

Sommaire

Editorial *Un vaste chantier*

Economie *Une embellie sans véritable éclat*

Obligations *La remontée des taux : une question d'économie politique*

Actions *Les valorisations et les promesses de croissance*

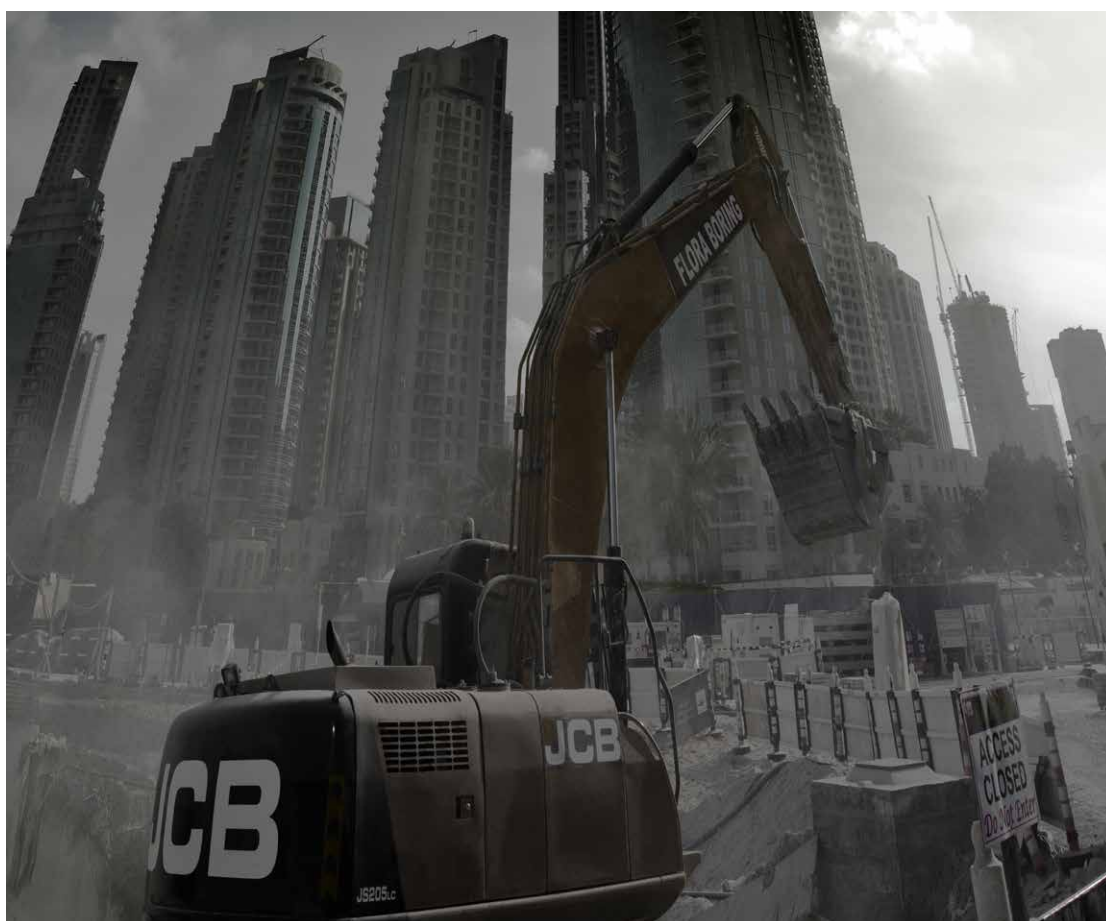


Photo Yves Wagner

Un vaste chantier

Editorial

Les données économiques de ce début d'année continuent à être encourageantes, comme elles l'ont été, en général, l'année dernière. Les activités se sont, sur les douze derniers

mois, développées de façon globalement satisfaisante, le commerce mondial a résisté, voire a repris une certaine vigueur, le rebond de nombreux prix de matières premières a

relancé la dynamique des pays émergents. Les marchés des capitaux reflètent aujourd'hui cette ambiance induite par les évolutions d'indicateurs prospectifs orientés à la hausse et résolument positifs. Les investisseurs confiants négligent des primes de risques faibles et des prix d'actifs financiers élevés.

