

# PANORAMA FINANCIER

N° 02/2021



## Un monde parfait

### ÉDITORIAL

Investissement socialement responsable (ISR), données environnementales, sociales et de gouvernance (ESG), soutenable, écologique, durabilité, vert,... voilà quelques mots-clés qui ont tenté, par le passé, de conférer aux investissements une certaine qualité morale, visant à profiter à la planète et à tous les êtres vivants qui y séjournent, ou du moins à minimiser les nuisances issues des sociétés qui profitent de ces investissements.

Dans ce contexte, l'Union européenne marque son action du sceau de la transparence en introduisant un règlement entré en vigueur le 10 mars. Celui-ci vise à encadrer la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers. D'une part, ce dispositif fournit à l'investisseur une échelle de comparaison de sorte à ce qu'il dispose des éléments nécessaires afin d'évaluer la valeur morale de ses investissements. D'autre part, les publications que les acteurs de la finance seront tenus de fournir seront tellement détaillées que ceux qui utilisaient les concepts de manière un peu (trop) légère devraient, à moyen terme, se disqualifier eux-mêmes.

À travers cette publication, nous nous sommes efforcés d'expliquer simplement les tenants et les aboutissants de ce règlement pour permettre une plus grande transparence vis-à-vis des investisseurs finaux.

En 2019 déjà, Spuerkeess Asset Management a fait le choix de tenir compte des effets des investissements en termes de risque de durabilité, en signant les Principes pour l'Investissement Responsable des Nations Unies (UN PRI). Cette démarche a marqué le début d'un chemin, tout comme l'est le nouveau règlement de l'Union européenne. Un chemin, qui espérons-le, rendra de plus en plus transparent l'effet des investissements, de manière à ce que l'investisseur ait un choix éclairé à propos de l'utilisation de son argent.

Est-ce finalement à la finance de faire avancer le monde dans la bonne direction ? Historiquement, la finance reste à l'image de l'être humain, capable du meilleur comme du pire. L'astuce de l'Union européenne à travers la mise en place de cette réglementation consiste dans le fait d'intégrer la finance dans la volonté d'améliorer ce monde. En clair, non ce n'est certainement pas à la finance de faire la morale au monde entier. En revanche, nous pensons qu'il serait vain de faire la morale au monde entier sans y inclure la finance.

En définitive, il est très probable que ni ce règlement, ni les efforts que consent l'industrie financière ne parviendront à créer à partir de notre réalité actuelle un monde parfait. Pourtant, nous sommes confiants : l'espoir d'un monde meilleur devrait s'en retrouver fortifié.

**Carlo Stronck**

*Managing Director & Conducting Officer*



**SPUERKEESS**  
Asset Management

SPUERKEESS-AM.LU

## L'investissement responsable, sa réglementation et son impact

### CONTEXTE

Le monde dans lequel nous vivons nous offre tous les jours de nouvelles images qui révèlent les conséquences de l'activité humaine sur l'environnement. Parallèlement, les enjeux sociaux prennent une place de plus en plus importante dans la conscience collective, et les inégalités se font de plus en plus criantes, notamment grâce aux technologies de l'information.

Dès lors, il est du devoir, mais également de l'intérêt, de l'industrie financière que de s'adapter à ces problématiques. En effet, celles-ci deviennent essentielles, notamment pour les nouvelles générations, et dictent de plus en plus les décisions d'investissement des individus. Néanmoins, jusqu'à présent, la prise en compte de critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance n'était pas directement encadrée par une réglementation. Cela pouvait alors rendre fastidieuse et chronophage la comparaison des

produits financiers sur le plan de leur durabilité, alors même que dans certains cas, les caractéristiques vantées par des produits étaient clairement trompeuses.

Là où les indicateurs conventionnels que sont la performance, les mesures de risque ou encore la liquidité sont purement quantifiables et permettent une comparaison plus objective avec un grand historique de données, les indicateurs responsables sont, quant à eux, plus qualitatifs par essence. Notamment parce qu'ils peuvent reposer sur des opinions plus personnelles. Comment hiérarchiser les facteurs à prendre en compte ? Faut-il donner la priorité à l'aspect environnemental ou à l'aspect social d'un investissement ? Ces questions n'ont pas de réponse arrêtée mais dépendent des sensibilités de chacun. Comparer les différents produits financiers entre eux va dès lors plus loin que la performance ajustée du risque.

### LA MISE EN PLACE D'UN CADRE RÉGLEMENTAIRE EUROPÉEN

L'idée derrière la réglementation est donc de rendre l'analyse de toutes ces problématiques plus objective, et de permettre une meilleure comparaison des produits d'investissement pour les investisseurs eux-mêmes. Pour répondre à cela, le point majeur de cette réglementation est la transparence : nous nous trouvons dès lors face à un besoin d'explications plus qu'à un besoin de conformité.

Cette nouvelle réglementation prend plusieurs formes et se place dans le cadre du « pacte vert » de l'Union européenne, qui consiste en un plan d'action visant à faire de l'Europe un continent neutre en émission carbone à l'horizon 2050. Retenons quatre grands points de ce pacte vert en ce qui concerne l'industrie financière :

- › La réglementation SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) visant la transparence sur le caractère responsable des investissements.
- › La réglementation sur la taxonomie qui consiste en une liste évolutive des activités économiques jugées vertes et de critères permettant le calcul d'un niveau de durabilité standardisé.
- › La réglementation de l'UE relative aux indices climat européens d'émission bas carbone.

- › Le standard sur les obligations vertes de l'UE, qui permet d'assurer que le produit financier des obligations vertes se dirige bien vers des projets durables.

La première étape de la réglementation SFDR est entrée en vigueur au 10 mars dernier et comprend, entre autres, trois points de transparence qui s'appliquent à tous les fonds : la prise en compte des risques de durabilité qui peuvent influencer sur la valeur d'un investissement, la prise en compte des incidences négatives en matière de durabilité qui résultent de l'investissement, et enfin la classification des fonds selon trois grands articles :

- › Les fonds qui relèvent de l'article 6 : des fonds ordinaires qui n'ont pas de stratégie durable.
- › Les fonds qui relèvent de l'article 8 : des fonds qui présentent des caractéristiques environnementales et/ou sociales, tout en s'assurant de pratiques de bonne gouvernance au sein des entreprises dans lesquelles le fonds est investi.
- › Les fonds qui relèvent de l'article 9 : des fonds qui ont un objectif clairement durable et concret, parfois appelés investissement à impact.

