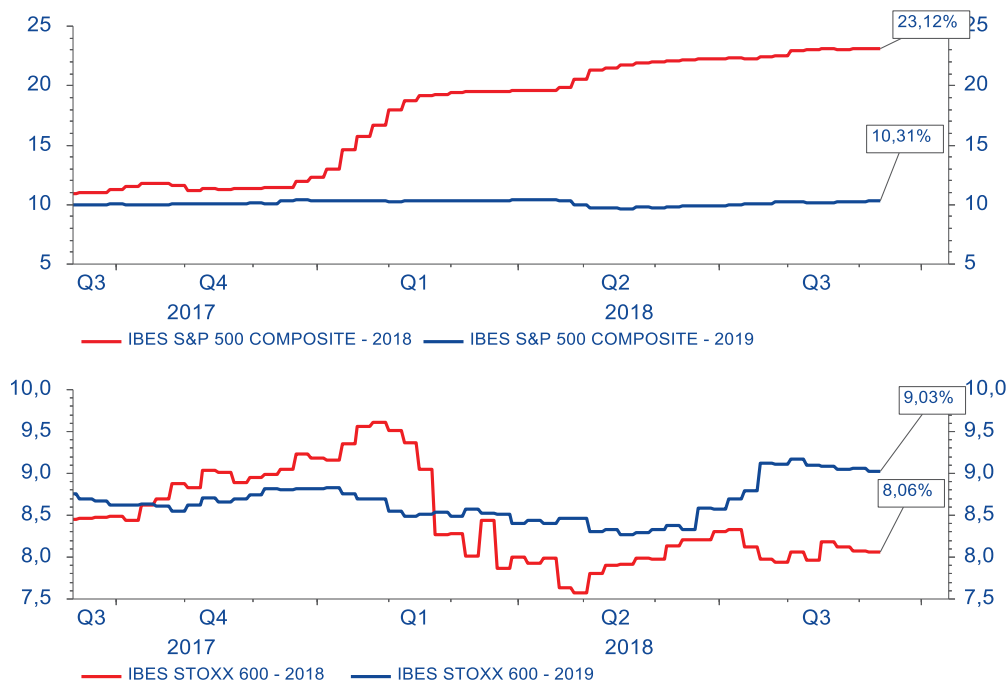
## L'évolution tangible jette l'ancre.

Si les investisseurs craignent les vents, ils peuvent toutefois prendre la mer car la solidité des données publiées est bel et bien au rendez-vous. En témoignent les publications des chiffres du second trimestre, lesquelles illustrent la combinaison parfaite de bonnes données macroéconomiques et de résultats de sociétés solides. Les chiffres d'affaires sont en augmentation tant aux États-Unis qu'en Europe, de 9% et 6% respectivement. De la même manière, les résultats par action sont en hausse de +25% aux États-Unis, où la réforme fiscale leur a prêté main forte, alors qu'ils ont atteint +11% en Europe. Ces bonnes publications, planche de salut des investisseurs, leur ont permis de continuer à tenir la barre, et ont largement contribué au soutien des marchés actions dans cet environnement chahuté.

La tendance est au beau fixe pour l'économie mondiale : elle reste bien orientée. Les différents indicateurs corroborent cet état de fait et donnent à penser que cette évolution positive perdurera. D'ailleurs, les différents indicateurs économiques ne sont pas les seuls à véhiculer ce message : les derniers chiffres publiés par les sociétés, que les commentaires variés de leurs dirigeants viennent étayer, vont dans la même direction. À notre avis, cette dynamique positive s'inscrira dans la durée, ce qui ne nous empêche pas d'être bel et bien conscients des écueils qui pourraient l'interrompre à tout moment. Les valorisations, devenues plus raisonnables que par le passé, sont le fruit de l'accélération de la croissance des résultats qui ont contracté les multiples. Il est un fait que l'environnement actuel est devenu plus hasardeux : ceci justifie des primes de risques plus hautes et, par conséquent, des valorisations moins élevées.