Pourtant, cette euphorie se développe dans le contexte d'un vaste chantier mondial qui affecte la politique, les relations entre pays, la construction d'un monde digital, une réorganisation du travail, bref un chantier dont on ne connaît pas le paysage final souhaité. La politique dans les démocraties modernes devra certainement revoir son fonctionnement, les populismes dominants d'aujourd'hui, mais aussi les systèmes de gouvernance non compris, voire de moins en moins acceptables pour les électeurs ne correspondant pas à des sociétés instruites modernes. Les relations entre pays, même entre pays européens qui avaient pourtant des visions précises au moment de leur construction, ne semblent plus soumises aux idéaux pacifiques et de bonnes relations internationales d'autrefois. La construction

d'un monde de plus en plus digitalisé posera tôt ou tard la question de la place de l'individu dans le monde du travail, et qui nécessitera une réforme difficile des marchés de l'emploi.

De nombreux chantiers ont été entamés dans ces différents domaines, sans qu'on n'en connaisse leur finalité. Tout laisse à croire que même les gouvernants n'ont qu'une vision très limitée de ces constructions souhaitées. On ne sait même pas quels chantiers pourront être poursuivis, menés à bon terme, et quels chantiers seront abandonnés. Cette incertitude est à notre avis nettement plus grande que les marchés ne l'évaluent aujourd'hui.

Pour les gestionnaires d'actifs, ce manque de visibilité devrait les amener à réduire significativement leurs expositions aux actifs risqués. Nous estimons qu'aujourd'hui les primes de risque offertes sur les marchés de capitaux traditionnels sont insuffisantes.

*Dr Yves WAGNER
Directeur BCEE Asset Management*

Une embellie sans véritable éclat

Les statistiques économiques publiées au cours des derniers mois indiquent un renforcement de la reprise de l'activité mondiale. Celle-ci a surtout bénéficié d'une activité industrielle beaucoup plus soutenue, ainsi que d'une amélioration de la dynamique du commerce international. La croissance mondiale semble aussi avoir retrouvé son entrain grâce au renforcement de l'activité aux Etats-Unis, mais aussi dans les pays émergents qui ont profité du rebond des prix de la plupart des matières premières.

Malgré un environnement politique compliqué, les économies développées ont continué d'afficher une certaine résilience à la fin de l'année 2016 et l'activité semble rester dynamique en ce début d'année. Au dernier trimestre de l'année 2016, la croissance de la zone euro a été de 0,4% (en rythme trimestriel), portant ainsi le taux de croissance annuel à 1,7%. Les différentes composantes du PIB montrent que la consommation (privée et publique) est restée un des principaux moteurs. La formation brute de capital fixe, c'est-à-dire l'investissement, a également affiché une croissance

positive (+0,6% en rythme trimestriel) après avoir reculé de 0,7% au troisième trimestre 2016. Même si la contribution du commerce mondial reste négative, il convient de souligner la forte progression des exportations qui croissent de 1,5% au quatrième trimestre contre +0,3% le trimestre précédent. Ce renforcement des exportations de la zone euro s'explique par la faiblesse de la monnaie unique par rapport aux principales devises, mais aussi, comme nous l'avons évoqué plus haut, par un commerce international dynamique qui s'est accompagné de commandes à l'exportation en hausse. Notons qu'au niveau de l'Union européenne la contribution du commerce mondial a été positive.

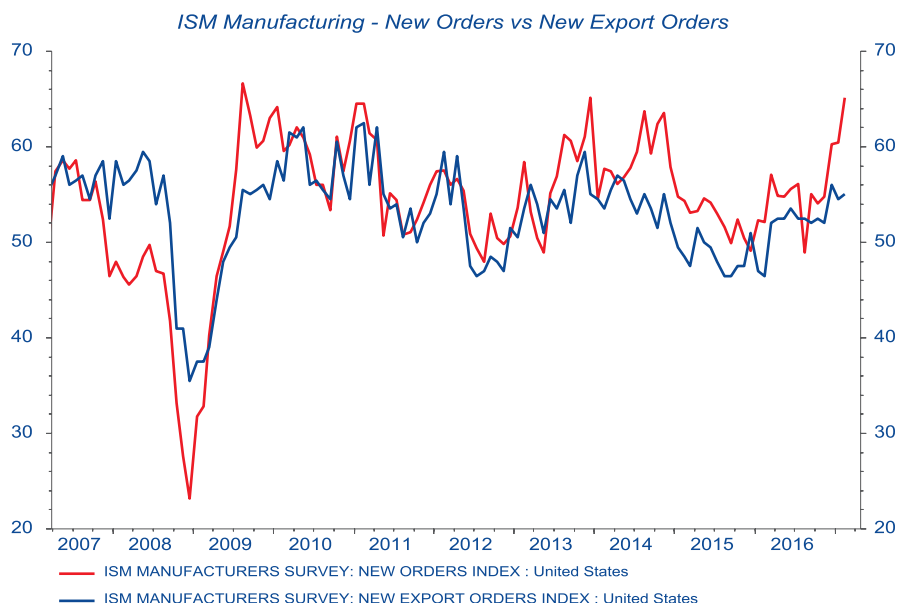
Les données publiées depuis le début de l'année suggèrent que l'activité devrait rester solide en zone euro en 2017. En effet, les récents indicateurs avancés PMI ont atteint de nouveaux plus hauts. Même si les données récentes ont été très encourageantes, le potentiel de rebond demeure limité en zone euro. Nous tablons toujours sur une stabilisation, voire un léger ralentissement de la croissance par rapport