À l'avenir, cette réglementation imposera la publication de données standardisées à l'ensemble des fonds qui font la promotion de caractéristiques ou d'objectifs responsables. La raison est une fois de plus liée à la comparabilité et à la transparence. La majorité des fonds possèdent une méthodologie responsable qui leur est propre, pour des objectifs qui sont souvent comparables, principalement la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Dès lors, la réglementation va imposer la publication d'une quinzaine de données standardisées, à savoir ces émissions de gaz à effet de serre, la consommation d'eau, la part de déchets hasardeux... dans le but de pouvoir prouver que les processus d'investissement responsable ont un résultat concret. L'ambition est de favoriser l'investissement responsable en empêchant des approches trompeuses, faisant part de ce qu'on appelle communément le « green-washing ».

La taxonomie viendra quant à elle appuyer cet aspect de transparence et de standardisation à travers la création d'un référentiel. Cette taxonomie touchera également les sociétés qui devront reporter leurs activités « vertes » au sens de la taxonomie. Grâce à cela, nous serons en mesure de chiffrer le pourcentage des investissements qui sont bel et bien consacrés aux activités vertes. Pour être jugée

responsable – ou verte – une activité économique devra répondre à au moins une de ces cibles environnementales :

1. Atténuation du changement climatique
2. Adaptation au changement climatique
3. Utilisation durable et protection des ressources en eau et des ressources marines
4. Prévention et réduction de la pollution
5. Transition vers une économie circulaire, prévention et recyclage des déchets
6. Protection des écosystèmes.

Lorsque ces nouvelles mesures seront effectivement mises en place, nous aurons la possibilité de fournir davantage d'informations sur le réel caractère vert de nos investissements. De manière plus générale, ces mesures vont pousser les entreprises à se démarquer sur leur caractère environnemental, et donc à devenir plus soucieuses de leur empreinte sur l'environnement et sur la société.

## L'IMPACT DE LA RÉGLEMENTATION CHEZ SPUERKEESS ASSET MANAGEMENT

Chez Spuerkeess Asset Management, la SFDR à travers ses trois types de fonds nous a permis de mettre en avant la profondeur de notre offre aux investisseurs. En effet, en proposant ces trois types de fonds, à savoir des fonds traditionnels, un fonds action possédant des caractéristiques ESG et un fonds obligataire possédant un objectif environnemental clair, nous offrons aux investisseurs le choix d'investir selon leur approche personnelle. En parallèle à notre gamme de fonds traditionnels, nous avons ainsi lancé au cours des deux dernières années deux fonds spécialement conçus pour l'investissement responsable : le Lux-Bond Green et le Lux-Equity Green.

La prise en compte des risques de durabilité, tel que la réglementation le requiert, fait également partie intégrante de notre gestion et touche l'intégralité des fonds sous gestion. Comme nous l'avons souligné, la volonté d'investir en faisant valoir un objectif responsable est un choix personnel. Pourtant, les entreprises peuvent être exposées à de nombreux risques non financiers, qui peuvent avoir un impact sur leur valeur. Nous pensons ici par exemple aux risques qui découlent de l'emplacement géographique d'une société, de sa consommation énergétique ou de sa consommation en matières premières. De nombreuses causes peuvent venir impacter ces facteurs, et cela est susceptible, par voie de conséquence, de toucher l'activité directe des entreprises, et donc leur valeur. À cet effet, nous tenons donc compte des risques de durabilité dans l'ensemble des fonds sous gestion, qu'ils soient traditionnels ou liés à une thématique responsable.

Afin de tenir compte de ces risques, plusieurs processus ont été mis en place. Dans un premier temps, un système d'exclusion de sociétés. En d'autres termes, nous nous

interdisons d'investir dans certaines entreprises dans le cas où leur sensibilité à ces risques est trop élevée. Selon nous, deux grands points entrent en compte dans cette considération : l'exposition de la société à ces risques et sa résilience dans le cas où des difficultés surviennent. Pour tenir compte de ces deux aspects, nous utilisons des données en provenance de différents fournisseurs. La transparence dans la publication de données environnementales, l'exposition aux risques durables et la gestion de cette exposition sont donc trois points sur lesquels les entreprises sont évaluées pour exclure celles qui sont le moins bien positionnées. L'idée ici n'est donc pas de promouvoir des caractéristiques durables mais bien de les utiliser pour maximiser la valeur des investissements.

Parallèlement, nous utilisons des données similaires dans le but de comparer les entreprises entre elles et privilégier celles qui présentent les meilleures caractéristiques. Ainsi, nous avons une approche qui, dans un premier temps, exclut les investissements jugés trop risqués d'un point de vue durable, puis dans un deuxième temps, optimise les investissements de sorte à mettre en avant les sociétés qui présentent le moins de risque liés à la durabilité. En somme, il en ressort des portefeuilles qui présentent un risque de durabilité contenu.

Enfin, dans le but de suivre de près ces aspects, et d'être vigilants dans notre démarche, nous avons instauré un Comité mensuel vert. Durant ce Comité, l'équipe de gestion, à savoir les gestionnaires de portefeuilles, qu'ils soient spécialisés dans les actifs verts ou non, et le Directeur des investissements, peuvent se retrouver pour discuter et débattre de l'ensemble des questionnements que crée l'investissement durable.

## DES FONDS DÉDIÉS À L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

Nous sommes conscients de l'importance que revêt le caractère durable d'un produit financier pour de nombreux investisseurs. C'est pourquoi nous avons lancé deux fonds avec des processus d'investissement dédiés et des caractéristiques ESG fortes.

