

## La normalité 2.0

### ÉDITORIAL

Quelle joie de pouvoir enfin faire notre métier, d'effectuer une analyse économique en se souciant des évolutions financières plutôt que de s'improviser virologue ou épidémiologiste pour connaître les futures problématiques liées à la pandémie !

Non, nous ne croyons pas que la Covid-19 ait dit son dernier mot, mais force est de constater que la vie économique de notre planète continue. Des marchés actions au zénith, un prix de l'énergie au niveau d'avant crise et des emplois en croissance sont autant d'indicateurs porteurs de sens dont l'étude se révélera déterminante dans le choix des investissements les plus judicieux en faveur de notre clientèle. Désormais, les vieux réflexes d'avant-crise tels que la surveillance des facteurs inflationnistes ou encore l'analyse de l'évolution des bénéfices aboutissent de nouveau à des résultats prévisionnels convenables et fiables.

Si le coronavirus reste une maladie dont les caractéristiques peuvent à tout moment évoluer à travers de nouvelles mutations, celles-ci ne devraient plus être à l'origine d'un arrêt net de l'économie mondiale dans sa quasi intégralité, comme cela a été le cas en 2020.

En revanche, le passage de l'ouragan Covid laisse une économie profondément transformée. Les possibilités d'agir à distance se sont décuplées : le e-commerce en ressort particulièrement gagnant. Le télétravail a ouvert un autre champ des possibles aux salariés mais aussi les « téléloisirs », si l'on peut qualifier ainsi les plateformes de streaming qui, pendant de longs mois, ont remplacé les salles de cinéma et de concerts et qui ont révolutionné les habitudes culturelles et de loisirs.

En définitive, il nous semble illusoire de penser que le monde reviendra à son mode de fonctionnement d'avant la crise sanitaire. À cet égard, nous sommes certes dans un processus de retour vers une normalité de fonctionnement, qui sera pourtant différente de l'avant-Covid-19.

De cette normalité inédite se dégageront de nouvelles opportunités : à nous de vous aider à en tirer profit.

**Carlo Stronck**  
Managing Director & Conducting Officer

## La confiance se construit.

Les marchés mondiaux tiennent le cap dans un contexte économique où la reprise est toujours d'actualité.

Pour 2021 et 2022, les perspectives de croissance sont robustes : l'activité globale devrait rester au-dessus de sa croissance de long terme sur la période.

Dans cette phase d'expansion économique, la consommation et l'investissement demeurent bien en place et épaulés par un commerce international en croissance après une année 2020 qui a donné du fil à retordre.

Toutefois, depuis quelques mois, les attentes de croissance ne sont plus revues à la hausse et certains secteurs s'essouffent. Nous en déduisons que la phase d'accélération de la croissance économique s'est achevée, mais que le niveau de croissance qui sera observé à travers les prochains mois devrait être tout à fait robuste et satisfaisant.

Par ailleurs, comme nous le verrons dans la partie Actions, les chiffres microéconomiques témoignent également de cette reprise, avec une croissance remarquable des bénéfices d'entreprises.

### Une croissance forte mais à un rythme moins soutenu

À l'approche de la fin de l'année, la croissance mondiale aura confirmé les attentes de rebond économique après une année 2020 particulièrement rude. La croissance, qu'il s'agisse de celle que nous avons observée cette année ou de celle qui est attendue l'année prochaine, devrait se situer au-dessus des trajectoires de long terme.

### ATTENTES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE ANNUELLE DES ACTEURS PRIVÉS

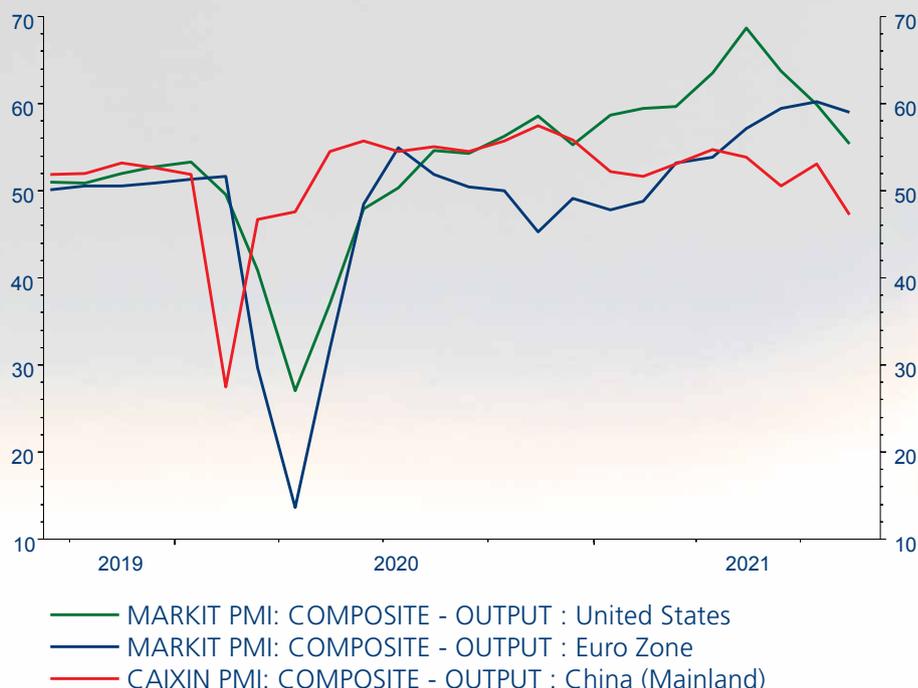
(SEPTEMBRE 2021)

	2021	2022
Monde	6,0%	4,5%
États-Unis	6,1%	4,3%
Zone Euro	4,8%	4,4%
Chine	8,4%	5,6%

Source : Bloomberg

Les marchés scrutent les indicateurs économiques de près, tout particulièrement les Indices des directeurs d'achats (PMI), qui se placent au-dessus de la barre des 50 pour les différents secteurs et zones géographiques. Cela est synonyme d'une expansion de l'activité, qui confirme en temps réel les attentes de croissance.