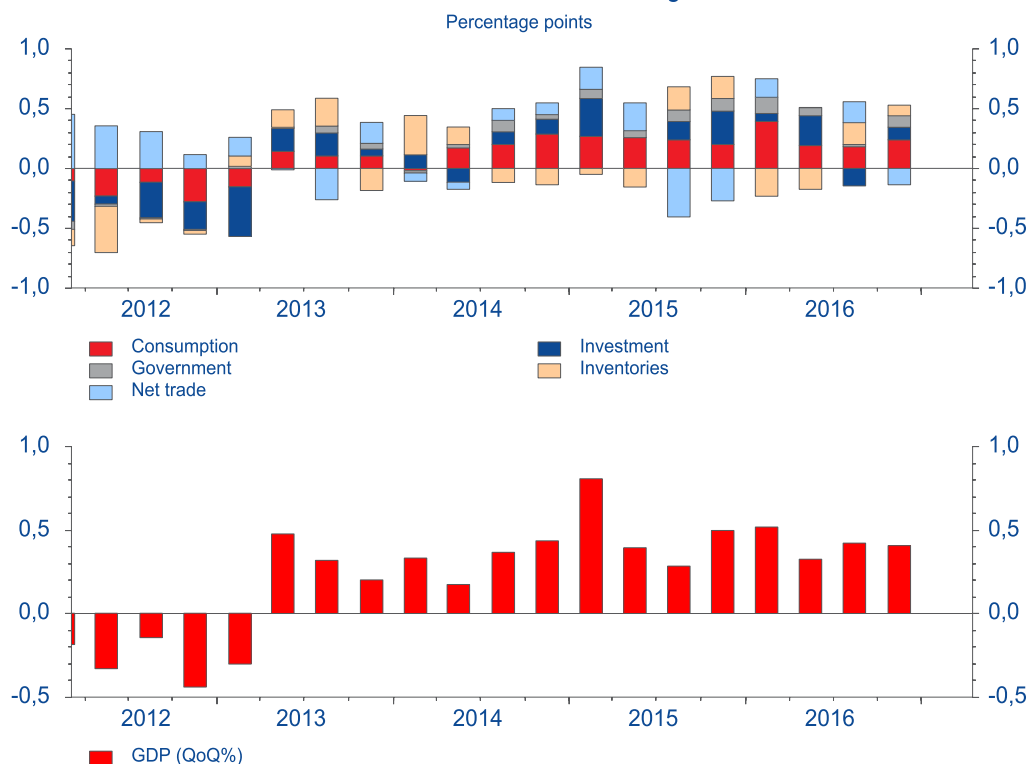
à 2016 et ce pour principalement deux raisons : Tout d'abord le calendrier politique européen est relativement chargé et risque de limiter les espoirs de relance budgétaire, voire d'induire un choc de confiance. Deuxièmement, la consommation (notamment des ménages) pourrait s'affaiblir avec la montée de l'inflation et le rebond du prix du pétrole. En dépit d'une amélioration sur le front de l'emploi, avec un taux de chômage en dessous de 10% (9,6% en janvier 2017, contre 10,4% en janvier 2016), les pressions haussières sur les salaires, qui permettraient de compenser la remontée de l'inflation, demeurent encore trop modestes. Il en résulte que l'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix des

denrées alimentaires et de l'énergie, se maintient à de faibles niveaux (0,9% dernièrement).

Comme l'inflation semble être principalement tirée par des facteurs transitoires, la Banque centrale européenne (BCE) devrait poursuivre à court terme sa politique monétaire accommodante. Toutefois, d'ici la fin de l'année l'inflation sous-jacente pourrait ressortir au-dessus de 1% avec la poursuite de la reprise économique en zone euro et de l'amélioration observée sur le marché du travail, et pourrait ainsi permettre à la BCE d'envisager une réduction du biais accommodant de sa politique monétaire.