### **Lux-Bond Green : un placement obligataire responsable**

Le premier à avoir été lancé le 29 novembre 2019 est le Lux-Bond Green, un fonds purement obligataire qui investit principalement dans des obligations vertes. Ces obligations vertes sont des titres de dette émis par des sociétés, des gouvernements ou assimilés, qui ont pour but de financer des projets ayant un impact positif sur l'environnement. Parmi ces projets, citons des installations d'éoliennes, des restaurations de bâtiments pour en faire des bâtiments passifs ou encore le développement de véhicules électriques.

Au cours des dernières années, ce type d'instrument s'est considérablement développé, au point d'être émis par des entités telles que le gouvernement français, le gouvernement italien ou encore des grandes sociétés telles qu'Apple ou Volkswagen. Il est à noter que la plupart des obligations vertes sont émises par des sociétés de services aux collectivités, qui visent à étendre leur production et distribution d'énergie renouvelables, ou par des sociétés financières, dans le but de financer des prêts liés à des activités vertes. Nous accordons une importance particulière à ces entreprises, qui sont les acteurs majeurs de la transition énergétique.

Des acteurs tiers effectuent des vérifications pour assurer la bonne utilisation des produits de ces obligations, par exemple l'utilisation d'un compte séparé pour bien différencier les recettes obtenues par les obligations vertes et les recettes des obligations traditionnelles. De plus, des vérifications ont lieu sur le caractère responsable des projets financés, avant et après leur implémentation.

Notre approche pour ce fonds a également pour but de prendre en compte d'autres critères sociétaux significatifs, à savoir ceux liés au caractère social et à une bonne gouvernance des sociétés émettrices de dette verte. Nous y amenons donc un filtre d'exclusion pour ne pas investir dans des sociétés qui s'inscrivent en violation des dix principes du Global Compact des Nations-Unies. Ces principes se regroupent sous quatre grands thèmes que sont les droits de l'Homme, les normes internationales du travail, l'environnement et enfin la lutte contre la corruption.

Ce compartiment permet donc aux investisseurs de profiter d'une approche obligataire traditionnelle, peu risquée, tout en contribuant activement à un objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre.

### **Lux-Equity Green : un fonds actions à caractère climatique**

Le dernier né est le Lux-Equity Green, lancé le 4 décembre 2020. À travers des investissements en actions internationales, le fonds vise à promouvoir la transition énergétique et accompagner l'instauration d'une économie durable.

Pour ce faire, la sélection de titres suit un processus rigoureux et transparent. L'approche « best-in-class » que nous appliquons au compartiment se concrétise d'abord par une série de filtres et d'exclusions appliqués à notre univers. Sont ainsi exclues les entreprises qui ne communiquent pas suffisamment de données environnementales, celles qui enfreignent les principes UNGC, et celles dont l'activité principale est liée aux énergies fossiles, au tabac, à l'alcool ou aux jeux de hasard.

Une des caractéristiques du fonds étant liée aux objectifs de réchauffement maximal de 2°C fixés par les Accords de Paris, nous optimisons ensuite notre sélection de titres en fonction d'une métrique de réchauffement climatique. Ce rating est calculé pour chaque entreprise de l'univers, et traduit leur impact sur le climat en fonction des objectifs environnementaux qu'elles se sont fixés. Nous attachons également une importance particulière à l'historique de réduction de gaz à effets de serre, et favorisons ainsi les entreprises qui présentent les meilleures évolutions de l'intensité carbone de leurs activités. Une analyse qualitative de l'impact environnemental des activités du groupe vient compléter le processus, parachevé par une analyse financière plus traditionnelle. Ainsi, de concert avec des analyses fondamentales traditionnelles, nous analysons de manière qualitative l'impact des activités des entreprises sur l'environnement. Nous favorisons ainsi des entreprises positionnées sur des secteurs et des métiers ayant un impact positif sur l'environnement (énergies renouvelables, gestion des déchets, ferroviaire, ...), mais également des entreprises adoptant dès à présent un paradigme durable dans l'établissement de leurs stratégies. Finalement, la sélection de titres est constamment optimisée pour conserver en permanence pour caractéristique un réchauffement maximal de 2°C.

Ce compartiment permet donc aux investisseurs d'avoir une exposition en actions internationales dans des entreprises qui œuvrent à la l'atténuation du réchauffement climatique grâce à l'impact environnemental positif engendré par leurs activités, ou grâce à l'amélioration de l'empreinte carbone de leurs activités existantes.

**Boris Stammbach**

Portfolio Manager

**Loïc Chaulacel**

Portfolio Manager

## Les beaux jours s'annoncent.

Ces trois derniers mois, la tendance haussière s'est poursuivie sur les marchés actions mondiaux, en dépit de la volatilité qui les a touchés à partir de mi-février 2021. En fait, cette période écoulée marque la sortie de crise, puisque plusieurs vaccins ont été découverts et les campagnes de vaccination ont été lancées à travers le monde. D'ailleurs, la vaccination constitue le seul espoir d'une sortie de crise durable car jusqu'à présent, confinements, couvre-feux et réouvertures des économies se sont succédés et ont inexorablement conduit à des périodes d'alternance entre croissance positive et négative d'un trimestre à l'autre.

Dès janvier, la plupart des pays développés ont lancé leurs campagnes de vaccination, quoiqu'à vitesse inégale. À titre d'exemple, fin mars, les États-Unis ont vacciné près de 25% de leur population et la Grande-Bretagne près de 30%. Or, en Europe continentale, ce chiffre avoisine à peine les 7%. Or, vacciner représente l'étape-clé sur le chemin de la reprise économique, car des secteurs d'activités entiers, notamment au sein des Services, en sont dépendants.

### 1. Contexte économique

Depuis plusieurs mois, l'activité économique reprend mais de manière graduelle et inégale à travers les secteurs et les zones géographiques.

Sur le plan sectoriel, les secteurs traditionnels du secondaire comme l'industrie et l'activité manufacturière mènent la reprise économique. D'ailleurs, la production industrielle, la demande de biens durables et les PMI manufacturiers sont les principaux indicateurs économiques qui attestent de son expansion actuelle, et qui se substituent aux lourdes difficultés auxquelles le secteur était en proie l'année dernière. D'autres indicateurs comme les frais de cargaison, la pénurie de semi-conducteurs et d'autres composants électroniques affichent même une certaine surchauffe du secteur.