### PMI COMPOSITE - PRODUCTION US, ZONE EURO & CHINE



D'ailleurs, les chiffres du chômage américain montrent que la création d'emploi bat son plein. En juin et juillet, 1 million d'emplois ont été créés par mois en moyenne, ce qui excédait largement les attentes des économistes. Ainsi, le taux de chômage baisse continuellement depuis le pic de la pandémie et s'approche du niveau de « plein emploi ».

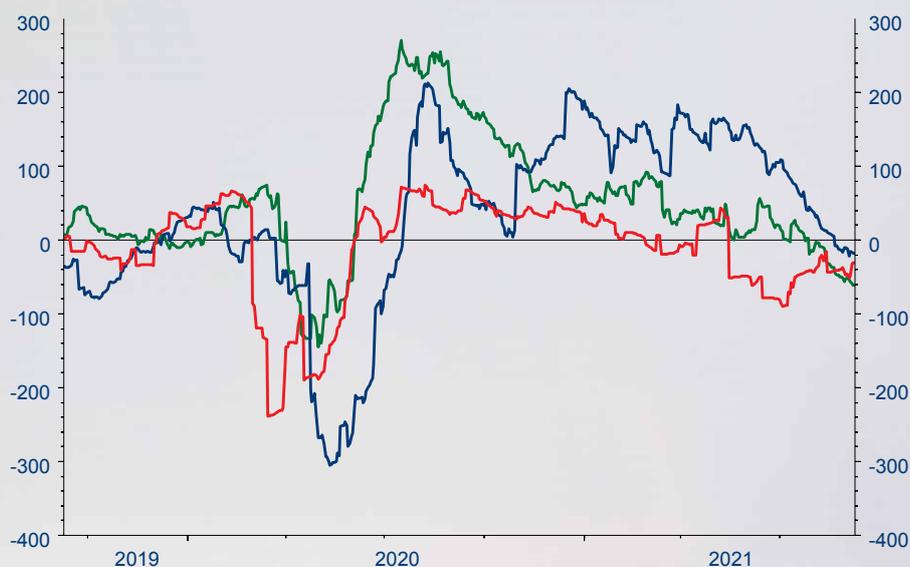
Pourtant, la croissance s'essouffle. En effet, au vu des chiffres de croissance historique, il aurait été vain de s'attendre à des chiffres aussi élevés que ceux observés jusqu'à présent durant une longue période.

Ainsi, les surprises économiques positives relevées en début d'année, lesquelles ont fait augmenter les taux longs et grimper les actions des secteurs les plus cycliques, commencent à se

faire rares. En moyenne, sur les dernières semaines, les données macroéconomiques publiées sont en-deçà des attentes des économistes.

Le talon d'Achille de l'économie mondiale demeure l'inflation. Les chiffres d'inflation sont élevés, mais les banques centrales, dont le rôle est de garder l'inflation sous contrôle, rassurent les agents économiques en martelant que des facteurs transitoires poussent actuellement l'inflation à la hausse. Nous partageons cet avis tout en considérant l'éventualité d'une inflation qui reste à des niveaux plus élevés que prévus sur le moyen terme.

## CITIGROUP ECONOMIC SURPRISE INDEX



— CESI - USA : United States  
— CESI - EUROZONE : Euro Zone  
— CESI - CHINA : China (Mainland)

Source : Refinitiv Datastream



## Global Asset Allocation : la faveur aux actions et aux marchés développés

La robustesse économique actuelle et les prévisions favorables font des actions les grands gagnants d'aujourd'hui et les favoris de demain.

Outre la vigueur de l'activité économique, le niveau des taux et les politiques monétaires constituent un deuxième pilier de soutien crucial aux actions.

Les politiques monétaires accommodantes et non conventionnelles (taux d'intérêt directs faibles et Quantitative easing, i.e. les achats d'obligations réalisés par les banques centrales) ont fait drastiquement plonger les taux sur les marchés obligataires. Ainsi, les actions sont devenues bien plus intéressantes aux yeux des investisseurs, et ce depuis de nombreuses années. Actuellement, l'évolution du chômage aux États-Unis et éventuellement la recrudescence de l'inflation font redouter aux investisseurs que les banques centrales ne limitent trop rapidement leurs rachats d'actifs (tapering).

Jerome Powell, le gouverneur de la Réserve fédérale américaine (Fed) a déclaré la volonté de réduire ces rachats, ce qui devrait être formellement annoncé d'ici la fin de l'année et appliqué en 2022.

Toutefois, nous pensons que cela n'entraînera qu'une augmentation relativement limitée des taux obligataires, ce qui ne devrait rien enlever à l'attrait des actions comparativement aux obligations.

Aussi, lorsque nous comparons le rendement des bénéficiers des actions aux rendements obligataires, il est indéniable que

les actions conservent leur attractivité vis-à-vis des obligations. De plus, les marchés devraient continuer d'être portés par une croissance des bénéfices attendue à 10% l'année prochaine.