Euro area: Contributions to GDP growth



Aux Etats-Unis, l'année 2016 a été très décevante avec un taux de croissance annuel de seulement 1,6% contre 2,6% l'année précédente. Alors que la consommation des ménages a été solide au dernier trimestre 2016, l'investissement des entreprises est resté timide. La croissance du dernier trimestre a aussi été pénalisée par une contribution des échanges commerciaux négative. Pour 2017, même si les données économiques du début d'année ont été mitigées, le taux de croissance de l'économie américaine devrait retourner au-dessus de 2%. La croissance devrait surtout être portée par les promesses électorales faites par Monsieur Donald Trump qui, prises dans leur globalité, pourraient potentiellement générer de la croissance jusqu'en 2018 au moins. Avec une croissance déjà bien orientée et une économie proche du plein emploi avant la nomination du nouveau président, les Etats-Unis pourraient donc obtenir une nouvelle marge d'amélioration avec la future politique américaine en matière de commerce international, de fiscalité, mais aussi de régulation financière. Les espoirs placés dans la politique économique de Monsieur Trump ont conduit à un fort rebond de l'optimisme des différents acteurs de l'économie qui devrait se refléter dans les prochaines statistiques économiques. Ce regain d'optimisme doit être relativisé à court terme tant les promesses électorales tardent à se matérialiser. Ceci n'a cependant pas empêché la Réserve fédérale américaine (Fed), qui reste convaincue des progrès réalisés en matière d'emploi et d'inflation, à poursuivre la normalisation de sa politique monétaire. Notons que plus

les promesses électorales ne tardent à se matérialiser, plus le potentiel de renforcement de l'activité sera limité en 2017. Compte tenu de l'évolution récente de l'activité et des incertitudes politiques, nous avons affiné nos projections et tablons désormais sur un taux de croissance qui se situe dans une fourchette comprise entre 2,2% et 2,6%.

La plupart des économies émergentes ont connu un début d'année en fanfare grâce au rebond des prix des matières premières, à l'amélioration des termes de l'échange et à la résilience de l'économie chinoise. Après avoir enregistré une croissance de 6,7% en 2016, l'activité en Chine devrait connaître un léger ralentissement. Le gouvernement chinois cible une croissance de 6,5% pour 2017. La demande domestique chinoise est restée relativement dynamique en raison de la mise en œuvre d'une politique budgétaire procyclique et une gestion relativement souple des crédits. Il en résulte que les volumes d'importations sont restés élevés et ont permis de soutenir l'activité dans d'autres pays émergents. Il convient de faire remarquer que la normalisation des politiques monétaires dans les pays développés et la mise en place de politiques protectionnistes (surtout de la part de l'administration Trump) pourraient cependant fragiliser la reprise des économies émergentes.

En ce début d'année, compte tenu des développements économiques récents, un parfum d'embellie semble avoir enivré les investisseurs en les poussant à afficher un

optimisme éclatant (les marchés boursiers ayant atteint des niveaux records) et en les incitant (pour la plupart) à revoir à la hausse leurs prévisions de croissance et d'inflation. Certes, les récentes statistiques économiques semblent confirmer la reprise de l'économie mondiale que nous évoquions dans notre dernier Panorama. Celle-ci reste toutefois sans véritable éclat. Comme l'a dernièrement rappelé l'OCDE, cette embellie de l'économie mondiale tient principalement à des mesures de stimulation monétaire et budgétaire. La reprise économique est donc loin d'être autonome dans la plupart des pays. De plus, en raison d'un contexte qui restera caractérisé par des incertitudes (géo-) politiques et des défis structurels persistants, mais aussi

d'un cycle d'assouplissement monétaire qui touche à son terme dans certaines économies (notamment Etats-Unis), les fondamentaux de cette embellie restent fragiles. Dans un tel contexte, nous ne pouvons que réitérer le message véhiculé dans le précédent Panorama, à savoir qu'il convient de privilégier une allocation d'actifs flexible dans laquelle les actifs risqués profiteront de la reprise du cycle conjoncturel, mais aussi dans laquelle la poche obligataire aura un rôle salutaire pendant les différents épisodes de volatilité liés aux risques (géo-) politiques.

*Dr William Telkes
BCEE Asset Management*

La remontée des taux : une question d'économie politique

Au cours du premier trimestre 2017, les marchés obligataires européens ont été marqués par l'important écartement des taux français, sous pression depuis le mois d'octobre en amont des élections présidentielles et législatives. La dette allemande long terme est restée stable mais les taux courts allemands ont atteint des plus bas historiques suite à la déclaration de la Banque centrale européenne (BCE) d'assouplir ses règles d'achat sur cette partie de la courbe. En périphérie la dette italienne est restée sous pression durant le trimestre, notamment à cause de la fragilité de son système bancaire et de sa difficulté à mettre en place des réformes. Aux Etats-Unis, les premiers discours du président américain n'ont pas eu d'impact particulier sur la dette américaine dont les rendements sont restés relativement stables durant le trimestre, et ce malgré une nouvelle hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale au mois de mars.