De manière générale, les Services, quant à eux, font face à un environnement complexe dans lequel reprendre une activité normale relève du défi. En Europe en particulier, où les mesures de confinement et de couvre-feu sont toujours d'actualité, les Services sont toujours en contraction. Dans un tel contexte, seule la vaccination peut apporter davantage de visibilité.

D'un point de vue géographique, la Chine est le moteur de la croissance économique, et a été la première grande économie à freiner la propagation du virus et à reprendre une activité économique régulière. C'est pourquoi en 2020,

la Chine a enregistré une croissance économique positive et devrait rester le leader de la croissance mondiale, puisque d'après le Fonds monétaire international (FMI), sa croissance attendue en 2021 atteint 8,4%. La Chine profite d'une forte demande des biens manufacturiers dans les pays développés et ces derniers mois, ses exportations ont particulièrement alimenté sa croissance.

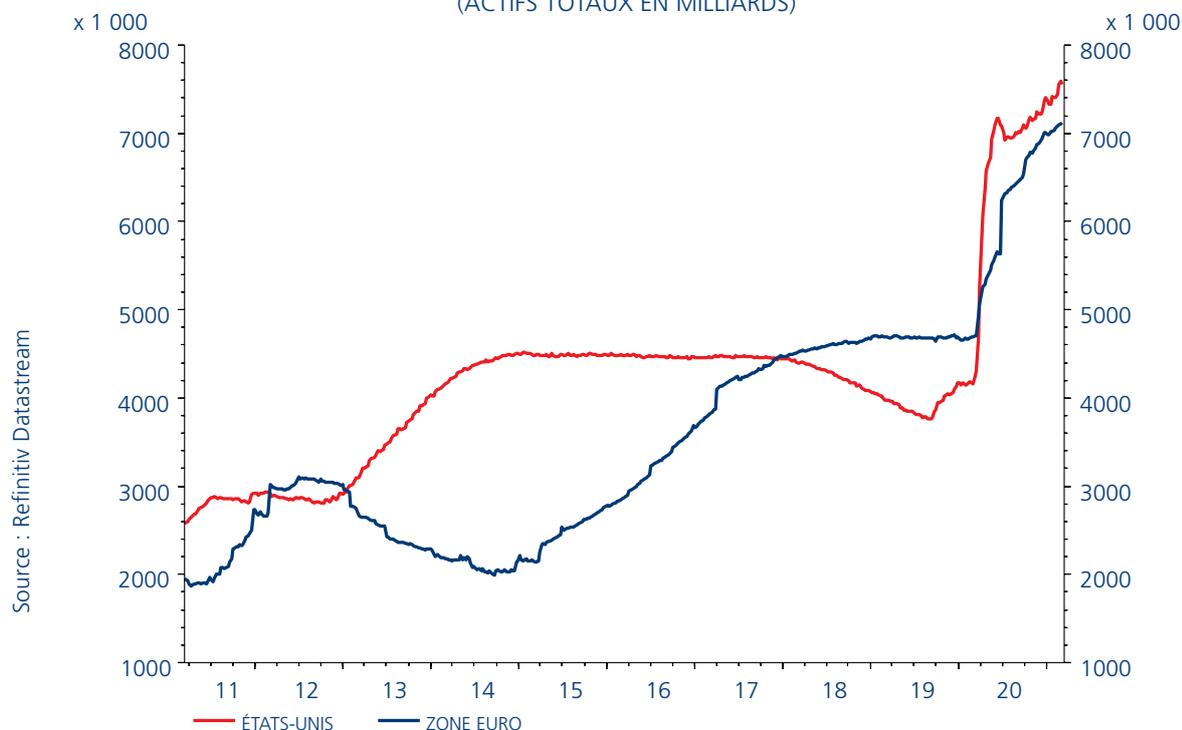
Les États-Unis devraient également connaître un bond économique conséquent en 2021. Depuis le début de l'année, les campagnes de vaccination sont plutôt une réussite : près de 100 millions de doses ont été administrées pour une population de 330 millions d'habitants. À ce rythme, l'immunité collective pourrait être atteinte avant l'automne et ainsi relancer complètement la machine économique. Aux États-Unis, les plans de relance successifs constituent l'élément-clé qui soutient l'économie à travers la consommation, puisqu'ils font grimper le revenu disponible des ménages. Aujourd'hui, le taux d'épargne des ménages américains est historiquement élevé de plus de 20%, grâce aux versements directs du gouvernement. En réalité, tant que la situation sur le marché du travail ne s'améliore pas, il est probable que les aides versées aux ménages finissent en épargne plutôt qu'en consommation. En somme, l'économie américaine devrait connaître une croissance de plus de 5% en 2021 d'après le FMI, mais ce chiffre pourrait très bien être revu à la hausse si les ménages reprennent confiance et utilisent cette épargne à des fins de consommation.

Enfin, l'Europe court le risque d'accuser un retard économique plus lourd encore si la gestion des campagnes de vaccination ne s'améliore pas de manière considérable. En Europe, les Services, qui représentent près de  $\frac{3}{4}$  de l'activité économique, sont en contraction depuis plusieurs mois car les mesures sanitaires empêchent l'activité de reprendre pleinement. C'est pourquoi, sans vaccin, seule l'activité industrielle portera la croissance.

### 2. Politiques monétaires et le risque de remontée des taux

Ces dernières semaines, les investisseurs craignent la remontée des taux longs américains. En effet, les plans de relance successifs et les bonnes surprises issues des chiffres économiques publiés ont brandi le spectre du retour soudain d'une inflation hors de contrôle. Or, les banques centrales restent de marbre, et réitèrent qu'en dehors de certains épisodes de pic d'inflation à certains moments de l'année, la grande tendance déflationniste vieille de trois décennies devrait finir par s'imposer à nouveau. De plus, soulignons que la dette (publique et privée) nouvellement créée lors de

## ÉTATS-UNIS VS ZONE EURO : BILANS DES BANQUES CENTRALES (ACTIFS TOTAUX EN MILLIARDS)



la pandémie en vue de soutenir les économies a dépassé des niveaux déjà soutenus avant la crise. Si les banques centrales permettent aux taux de rester durablement plus élevés, la soutenabilité de cette dette sera vite remise en question.