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



Source: Thomson Reuters Datastream

La visibilité fait défaut, et c'est pour cette raison que nous adoptons une approche prudente en conservant une vision neutre sur la classe d'actifs actions. Il nous tient à cœur de préciser que nous continuons à privilégier les investissements en actions au détriment des investissements obligataires. En effet, nous considérons que les obligations ne rémunèrent plus leurs détenteurs à la hauteur des risques encourus. Vogue la galère : l'environnement volatile que nous connaissons requiert une attention de tous les instants et un suivi quotidien afin d'être prêt à faire face à un retournement rapide de l'économie et par conséquent, des marchés financiers.

### Voiles ajustées !

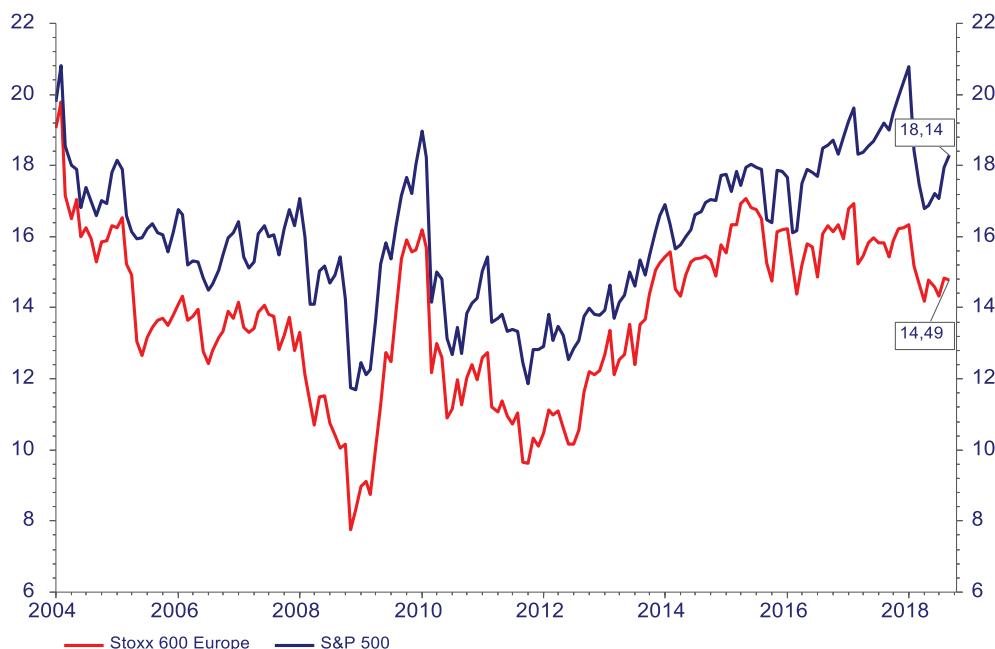
En matière d'allocation géographique, nous préservons nos recommandations « neutre » pour l'ensemble des régions. Nous sommes confortés dans notre pensée et affirmons que l'Europe a rattrapé une grande partie de son retard sur son homologue américain. De plus, l'écart de valorisation avec le marché américain, réduit à la portion congrue, ne justifie plus d'avoir une préférence pour les actions européennes. Par ailleurs, les conditions actuelles de remous politique en Italie devraient empêcher les marchés actions européens de surperformer leurs homologues américains dans le court terme. D'un autre côté, lorsque nous considérons les risques auxquels les pays émergents doivent actuellement se confronter, nous reconnaissons que les investissements que nous y consentons nous conviennent parfaitement. Aussi restons-nous

à l'aise avec notre recommandation neutre sur ces pays. En effet, une majorité d'entre eux ont émis de la dette libellée en dollars, ce qui les expose à la hausse des taux américains. Au demeurant, une guerre commerciale à l'échelle mondiale pourrait anéantir la situation économique des pays émergents, qui, rappelons-le, restent plus fragiles que les pays développés. Au regard des tensions que la Turquie a récemment vécues, nous réaffirmons notre conviction selon laquelle une vague de contagion pourrait déferler sur différents pays émergents.