Europe

Les taux souverains au gré de la vague politique

En Europe, l'incertitude restera de mise tout au long du deuxième trimestre avec les élections présidentielles à venir en France, dont les deux tours auront lieu respectivement en avril et mai 2017. Depuis la perte en crédibilité du candidat du parti Les Républicains en début d'année, les investisseurs resteront vigilants face à une montée dans les sondages du parti d'extrême droite le Front National. Alors que la victoire de l'ancien ministre de l'économie Emmanuel Macron semble actuellement la plus probable, les véritables incertitudes se concentrent de plus en plus sur les élections législatives qui suivront en juin. De ce vote dépendra la capacité du prochain président à choisir son gouvernement et mettre en place son programme. Sans majorité au Parlement il serait amené à faire beaucoup de compromis. Or le mouvement politique

d'Emmanuel Macron, créé récemment, devrait difficilement s'imposer face aux partis traditionnels. La perspective d'une coalition, voire d'une cohabitation dès l'élection pourrait renforcer la volatilité sur la dette française jusqu'à la fin du trimestre.

Dans ce contexte, la dette allemande pourrait conserver voire renforcer son statut de valeur refuge, malgré un taux d'inflation supérieur à celui de l'ensemble de la zone. La BCE ne devrait pas amorcer de diminution de son programme d'achat cette année, notamment dans un environnement politique particulièrement anxiogène. Cependant, l'accumulation de statistiques économiques bien orientées et de pressions haussières sur l'inflation sous-jacente pourrait provoquer une hausse des taux souverains européens de maturités longues et pousser la BCE à préparer les investisseurs d'ici la fin de l'année à un éventuel « tapering » en 2018. La conjonction de ces éléments devrait entraîner tout d'abord une pentification de la courbe allemande avant une remontée progressive des taux courts dès qu'une hausse des taux directeurs sera envisagée.

Malgré des récentes publications économiques positives et un retour de la croissance, les pays périphériques devraient être impactés négativement au cours du prochain semestre par les incertitudes liées aux élections françaises et le retour des craintes autour de la situation en Grèce. De plus, si la Banque centrale devait ajuster sa communication avec un biais moins accommodant, l'Italie devrait être particulièrement impactée à cause de son instabilité politique qui empêche le pays de se réformer, de la soutenabilité de sa dette mais surtout de la dépendance de son secteur bancaire aux liquidités versées par la BCE. Dans ce contexte, nous conseillons de rester prudents sur les dettes périphériques, en gardant une préférence pour la dette espagnole qui devrait être la moins impactée.

La BCE dicte le marché du crédit

Le marché du crédit est resté solide durant le premier trimestre. L'élection de Donald Trump en novembre dernier a été l'élément déclencheur et a nourri un grand espoir d'accélération de l'activité économique aux Etats-Unis, et dans une moindre mesure, en Europe. Les bons chiffres macro-économiques ont confirmé la dissipation des risques de déflation. Depuis ce début d'année, mis à part les émetteurs français qui ont subi un réajustement de leurs primes de risque en raison de l'incertitude politique, les primes de risque des entreprises privées ont poursuivi leur tendance baissière, malgré un fort volume d'émission. Cela démontre l'attractivité de la classe d'actifs qui reste très prisée des investisseurs. Notons qu'en moyenne, les primes de risque des obligations de sociétés de qualité sont devenues inférieures aux primes de risque des souverains des pays de la périphérie.

Malgré des perspectives de croissance toujours limitées, une forte offre, des risques politiques omniprésents et la crainte d'une annonce d'un « tapering », les investisseurs semblent ignorer les éventuels risques et recherchent du rendement à tout prix. Pour l'instant, la présence active de la BCE limite le risque d'écartement des primes de risque. L'institution ayant réitéré son engagement à ne pas se retirer précipitamment, cela lui laisse encore du temps avant d'annoncer un « tapering ».