### 3. La tendance de long terme toujours confirmée

Ces dernières semaines, le marché connaît un grand retour de la volatilité et son corollaire de craintes liées à l'inflation et à la remontée des taux souverains. Toutefois, les tendances de long terme sont toujours bien présentes. Pour être plus précis, la tendance s'est améliorée dans certains secteurs cycliques, au détriment de certains secteurs à forte visibilité dont la Technologie.

D'un point de vue géographique, les valeurs européennes qui rassemblent davantage de composantes cycliques se portent bien depuis l'annonce du premier vaccin et les bonnes performances des secteurs industriels.

### 4. L'allocation globale

Notre allocation globale demeure en faveur des actions vis-à-vis des obligations. L'environnement de reprise économique, le soutien continu des banques centrales et des gouvernements en termes de politiques économiques, ainsi que la présence de tendances de longs termes significatives constituent autant d'éléments qui renforcent notre préférence pour les actions depuis la fin novembre. Nous

souhaitons profiter des régions qui mènent la croissance économique, et confirmons à ce titre notre vue positive sur des zones géographiques comme les États-Unis et la Chine.

### 5. Risques à notre allocation

Nous identifions deux risques majeurs à notre allocation. Tout d'abord, l'échec des campagnes de vaccination en raison de contraintes logistiques, d'éventuelles mutations du virus, etc. Ensuite, la remontée des taux d'intérêt. S'ils existent, ces risques restent mesurés car pour l'instant, les campagnes de vaccination avancent à une vitesse satisfaisante aux États-Unis et en Grande-Bretagne et devraient s'accélérer en Europe.

Par ailleurs, les risques d'inflation durable étant limités et les instruments à disposition des banques centrales étant toujours abondants, nous pensons que la remontée des taux longs peut engendrer de la volatilité, mais ne devrait pas remettre en cause à ce stade la tendance long terme sur les marchés.

*Aykut Efe*  
Économiste

*Xavier Hannaerts*  
Head of Investments

# Les banques centrales tentent de calmer le jeu.



## EUROPE : Inflation, mais où es-tu ?

La pentification de la courbe des taux européens a suscité de nombreuses inquiétudes parmi les investisseurs. Toutefois, ces craintes sont-elles fondées ?

La hausse des taux longs en Europe n'a été qu'une conséquence de ce qui s'est passé sur le marché obligataire américain. En effet, les législateurs ayant finalement approuvé la relance budgétaire et les prévisions de croissance économique étant revues à la hausse, les étoiles étaient alignées (pour le moins en apparence) pour anticiper une remontée de l'inflation et, par conséquent, un relèvement des taux longs.

Cependant, la hausse des taux réels n'a pas été identique à celle des taux nominaux. À l'instar du taux réel à 10 ans allemand, il a même chuté et se trouve en territoire négatif à des niveaux comparables à sa moyenne sur 5 ans. Seuls des taux longs réels positifs pourraient être inquiétants et poser problème à ce stade de la relance économique du Vieux Continent.

La dernière publication du chiffre d'inflation sur un an en Europe date du 28 février. Elle est ressortie à 0,9%, très proche de sa moyenne sur 3 ans qui est de 1%. En d'autres termes, cela n'a rien de choquant, d'autant plus qu'une grande partie de cette remontée est liée à l'appréciation des prix du pétrole. Le calcul est simple : en soustrayant les prix de l'énergie, du tabac, de l'alcool et de l'alimentation, nous obtenons l'inflation sous-jacente. Cet indicateur est libre d'éléments volatils et fournit une idée plus précise de l'évolution du niveau des prix. Ici non plus, aucun signe d'envolée de l'inflation. Fin février, le taux est ressorti à 1,1%, identique à sa moyenne... des 10 dernières années !

La Banque centrale européenne (BCE) a tout de même essayé de calmer le jeu à travers plusieurs interventions verbales. D'abord en soulignant que l'évolution des marchés est suivie de très près. Ensuite en affirmant qu'un resserrement des conditions financières n'est pas souhaité. Isabel Schnabel, membre du Directoire de la BCE, a également indiqué qu'une hausse soudaine des taux longs réels n'est pas désirable, car elle pourrait nuire au processus de reprise économique en Europe, ce qui laisse sous-entendre que l'institution monétaire pourrait intervenir sur le marché dans un tel scénario.

Bref, l'inflation ne devrait pas constituer une préoccupation pour les investisseurs tout comme la revue à la hausse des prévisions pour 2021 à 1,5% et 2022 à 1,2% par Francfort (toujours bien en-dessous de l'objectif de la BCE). Christine Lagarde a admis qu'elles ne reflètent que des effets temporaires, de base et d'évolutions des prix de l'énergie. Structurellement, rien n'a changé. Les problèmes démographiques liés au vieillissement de la population, le progrès technologique et le mode de consommation

moderne restent des facteurs plus importants dans la fixation du niveau général des prix et qui pointent vers une faible inflation. La politique monétaire ultra-accommodante n'est pas prête de disparaître de sitôt et devrait maintenir une pression baissière sur les taux. Ainsi, nous continuons de privilégier les emprunts publics de la périphérie qui restent les plus grands bénéficiaires vis-à-vis des souverains européens AAA-AA.

En somme, les prévisions de taux que nous avons fournies en début d'année restent en vigueur, ainsi que notre absence de pari directionnel en matière de durée.



## ETATS-UNIS : Un retour à l'inflation peu convaincant

Ces trois derniers mois, les taux américains ont poursuivi leur ascension qui s'est accélérée en février. Derrière ces mouvements de taux, le retour de l'inflation fait couler beaucoup d'encre : depuis quelques semaines, papiers de recherches des banques d'investissement, presses financières et autres gourous de la finance martèlent que l'inflation fera son grand retour, et que ceci aura un impact néfaste sur les obligations en érodant les rendements des investisseurs. Soit. Mais nous envisageons ce grand retour de l'inflation aux États-Unis avec davantage de scepticisme pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, les nombreuses restrictions liées au virus ont généré une pénurie de main d'œuvre qui touche plusieurs secteurs et affectent la production, la livraison ainsi que les prix des matériaux, mais surtout les délais de traitement des commandes. Par conséquent, la chaîne d'approvisionnement est perturbée à l'échelle mondiale, causant des goulots d'étranglement et poussant ainsi les coûts et les prix à la hausse. En définitive, cette hausse de prix est liée à des facteurs temporaires du côté de l'offre, mais pas à un changement structurel lié à la demande.