Enfin, des tendances fortes sur les marchés actions viennent étayer ces vues positives, notamment au sein des marchés développés : les tendances de long terme constituent toujours un support important.

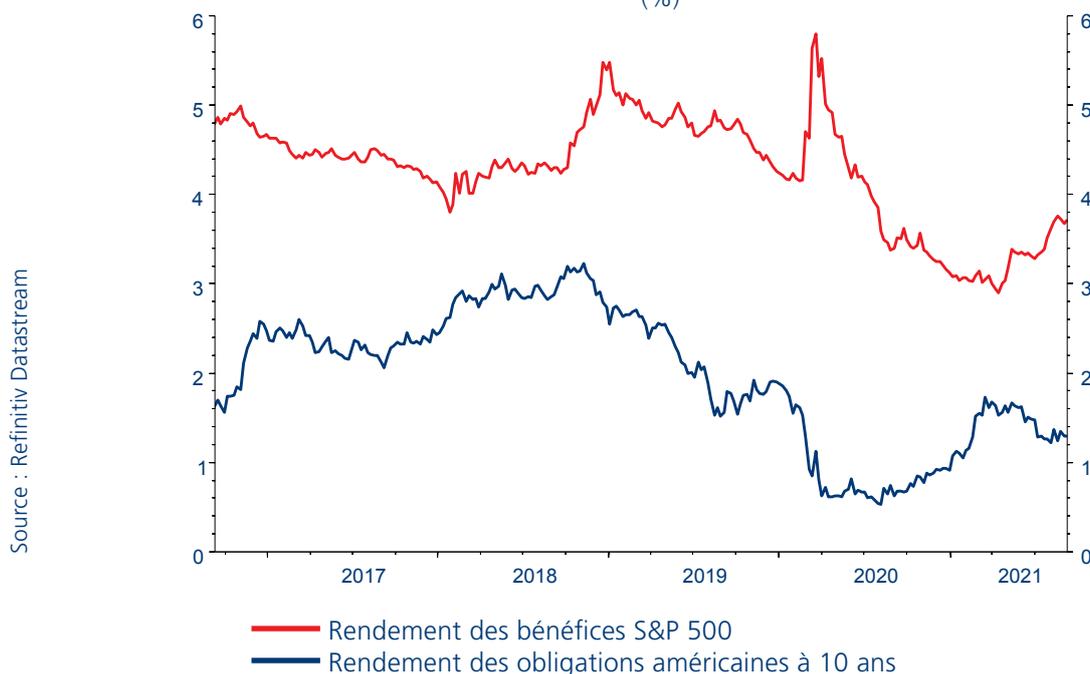
Cependant, compte tenu de la hausse rapide des marchés actions et du niveau élevé des valorisations, une respiration saine (une prise de profits qui ne remettrait pas en cause la tendance de long terme sur les marchés) ne serait pas surprenante. Aussi, à de tels niveaux de valorisation, il serait préférable de formuler des attentes plutôt conservatrices sur les rendements espérés du côté des actions pour l'année à venir (<10%).

D'un point de vue sectoriel, nous conservons un équilibre entre croissance et cyclicité. À mesure que la vitesse de croissance de l'économie mondiale s'atténue, nous avons favorisé les secteurs de croissance moins sensibles au cycle économique au détriment des secteurs les plus cycliques.

Sur le plan de l'allocation géographique, nous sommes satisfaits d'afficher une préférence à l'égard de l'Amérique du Nord et de l'Europe contre le reste du monde. Depuis le début de l'année, ces deux zones ont fait leur preuve en matière de performances et confirment notre vue : les États-Unis profitent des perspectives de croissance de long terme avec des secteurs d'avenir technologiques, tandis que les valeurs européennes ont su bien profiter de la reprise cyclique.

## RENDEMENT DES BÉNÉFICES & RENDEMENT DES OBLIGATIONS AMÉRICAINES À 10 ANS

(%)



**Les risques à l'allocation : Delta, inflation, bottlenecks**

Le tableau économique étant toujours porteur, nous trouvons opportun de conserver la surpondération des actifs dits risqués, mais nous suivons de près une série de risques qui pourraient bouleverser notre scénario central.

Certes, le plus fort de la pandémie fait partie du passé, mais les variants de la Covid-19 font obstacle à une normalisation définitive. Actuellement, les cas repartent à la hausse, surtout aux États-Unis et dans les pays émergents où les vaccinations stagnent. Fort heureusement, la protection conférée par les vaccinations limite le nombre de cas graves et d'hospitalisations, ce qui est, à l'inverse des États-Unis, à l'origine de la force du secteur des services qui implique un degré élevé de contacts humains. Ainsi, le variant Delta et éventuellement d'autres mutations du virus constituent toujours un risque ; c'est pourquoi nous continuerons de suivre de près la situation sanitaire.

Quant à l'inflation, les banques centrales sont jusqu'à présent parvenues à ce que les marchés gardent leur calme : les taux longs sont restés stables et les attentes d'inflation de long terme sont ancrées conformément aux objectifs des banques centrales. D'ailleurs, la question de l'inflation semble actuellement faire consensus car les acteurs du marché sont en ligne avec une vue transitoire de l'inflation. Le risque réside bel et bien dans le fait que l'inflation perdure. Certes, une envolée incontrôlée des prix à la consommation est un scénario peu probable, mais il est possible que l'inflation s'installe sur un plateau plus élevé que ce que nous avons connu ces dernières décennies sous le nom de « Grande Modération ». Avec la hausse actuelle des salaires aux États-Unis, une spirale « inflation-salaire » est aussi redoutée,

bien que considérée comme peu probable pour l'instant. Soulignons toutefois qu'une telle inflation, par exemple à 3% annuels, ne bouleverserait pas des marchés actions puisqu'ils seraient en mesure d'absorber cela.