Comme annoncé en décembre dernier par Monsieur Draghi, la BCE diminuera son montant d'achat mensuel de 80M à 60M d'euros dès le mois d'avril 2017. Cependant, elle n'a pas donné d'indications sur la répartition des 20M de réduction sur ses différents programmes d'achat. Nous sommes d'avis que l'impact sur les obligations d'entreprises privées devrait rester minime. Il serait même possible que les achats d'obligations d'entreprise augmentent suite à la pénurie de titres dans les autres programmes d'achat de la BCE (PSPP ou CBPP3).

Une multitude de facteurs devrait donc animer le marché durant les prochains mois. En effet, entre les élections européennes, les négociations qui vont être entamées sur le Brexit, les fortes attentes concernant les mesures de l'Administration Trump, le resserrement de la politique monétaire de la Fed ou encore la réapparition du « risque de redénomination » en Europe, cela nous poussera à rester extrêmement vigilants et flexibles quant à notre allocation d'actifs.

Pour davantage de précisions concernant le risque de redénomination, prenons l'exemple de la France. Une sortie de l'Union Européenne s'accompagnerait d'une sortie de la zone euro, donc d'une redénomination de la monnaie française. Cet aspect revêt une importance majeure dans la

mesure où, dans l'hypothèse d'une conversion forcée vers le nouveau Franc de l'ensemble des dettes sous droit français, les investisseurs chercheront à distinguer celles qui subiront la décote issue d'une probable redénomination (dépréciation de valeur d'environ 20%), de celles qui, de droit international, resteraient libellées en euros.

Etats-Unis

Retour à la normalisation ?

Aux Etats-Unis, la perspective de trois hausses des taux directeurs par la Réserve fédérale au cours de l'année 2017 (dont une première hausse de 25 pbs a eu lieu lors de la réunion du mois de mars) semble avoir été bien intégrée par les marchés, sans créer de volatilité sur la courbe américaine. L'intervention de Janet Yellen a été suivie par une détente des taux américains et une dépréciation du dollar, reflétant une déception de la part des investisseurs suite à ce discours jugé toujours très accommodant. Dans ce contexte d'amélioration économique, le catalyseur pour une hausse des rendements américains ne sera plus la cible d'inflation autour de 2% mais la conjonction de plusieurs facteurs : un rythme soutenu des pressions haussières sur les salaires, l'intégration d'une politique budgétaire plus expansionniste dans les prévisions de la Réserve fédérale conduisant à une modification de son calendrier de hausse des taux, et enfin une communication sur la gestion de la taille de son bilan et le réinvestissement des obligations arrivées à échéance. Les investisseurs resteront donc attentifs à ces éléments pendant le trimestre à venir, ce qui devrait conduire à une certaine stabilité des rendements américains à court terme.

L'effet Trump se poursuit

Le marché du crédit a continué sa bonne performance outre-Atlantique en ce début d'année. Le Président républicain continue de repousser l'aversion au risque des investisseurs. En effet, depuis l'annonce de son élection en novembre dernier, les primes de risque se sont fortement resserrées. Nous sommes à des niveaux les plus bas depuis l'automne 2014 et en dessous de la moyenne long terme de manière significative. Les investisseurs restent toujours optimistes quant aux mesures que devrait prendre la nouvelle administration américaine.

Donald Trump a confirmé, dans son discours devant le Congrès du 28 février, les mesures qu'il compte mettre en application au cours de son mandat : modifier l'Obamacare (réforme de la couverture maladie de Barack Obama), baisser les impôts des entreprises et des ménages, lancer un vaste

programme d'investissements dans les infrastructures et déréguler le secteur financier. Cependant, la mise en œuvre du programme économique de Donald Trump risque de prendre encore de longs mois. De ce fait, l'impact économique devrait être marginal en 2017 mais s'amplifiera à partir de l'année prochaine. L'engouement des investisseurs pour la politique économique que souhaiterait mener Donald Trump pourrait avoir été exagéré. S'il s'avère que le 45e président des Etats-Unis se trouve dans l'incapacité de mettre en place certaines de ses mesures phares, cela pourrait être mal interprété par les investisseurs et l'impact en serait néfaste pour la classe d'actifs.

La saison des résultats vient de se clôturer sur une note positive. Concernant les fondamentaux des entreprises, et malgré un endettement et un levier à des niveaux très élevés, nous observons toutefois une stabilisation des profils de crédit. De plus, suite aux probables mesures fiscales de Donald Trump, les taux de défaut devraient rester bas.

En effet, le changement de fiscalité offrirait un avantage considérable aux sociétés américaines, et principalement les sociétés exportatrices qui gagneraient en compétitivité. Ces dernières auraient la possibilité de gagner de nombreuses parts de marché à l'international. Cette amélioration des résultats des entreprises sera favorable au marché du crédit. Il faudra cependant rester attentif au resserrement monétaire de la Fed.