Ensuite, le marché de l'emploi n'a pas retrouvé sa forme d'avant la crise : la population active a perdu 5 millions de personnes, et le ratio emploi à temps plein sur population active s'affiche inférieur de 2%. Dès lors, nous ne voyons pas pourquoi, au stade où nous nous trouvons actuellement, l'inflation se matérialiserait de manière permanente.

Enfin, lors de son allocution au Congrès américain le 23 février dernier, Jerome Powell, le Président de la Réserve fédérale, a réitéré que la Banque centrale continuerait d'apporter son soutien afin de maintenir des conditions financières favorables. Il a également ajouté que pendant des décennies, l'inflation a été freinée par une concurrence internationale accrue, le développement du commerce en ligne et d'autres tendances qui mettent du temps à changer.

Dans une perspective d'investissement long terme, nous estimons favorable d'opter pour la neutralité en matière de durée.

## Le crédit : les banques centrales dorent son blason.

Ces derniers mois, la remontée générale des taux a eu un impact néfaste sur le crédit, américain comme européen. Néanmoins, les primes de risque sont restées relativement stables grâce aux avancées dans la distribution des vaccins et au regain d'appétit pour le risque que le contexte a généré.

Alors que le marché de la dette privée reste sous morphine monétaire, les banques centrales l'abreuvant de liquidités, les perspectives d'une reprise économique solide offrent davantage d'espoir de dégagements de marges des sociétés, et donc quant à leur capacité à rembourser leurs dettes.

Malgré des fondamentaux toujours mauvais en raison du grand choc économique engendré par la Covid-19, le soutien réaffirmé des banques centrales nous pousse à renouveler notre intérêt à l'égard de la classe d'actifs.

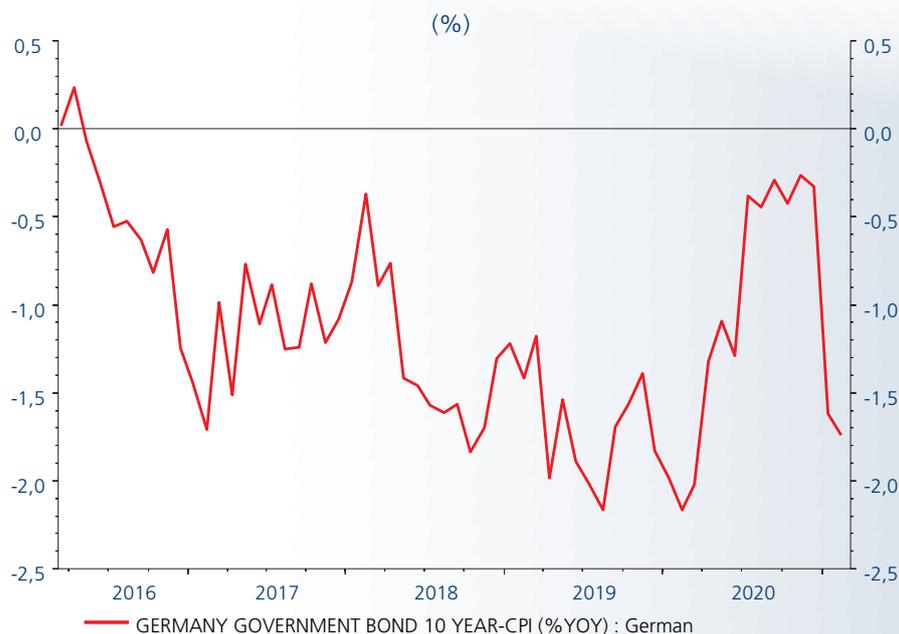
Bien que les taux souverains soient remontés, leurs niveaux restent faibles dans l'absolu et poussent dès lors de nombreux investisseurs vers des actifs plus risqués, à l'instar de la dette « High Yield », dans le but de ne pas subir des taux d'intérêts négatifs. De plus, la demande directe générée par les banques centrales et leurs plans de soutien continuent de créer une demande soutenable pour la dette privée. La classe d'actifs peut alors bénéficier de deux points majeurs : d'un côté, la reprise économique et le regain d'appétit pour le risque des investisseurs augmente la capacité des sociétés à rembourser leur dette et pousse les investisseurs vers de la dette de société. D'un autre côté, les banques centrales affichent sans ambiguïté leur soutien inconditionnel dans le cas où la reprise économique déçoit, dans le but de garder des conditions de financement intéressantes pour les sociétés.

Enfin, la BCE a récemment annoncé sa volonté d'intégrer des critères environnementaux dans son programme d'achats d'actifs, ce qui témoigne du fait que ces rachats dureront dans le temps et consolide notre décision d'intégrer ces mêmes critères dans nos choix de sélection.

Dès lors, nous pensons donc que le crédit, européen et américain, est toujours attractif.