En matière d'allocation sectorielle, nous continuons de favoriser les secteurs industriels, de la finance et de l'énergie. Outre leur caractère cyclique, ces secteurs devraient continuer de profiter de l'embellie de l'environnement économique et sont également soutenus par des fondamentaux solides. Notre décision de surpondérer le secteur de la finance ne s'inscrit pas dans la lignée du consensus. En dépit de cela, les valorisations sont intéressantes et les fondamentaux se sont fortement améliorés au cours des dernières années et devraient poursuivre dans cette voie. Nous pensons en effet que la croissance économique et la reprise des dépenses d'investissement des entreprises soutiendront la croissance du crédit. Dans un autre registre, il nous semble que la hausse des taux aux États-Unis, confrontée à la stabilité des taux européens à des niveaux très bas, devrait se traduire par une stabilisation voire une amélioration des marges nettes d'intérêts. Et pour boucler la boucle, des taux bas et une situation économique robuste devraient permettre aux établissements de crédit d'enregistrer un taux de défaut inférieur



## Ratio prix-bénéfice pour S&P 500 et Stoxx 600 (bénéfices prévus sur 12 mois)



à la moyenne historique, améliorant par-delà leur rentabilité. Le secteur de la consommation discrétionnaire a quitté le navire, et ne fait désormais plus partie de nos favoris (notre recommandation a été revue à « neutre ») : touché par une situation dans laquelle l'inflation est supérieure à la hausse des salaires, le consommateur américain commence à se retrouver face à une dégradation de son pouvoir d'achat. A fortiori, seules quelques valeurs sont à l'origine de la performance récente du secteur. Ce nombre restreint de valeurs, qui se résument à Amazon et Netflix, constitue la majeure partie de l'indice, ce qui représente un risque réel pour le secteur. En revanche, notre vision des secteurs des Services aux collectivités et de l'Immobilier n'a pas dérivé : elle reste « sous-pondérée » parce que nous considérons que ces secteurs ne bénéficient de l'embellie économique que de façon marginale. Sans compter que ces secteurs ont également tendance à sous-performer dans un environnement de hausse des taux d'intérêt. Au fond, si l'on en juge par les profils de croissance que ces valorisations affichent et les pressions structurelles auxquelles elles doivent faire face, il nous semble qu'elles sont exagérément élevées. À l'inverse, notre vision du secteur de la Consommation non-cyclique a évolué à « neutre » : des valorisations redevenues attractives se sont substituées à la forte sous-performance de ces derniers trimestres. De manière générale, ce secteur a beau souffrir de prévisions en berne et de révisions bénéficiaires négatives dans la durée, nous pensons que les scénarios-catastrophes dépeints par les investisseurs ont de fortes chances de ne jamais prendre corps.

« Le pessimiste se plaint du vent, l'optimiste espère qu'il va changer, le réaliste ajuste les voiles. »

William Arthur Ward, Écrivain, 1921-1994

À l'instar de navigateurs avisés, nous ajustons nos voiles pour que nos décisions restent le reflet fidèle de nos valeurs. Le vent a beau souffler, nous sommes à la barre et maintenons le cap.

Équipe Actions



**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](mailto:secretariat@bcee-am.lu), [www.bcee-assetmanagement.lu](http://www.bcee-assetmanagement.lu)

**Disclaimer :**

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document sont, sauf indication contraire, ceux de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne, de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, dont BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg ne peuvent cependant pas garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées. Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg. Les informations ne peuvent servir de seule base d'évaluation des valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce rapport constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg déclinent toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg ne pourront être tenus 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](mailto: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>.