Enfin, les goulots d'étranglement, aussi connus sous le nom de *bottlenecks*, représentent un véritable frein à la production et à la consommation et peuvent parfois peser sur le sentiment des consommateurs. Surtout lorsque la situation est celle d'une demande trop forte, combinée à une série de facteurs divers et variés limitant l'offre (hausse des frais de transports, problèmes logistiques, intempéries, manque de main d'œuvre, pénurie de composants électroniques, etc.). Une demande très élevée et une offre contrainte font grimper les prix, notamment ceux des biens. Pour l'instant, les investisseurs pensent et espèrent, au même titre que les banques centrales, que ces facteurs ne sont que transitoires et qu'un équilibre sera retrouvé. Il existe bien un risque, bien que ce ne soit pas notre scénario central, que ces facteurs soient plus persistants et qu'ils jouent un rôle dans le ralentissement de l'activité dans les mois à venir.

**Aykut Efe**  
Economist & Strategist

**Xavier Hannaerts**  
Head of Investments & Conducting Officer

**INFLATION ÉTATS-UNIS ET ZONE EURO**

(% YOY)



Source : Refinitiv Datastream

# Se détacher des mesures d'urgence avec agilité



## EUROPE :

**La BCE ajuste son objectif en place depuis sa création.**

En zone euro, l'élément déterminant de cet été fut l'annonce de Christine Lagarde, Présidente de la Banque centrale européenne (BCE), d'ajuster sa cible d'inflation. Il faut savoir que l'institution de Francfort n'a qu'un seul objectif défini : assurer la stabilité des prix en conservant un objectif d'inflation proche mais inférieur à 2% sur un horizon de moyen terme. Ces mots « proche mais inférieur » revêtent une importance capitale. En effet, selon les anticipations d'inflation, la BCE doit gérer sa politique monétaire (définition des taux directeurs, rachats d'obligations, injection de liquidités aux établissements de crédit, etc.) pour amener les intervenants de marchés, et par ricochet l'inflation réelle, vers cet objectif d'inflation.

Pourtant, depuis 2008, l'inflation est restée la plupart du temps bien en dessous de cette cible. Par conséquent, pour rester accommodante et soutenir l'économie alors que la crise de la Covid s'achève, la BCE a décidé de substituer aux mots précédemment cités « proche mais inférieur » les termes de « cible symétrique autour de 2% ». La différence est de taille car elle laisse largement la porte ouverte à des taux directeurs au plus bas pour une période très prolongée, même après un retour de l'inflation au-delà de sa cible.

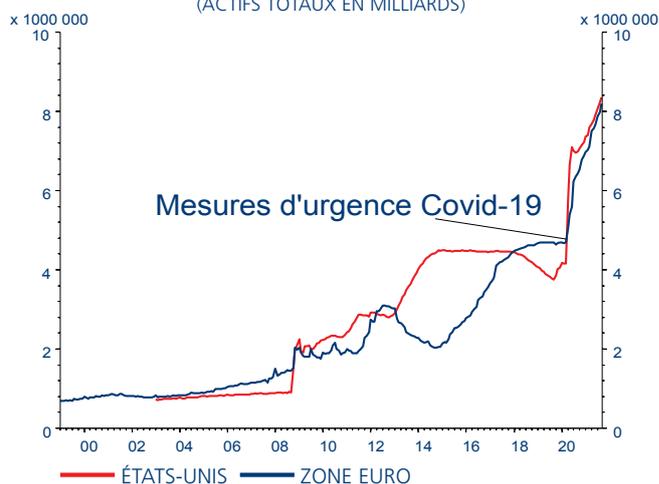
Cet effet a eu pour impact d'aplatir la courbe des taux souverains de la zone (principalement germaniques car considérés comme les moins risqués), et nous avons atteint un point bas de -0,50% le 3 août dernier pour le taux principal à 10 ans.

Certes, l'arrêt des mesures d'urgence mises en place l'année dernière pour contrer la crise sanitaire font couler beaucoup d'encre et animent les conférences de presse des gouverneurs de certaines banques centrales nationales. Néanmoins, l'arrêt de cette mesure sur les taux devrait avoir un impact limité, d'autant plus que sa mise en place devrait être graduelle et la taille du bilan de la BCE se maintiendra à des niveaux élevés un certain temps encore. De plus, n'anticipant pas de hausse des taux directeurs à court terme, nous pensons que les taux des obligations d'états devraient rester proches des niveaux actuels.

Dans les faits, ces mesures exceptionnelles ont surtout permis aux obligations périphériques (l'Italie, l'Espagne et le Portugal) de surperformer celles des pays core (l'Allemagne en particulier). De ce fait, nous pensons que l'arrêt probable des rachats d'actifs liés à la pandémie mettra un point final à la surperformance de ces obligations périphériques. Par voie de conséquence, nous préconisons un positionnement aligné par rapport au marché en termes d'allocation géographique.