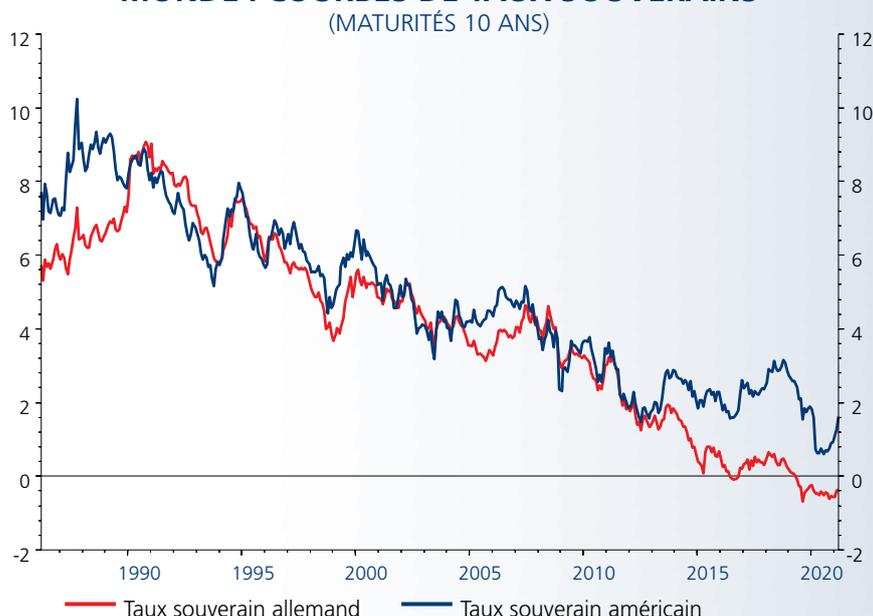
Équipe  
Fixed Income

## TAUX SOUVERAIN ALLEMAND RÉEL À 10 ANS



Source : Refinitiv Datastream

## MONDE : COURBES DE TAUX SOUVERAINS



## La croissance en bonne voie

Depuis la mi-novembre, les marchés actions sont portés par l'espoir d'une normalisation prochaine de la situation sanitaire alors que les campagnes de vaccination battent leur plein à travers le monde, laissant ainsi se profiler une reprise économique solide portée par le rattrapage de ses secteurs les plus cycliques.

Les deux dernières semaines de février ont même vu naître un nouveau phénomène relativement brutal : un retour en grâce assez extraordinaire des titres dits «Value». En effet, les excès de liquidités générés par l'épargne forcée des ménages au cœur de la crise et par les plans de relance budgétaire successifs ont nourri la propagation de scénarios inflationnistes sur les marchés. Combinées à une remontée des taux longs, notamment aux États-Unis, ces conjectures commencent à peser sur les multiples de valorisation de la Tech, en perte de vitesse sur la fin de la période, au profit de secteurs jusqu'alors peu considérés en cette période de crise sanitaire que sont l'Énergie et les Financières.

Du côté des performances, les pays émergents sortent une nouvelle fois du lot en affichant une performance de 13,2% (en USD) alors que le marché nord-américain colle à la moyenne mondiale en s'arrogeant un gain de 8,0% (en USD). Le marché européen ferme la marche, en hausse de 7,7% (en USD ; 5,5% en EUR). À l'échelle globale, les secteurs de l'Énergie et de la Finance enregistrent donc des performances largement meilleures à +34,9% et +18,7% respectivement, alors que les Services aux Collectivités sont à la traîne à -7,1%.

Ces bonnes performances globales ont été soutenues par la qualité des résultats annoncés pour le dernier trimestre 2020, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. Les sociétés du S&P 500 auront finalement affiché une hausse moyenne pondérée des bénéfices par action de 4,0% comparativement au dernier trimestre 2019 alors qu'une baisse de 9,4% était attendue. Aussi, les analystes ont rehaussé leurs prévisions de croissance pour le premier trimestre 2021 de +15,7% à +21,8% depuis le 31/12/2020. En Europe, la publication à date des résultats est moins avancée. Toutefois, la croissance moyenne pondérée des bénéfices par action des entreprises du Stoxx 600 est attendue à -15,2%, soit une surprise moyenne positive de 20,2%. Les analystes ont ainsi également relevé leurs estimations de croissance pour le prochain trimestre de +40,1% à +44,9% sur la même période.

En ce début mars, le phénomène de rotation a beau sembler se confirmer, nous pensons que les poussées inflationnistes ne seront que ponctuelles. En effet, comme le soulignent les nombreux commentaires sur les marchés obligataires, il est fort possible que ces à-coups d'inflation ne soient que des traductions temporaires d'une reprise économique à froid, très brusque, et ce dans un contexte fiscal et monétaire très accommodant.

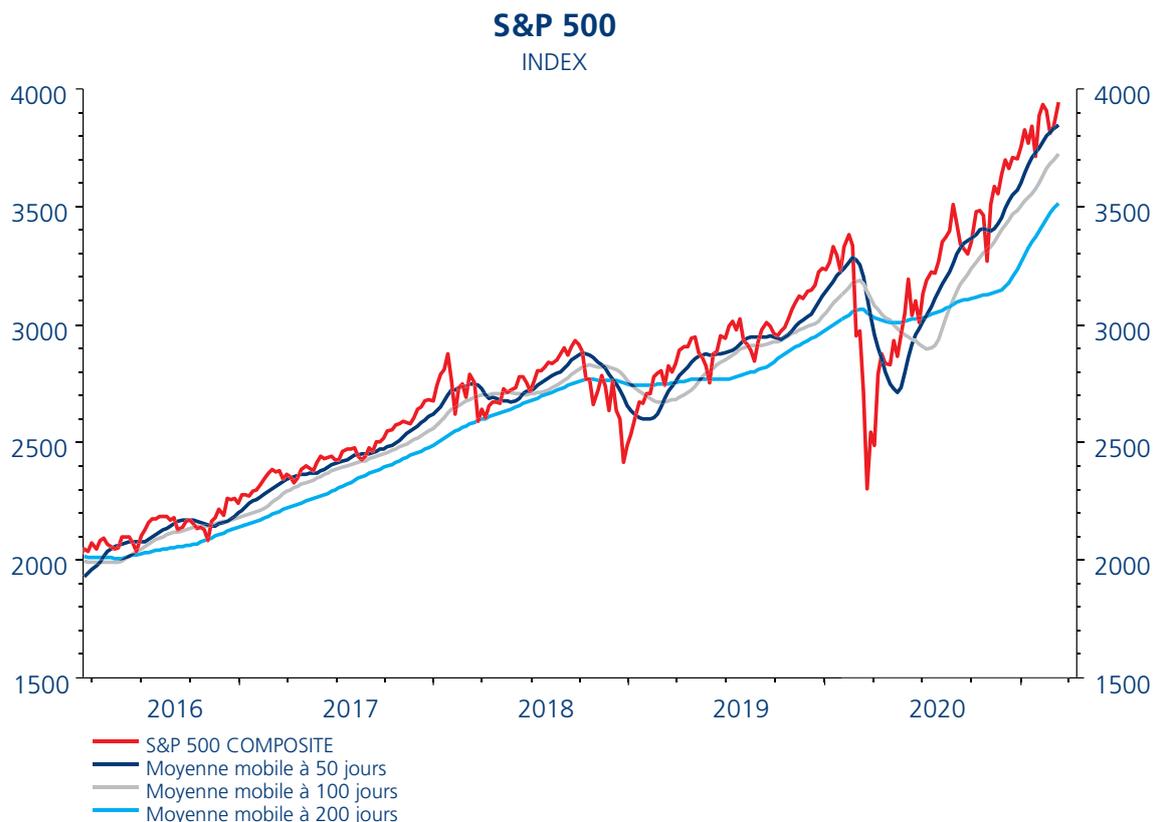
Les mouvements de marchés adjacents doivent donc être, selon nous, considérés comme des opportunités et non comme la naissance de tendances remettant fondamentalement en cause notre positionnement sectoriel à moyen/long terme. Globalement, nous conservons par conséquent une vue positive des marchés actions.