Le risque pétrole fait à nouveau parler de lui en cette fin de trimestre. En effet, le cours du baril de Brent a été fortement pénalisé dû à l'avertissement lancé par l'Arabie Saoudite aux signataires de l'accord de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). Le pays refuse de supporter seul les efforts de réduction de production. L'accord risquerait donc de ne pas être prolongé sur la deuxième partie de l'année, ce qui pèserait sur le cours de l'or noir et par conséquent serait négatif pour le marché du crédit.

Equipe obligataire

France vs Germany 10Y spread



Les valorisations et les promesses de croissance

Contexte et développements récents :

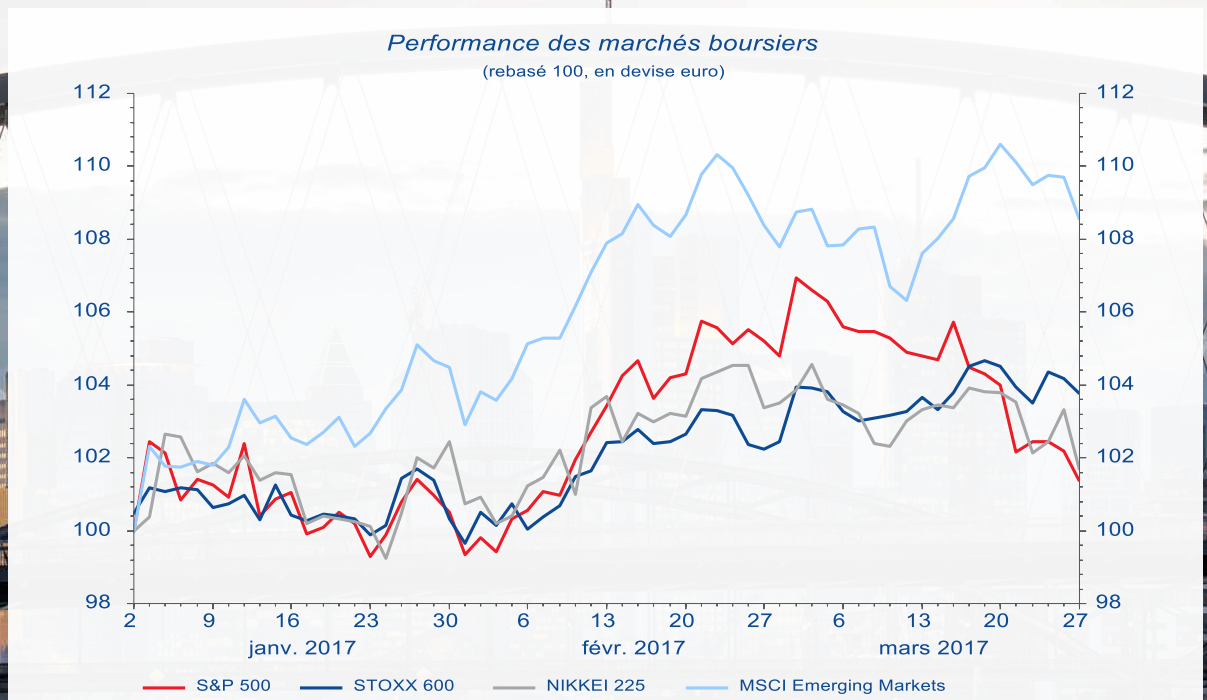
Malgré les incertitudes politiques persistantes en Europe et aux Etats-Unis, la bonne dynamique des marchés actions, enclenchée en fin d'année dernière, s'est poursuivie au début de 2017. Ainsi, les indices S&P 500 et MSCI World ont atteint de nouveaux records au cours du premier trimestre. Les mesures pro-cycliques avancées par le nouveau président américain, une batterie d'indicateurs économiques ressortis au-dessus des attentes, ainsi que des résultats encourageants publiés lors du trimestre précédent ont galvanisé l'optimisme des investisseurs, permettant aux marchés actions d'enchaîner plusieurs mois consécutifs de hausse.

Aux Etats-Unis, la plupart des sociétés américaines ont dépassé les attentes sur les ventes et près de trois-quarts ont eu des bénéfices meilleurs que prévu. Aidés par l'amélioration de l'environnement économique, les ventes et les bénéfices ont progressé de plus de 5% en glissement annuel. Les bénéfices et revenus des sociétés américaines pourraient rester bien orientés avec la future politique américaine en matière de commerce international, de fiscalité, mais aussi de régulation financière. Signe de l'optimisme des investisseurs quant au développement des bourses, l'indice de volatilité

sur le S&P 500 (VIX) a atteint le 2 février son niveau le plus bas depuis la crise financière.