En matière de durée, la classe d'actifs dans son ensemble ne nous paraît pas attractive. Les taux se situent à des niveaux trop bas et ne permettent pas d'envisager de belles performances dans les mois à venir. Cependant, pour un portefeuille diversifié également investi en actions, il est judicieux d'avoir une exposition aux obligations souveraines européennes dont la durée est en ligne avec le marché afin de conserver l'effet de diversification en cas de hausse de la volatilité sur les marchés actions.

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



## ÉTATS-UNIS :

**tapering or not tapering?**

De l'autre côté de l'Atlantique, les investisseurs ont également passé leur été en ayant les yeux rivés sur les propos de Jerome Powell, le Président de la Fed. Lors du meeting de juin, il a convaincu les marchés du caractère passager du rebond de l'inflation, mais face à la recrudescence du variant Delta, les taux américains ont tout de même drastiquement chuté pour atteindre 1,17% début août.

C'est alors qu'ont émergé les discussions au sujet d'un arrêt des mesures d'urgence mises en place lors du début de la pandémie de Covid-19. Au début de l'année dernière, le FOMC (Federal Open Market Committee, comité responsable de la politique monétaire) a drastiquement réduit ses taux, mais a surtout mis en place un programme de rachat massif d'obligations d'État américain pour un montant total de 120 milliards de dollars par mois. L'objectif : soutenir l'économie et le système financier américain. Néanmoins, compte tenu du niveau de croissance exceptionnel de 2021 couplé à d'excellentes prévisions pour 2022, certains membres du FOMC appellent ardemment à un arrêt immédiat de ces mesures d'urgence, voire même à un resserrement monétaire de crainte que l'inflation ne soit pas maîtrisée. Toutefois, rappelons que le deuxième mandat de la Fed est le plein emploi, et comme nous l'avons abordé dans notre partie économique, l'emploi américain est en bonne voie mais n'a pas encore pleinement retrouvé ses niveaux d'avant crise.

C'est pour ces raisons que les investisseurs ont attentivement scruté le discours de Jerome Powell lors du symposium de Jackson Hole à la fin août, leur but étant de savoir comment se passerait le tapering dans les semaines à venir. Et le discours a été plutôt clair : une baisse des mesures d'urgence des rachats d'actifs sera

sur la table d'ici la fin de l'année, mais cette normalisation sera progressive et surtout, une hausse des taux directeurs ne sera pas automatiquement enclenchée dès la fin de ces rachats d'obligations.

Au vu de cette situation, nous sommes d'avis que les points bas sur les taux américains sont derrière nous. En revanche, nous ne pensons également pas être au-devant d'un nouveau cycle de hausse des taux à court terme. Nous recommandons donc d'être prudents sur la classe d'actifs en optant pour une durée légèrement inférieure à celle du marché, mais sans être trop court pour autant car cela supprimerait l'effet diversifiant de la classe d'actifs pour les portefeuilles qui détiennent également des actions.

**Le favori : le crédit**

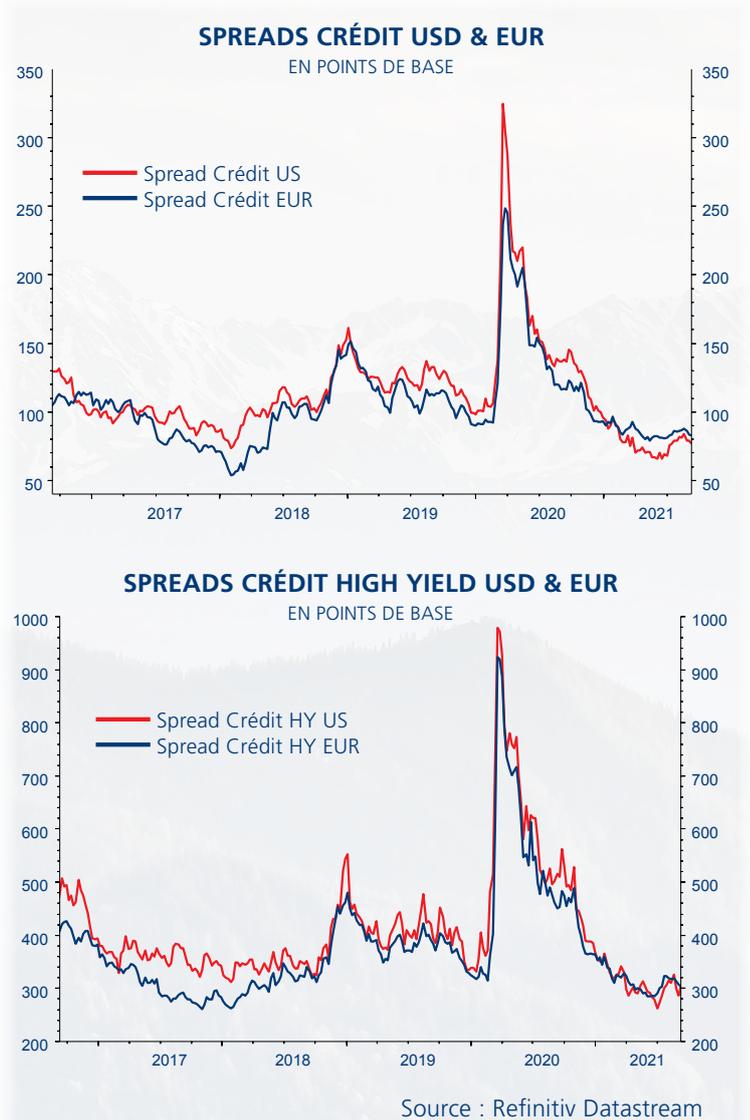
Si les obligations d'état ont subi les affres de la volatilité cet été, le crédit a une nouvelle fois démontré qu'il était digne d'intérêt. En dépit des spreads proches des plus bas historiques de part et d'autre de l'Atlantique, le crédit demeure, tant pour les émetteurs bien notés (Investment Grade) que pour les autres qui le sont moins (High Yield), le marché obligataire au meilleur rapport rendement/risque.