Pour rentrer dans le détail de notre allocation, nous ne prônons toujours pas un arbitrage géographique en faveur de l'Europe au sein des portefeuilles car le cas d'investissement demeure plus incertain. La force de frappe des gouvernements nationaux et de la BCE reste tout de même limitée comparativement à celle de la Fed ou du gouvernement américain et, dans la course à l'immunité collective par le biais de la vaccination, les États-Unis ont déjà largement distancé le Vieux Continent. De plus, la résurgence de désaccords latents sur le déficit, la dette, ou encore la gestion de scénarios inflationnistes pourrait venir compliquer la situation.

D'un point de vue sectoriel, nous réaffirmons donc notre conviction à l'égard des valeurs technologiques. Ces dernières se sont montrées très résilientes au cœur de la crise, apparaissant comme les agents d'une transformation profonde, nécessaire et imminente de notre économie et de notre industrie, accélérée par les ajustements forcés dictés par la situation sanitaire actuelle. Ces valeurs sont donc portées par un sentiment de marché favorable et de nombreuses petites et moyennes capitalisations boursières du secteur présentent le type de profil d'hyper-croissance que les investisseurs recherchent. Les tendances de fond sont donc bien orientées. Il faut cependant, comme nous l'exposons précédemment, porter un regard attentif aux valorisations des différents titres technologiques lesquelles pourraient, dans l'ensemble, bénéficier d'une détente.

Pour des raisons relativement similaires, parce que nous pensons que les modifications structurelles engendrées voire accélérées par la situation actuelle seront des catalyseurs à la hausse sur le long terme, nous réitérons notre opinion positive des secteurs de la Santé et des Services de Communication. Le premier devrait bénéficier d'une nouvelle dynamique porteuse de recherche et développement médicamenteux. De plus, le secteur de la Santé continue d'offrir un profil de croissance des BPA stable à environ 10% par an en 2020 et 2021. Le second intègre des grands noms de l'internet, du divertissement et de la communication digitale qui devraient continuer de bénéficier de la dématérialisation de l'environnement socio-économique, des échanges, et de la monétisation croissante des données.

Finalement, nous avons relevé, lors de la période, notre exposition au secteur industriel, qui devrait bénéficier de la reprise économique. D'après les analystes du consensus, la croissance moyenne pondérée des bénéfices par action du secteur de croissance devrait dépasser les 75% en



2021. Malgré un effet de base significatif à prendre en compte, cela représente néanmoins un très beau rebond de croissance. Au sein des titres industriels, deux possibilités intéressantes seront à explorer : les valeurs bien positionnées pour surfer sur les tendances séculaires que sont l'urbanisation, la décarbonation des infrastructures et des industries, ou encore la digitalisation et l'automatisation des processus industriels ; ou les valeurs de qualité offrant des points d'entrée attractifs pour les investisseurs de long terme du fait des implications économiques immédiates de la crise sanitaire actuelle.

Dans le même esprit, nous avons marginalement rehaussé notre exposition au secteur des Matériaux de Base, et notamment aux fournisseurs de gaz et minerais industriels actuellement épaulé par une remontée des cours des matières premières.

À l'inverse, nous adoptons un positionnement plus prudent, sans qu'il soit pour autant négatif, vis-à-vis des Services aux Collectivités, secteur très défensif et ne récoltant que

trop peu les suffrages des investisseurs, exception faite de quelques titres vivement engagés dans la transition énergétique, en Europe notamment.

Finalement, parmi les secteurs qui nous inspirent une vue plutôt négative nous pouvons citer l'Énergie, à la peine depuis le début de la crise sanitaire du fait des incertitudes qui pèsent sur la demande mondiale, préoccupations que le rebond observé sur la période ne nous permet pas d'éclipser totalement. En effet, si les cours actuels du brut permettent à la plupart des acteurs du marché de renouer avec la profitabilité, les catalyseurs à la hausse font toujours défaut et l'appréhension d'un virage environnemental aux États-Unis est réelle.

*Équipe  
Equities*

## Notre positionnement en bref

### Allocations générale d'actifs

Actions	+
Obligations	-
Cash	-

### Actions

#### Régions

US	+
Europe	=
Marchés émergents (Chine)	+

#### Secteurs

Energie	-
Santé	+
Technologie/Services de Communication	+
Industrie	+

### Obligations

#### États

Pays cœur Europe	- / =
Europe Périphérique	+
USA	- / =

#### Sociétés

Europe/US Investment grade	+
----------------------------	---



**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 Spuerkeess Asset Management S.A. (nom commercial de BCEE Asset Management S.A.) ou de Spuerkeess (Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg). Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, pour lesquelles Spuerkeess Asset Management S.A. et Spuerkeess 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 Spuerkeess Asset Management S.A. ou de Spuerkeess. 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. Spuerkeess Asset Management S.A. et Spuerkeess 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. Spuerkeess Asset Management S.A. et Spuerkeess 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 Spuerkeess et de Spuerkeess 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@spuerkeess-am.lu](mailto:secretariat@spuerkeess-am.lu) ou bien par courrier à l'adresse suivante : Spuerkeess 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 : <http://www.spuerkeess-am.lu>