Sur le plan des fondamentaux, la crise sanitaire a été plutôt bien gérée par les directeurs financiers qui ont profité des mesures de soutien pour diminuer leur endettement et effectuer des réserves de liquidités.

L'arrêt des plans d'urgence des banques centrales pourrait laisser présager le retrait du plus grand acheteur d'obligations d'entreprises de ces dernières années. Pourtant, d'après nous, il n'en sera rien. Le PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) de la BCE est presque uniquement composé d'obligations d'état. Sa cessation ne devrait donc pas poser de problème au marché du crédit en Europe car le CSPP (Corporate Sector Purchase Program) devrait rester encore actif après l'arrêt du PEPP. Pour la Fed, les mesures d'urgence mises en place au moment de la pandémie ne concernent aussi que les obligations d'état. De plus, la Fed avait déjà commencé à réduire les positions de dette privée qu'elle détenait, notamment via des ETFs. Notons que ces positions étaient très limitées, surtout par rapport à l'action de la BCE. C'est pour ces raisons que nous restons positifs à l'égard des obligations d'entreprises les mieux notées (Investment Grade), qui continueront d'offrir un surplus de rendement avec un risque contenu.

De son côté, la dette à haut rendement a vu le pic des défauts au début de cette année. Désormais, nous sommes proches des niveaux de 2014/2015, touchant 1,2% en Europe et 2,2% aux États-Unis. Les fondamentaux sont bien orientés, mais les valorisations demeurent élevées, ne laissant que peu de place à un resserrement des spreads. Ceci ne nous permet pas d'être positifs sur la classe d'actifs, mais son rendement élevé apporte du « carry » et nous pensons qu'il est judicieux de conserver ce type d'obligation au sein d'un portefeuille obligataire pour combattre les taux bas.

Enfin, nous affirmons notre penchant pour les obligations d'entreprises des pays émergents. La crise de la Covid-19 leur a également permis d'améliorer leurs ratios et affichent même des niveaux d'endettement inférieurs à ceux de leurs homologues européens et américains. Outre



leur qualité de crédit, en moyenne Investment Grade, et leur durée contenue autour des 5 ans, elles octroient un ajout de rendement avec un risque maîtrisé. Cependant, la classe d'actifs étant liée à la courbe des taux américaine, il demeure essentiel de suivre l'évolution de la politique monétaire de la Fed qui pourrait, en cas de dérapage incontrôlé, représenter un facteur de risque majeur pour les pays émergents. C'est pour cette raison et pour sa très belle performance depuis mars 2020 que nous optons pour la prudence et que nous affichons un positionnement neutre.

*Équipe  
Fixed Income*

# Une résilience durable

Une certaine volatilité caractéristique des mois d'été et des prises de bénéfices ponctuelles n'ont pas freiné les marchés actions dans leurs tendances haussières.

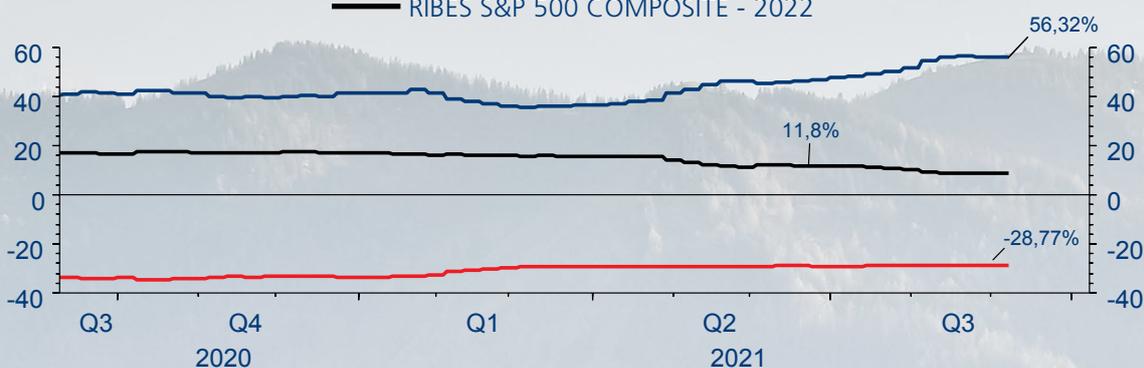
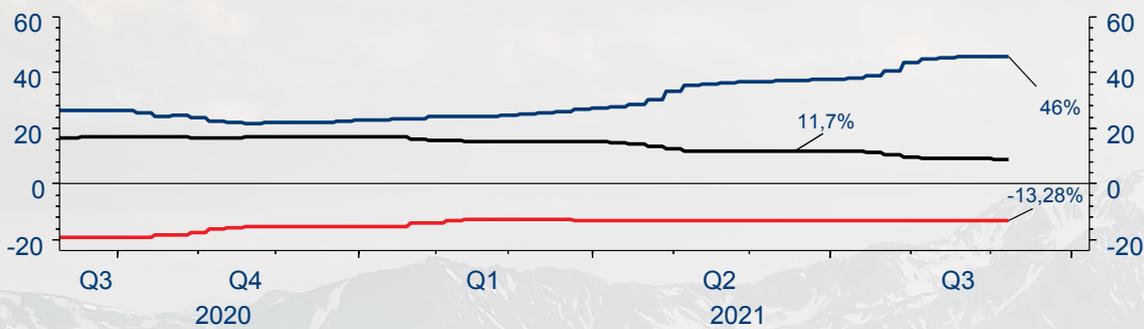
Ainsi, en euros, le MSCI World s'arrogeait encore 4,8% sur l'été, également soutenu par le MSCI North America, en hausse de 5,5%, et le MSCI Europe, en progression de 3,9%. Seuls les marchés émergents ont été à la peine, plombés par la piètre performance du marché chinois. En effet, le MSCI Emerging Markets affiche ainsi une baisse de 3,9% en euros sur les deux mois d'été, alors que le MSCI China, quant à lui, signalait une de ses plus mauvaises performances à -13,5%.

Malgré les bonnes performances des bourses occidentales, l'évolution des marchés a continué d'être rythmée par les mêmes interrogations persistantes que les investisseurs ne connaissent désormais que trop bien : propagation du variant Delta, réouverture des économies, inflation américaine et évolution future du soutien monétaire des banques centrales. Et si cela ne suffisait pas, les investisseurs ont

également eu à faire face aux durcissements réglementaires chinois et à leur impact sur la performance relative de certaines composantes de marché.

En effet, les ingérences répétées du gouvernement chinois pèsent lourd sur le sentiment de marché. Après avoir annoncé vouloir reprendre la main sur le système éducatif, puis limiter la capacité d'action des sociétés technologiques chinoises florissantes, le gouvernement a également communiqué qu'il souhaitait reprendre la main sur des pans entiers de son économie et faire en sorte que les données relatives au comportement des consommateurs locaux soient considérées comme un bien public plutôt qu'un bien privé. Ces révélations ont jeté un froid sur les marchés car leur implémentation réduirait la capacité des entreprises privées à collecter et à exploiter ces données pour leur propre usage commercial et limiterait par la même occasion leur potentiel de croissance. Entre les lignes, il faut comprendre que le Parti mettra tout en œuvre pour empêcher la naissance de géants jouissant d'un positionnement quasi-monopolistique et usera de tous les artifices réglementaires pour s'insinuer

## ÉVOLUTION DE LA PRÉVISION DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES S&P 500 ET STOXX 600



Source : Refinitiv Datastream

dans les décisions stratégiques de ces mastodontes de la méga-consommation/numérisation.

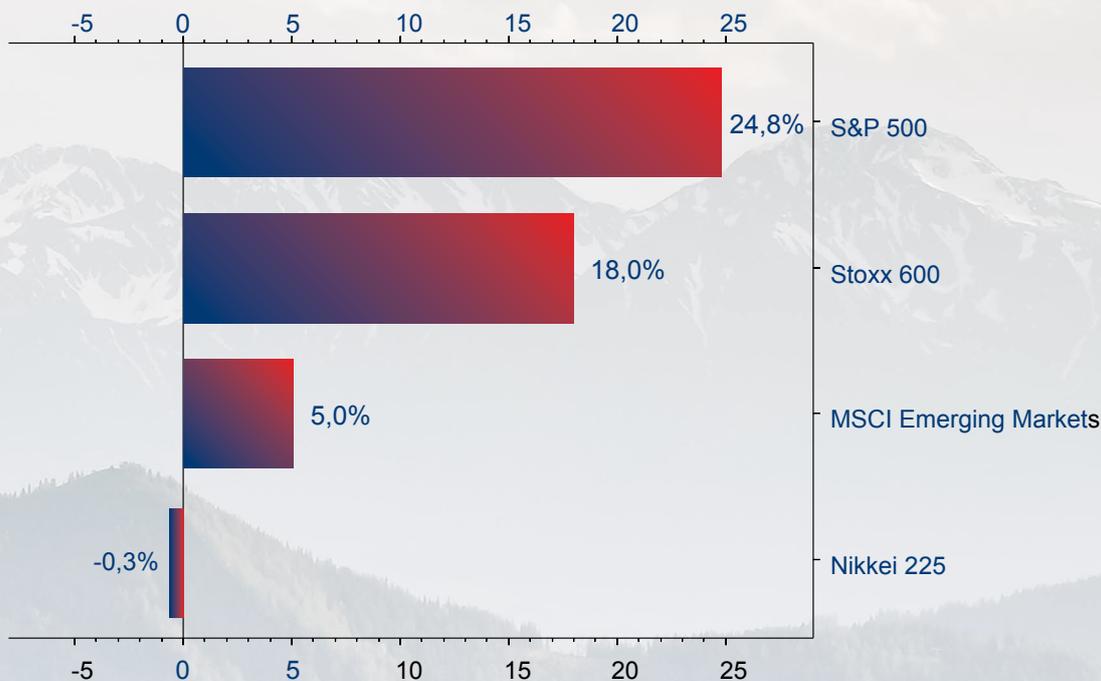
En août, c'est le secteur du luxe qui s'est retrouvé dans l'œil du cyclone, directement frappé par les velléités de meilleure redistribution des richesses annoncées par Xi Jinping. Si la Chine ne représente qu'un tiers du marché du luxe, elle est à l'origine d'environ deux tiers de sa croissance, et après les performances stellaires des derniers mois, le secteur a subi une prise de bénéfices partielle et, somme toute, assez logique.

En dépit de ces nombreuses incertitudes, les marchés ont été portés, avant tout, par une économie qui continue de prouver sa résilience, et qui s'est désormais accoutumée à vivre avec le virus. Les indicateurs avancés, bien qu'ayant passé leur pic, restent à des niveaux élevés, et les résultats d'entreprises sont en forte hausse et largement au-dessus des attentes. Finalement, c'est une situation presque idéale pour les marchés, et ceux-ci ne s'y sont pas trompés, enchaînant des records de part et d'autre de l'Atlantique.

En définitive, même la propagation du variant Delta n'est pas une mauvaise nouvelle pour les marchés : hormis des pressions inflationnistes temporaires sur certaines chaînes d'approvisionnement, elle ne devrait pas entraîner de conséquence économique majeure. La vaccination est désormais bien avancée dans la plupart des pays développés, et une nouvelle fermeture des économies semble peu probable. Pour autant, cela incite la plupart des banques centrales à la prudence, en témoigne la Fed, qui devrait rester relativement accommodante en dépit de son prochain tapering.

### PERFORMANCE DES INDICES D' ACTIONS

(DU 31/12/2020 AU 31/08/2021, EN EUR)



Source : Refinitiv Datastream

■ Performance (%)

Sur le plan purement microéconomique, les bonnes publications ainsi que les révisions à la hausse des attentes de BPA, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, ont épaulé les cours. Aux États-Unis, la croissance du chiffre d'affaires pour le dernier trimestre s'affiche à 25,2% - soit la meilleure performance jamais enregistrée par Factset. Les BPA sont eux en augmentation de 90,9%, ce qui permet de soutenir des niveaux de valorisation supérieurs à la moyenne historique. Cependant, encore une fois, certaines sociétés (hyper-) growth corrigent après publication de leurs résultats : ils ont beau être excellents, cela ne suffit plus à justifier leurs valorisations exceptionnelles. En Europe, la croissance du chiffre d'affaires tourne également autour des 25,1% pour le dernier trimestre alors que les BPA s'envolent : +152,5% ! La reprise des secteurs cycliques est également beaucoup plus flagrante sur cette géographie alors que les Industrielles affichent une progression moyenne des BPA de 749% ; +361% pour les acteurs de la Consommation discrétionnaire. Ces chiffres sont donc très encourageants et tendent à souligner la solidité de la reprise malgré les incertitudes sanitaires.

D'un point de vue sectoriel, nous maintenons notre préférence pour les secteurs de la Santé et de la Technologie. Le premier bénéficie en effet d'une dynamique de R&D porteuse, et des valorisations de sociétés qui restent raisonnables au vu de leur potentiel de croissance, porté par l'innovation et un cadre réglementaire favorable. En dépit de valorisations élevées, le secteur de la Technologie continue de contribuer à la transformation profonde et nécessaire de l'économie, accélérée par la crise sanitaire. Le secteur bénéficie donc de tendances séculaires bien orientées, avec par exemple la transition vers le Cloud et les modèles SaaS qui accroissent la visibilité des revenus à venir.

Nous réitérons également notre préférence pour les Services de Communications, qui rassemblent les sociétés de l'internet et des médias, et qui devraient continuer de bénéficier de la dématérialisation de l'économie, de l'inlassable essor de l'abonnement et de la croissance des volumes de données échangées.

Par ailleurs, dans une logique plus tactique, nous conservons notre biais positif sur la Consommation discrétionnaire et l'Industrie qui bénéficient de l'amélioration économique de l'environnement actuel et de l'afflux de liquidités dans l'économie. L'Industrie devrait également, à long terme, profiter de la digitalisation et de l'automatisation des processus industriels. Nous préférons donc miser sur des sociétés industrielles de qualité, au pricing power affirmé, qui permettent de jouer la reprise et sont protégées d'éventuelles poussées inflationnistes, que nous estimons malgré tout transitoires.

Inversement, nous continuons d'émettre une opinion plus prudente à l'égard du secteur des Services aux Collectivités, dont le profil défensif n'est plus approprié à notre analyse de la situation économique. Dans la même optique, nous demeurons négatifs vis-à-vis des acteurs du secteur de la Consommation de base qui, globalement, sont très

justement valorisés par les marchés étant donné leur profil de croissance. D'ailleurs, au cours du 2<sup>ème</sup> trimestre 2021, ces deux secteurs sont les seuls à avoir connu une révision à la baisse des attentes de croissance des BPA.

Enfin, nous maintenons notre prudence à l'égard des Matériaux de base qui demeurent exposés à un éventuel ralentissement économique en Chine, et de l'Énergie, soumise aux politiques de décarbonation des économies.

*Équipe  
Equities*

## Notre positionnement en bref

### Allocation générale d'actifs

Actions	+
Obligations	-
Cash	-
Duration	-

### Actions

#### Régions

USA	+
Europe	+
Marchés émergents	=

#### Secteurs

Santé	+
Technologie/Services de Communications	+
Industrie/Consommation discrétionnaire	+

### Obligations

#### États

USA	-
Zone euro	-

#### Sociétés

Europe/US Investment grade	+
Europe/US High Yield	=
Emerging Debt	=



**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'Epargne de l'Etat, 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>



**SPUERKEESS**  
Asset Management

6A, rue Goethe, L-1637 Luxembourg, Tél.: (+352) 26 895-1,  
e-mail: [secretariat@spuerkeess-am.lu](mailto:secretariat@spuerkeess-am.lu), [www.spuerkeess-am.lu](http://www.spuerkeess-am.lu)