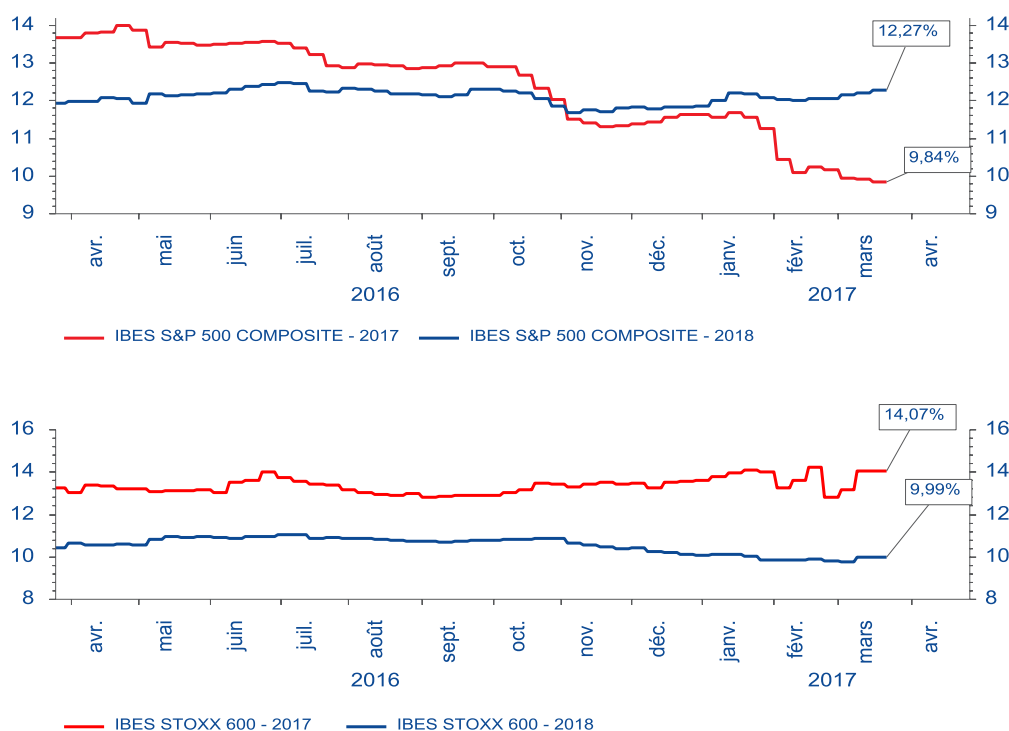
En dépit des échéances électorales en Europe au cours de cette année, la tendance était identique pour l'indice STOXX Europe 600. Dans un contexte électoral incertain et de remontée des prix du pétrole qui risque de pénaliser la demande domestique, les marchés européens ont su profiter d'une économie résiliente et de la poursuite de la politique monétaire accommodante de la BCE. Notons que le renforcement du marché de l'emploi a quelque peu contrebalancé les effets de la progression des prix du pétrole sur la demande.

Toutefois, c'est du côté des pays émergents que les marchés actions ont réalisé la meilleure performance en ce début d'année. Ces derniers ont fortement rebondi après avoir accusé le coup suite à la victoire de Donald Trump lors de l'élection présidentielle américaine. Les investisseurs craignaient la mise en œuvre de mesures protectionnistes et par conséquent une baisse des exportations vers les Etats-Unis. La bonne dynamique du commerce international,





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



la progression des prix des matières premières et une dynamique de croissance solide en Chine ont permis aux actions des marchés émergents de rester attractives.

La progression encourageante des marchés actions au cours des derniers mois, ne doit pas faire perdre de vue les risques qui subsistent. Tout d'abord, la hausse des cours s'est accompagnée de valorisations plus élevées. Selon plusieurs métriques de valorisation (par exemple ratio cours/bénéfices), nous nous trouvons actuellement sur des niveaux au-dessus des moyennes historiques de long terme. En outre, depuis la nomination de Donald Trump, la remontée des rendements étatiques a conduit à un abaissement des primes de risque sur certains marchés. Il en résulte que les marchés actions sont devenus plus sensibles à d'éventuels chocs et qu'ils ne sont donc pas à l'abri d'une consolidation au cours des prochaines semaines. Plusieurs risques pourraient peser sur les niveaux de valorisations actuels :

- Le premier risque est surtout de nature politique. Les inquiétudes persistent quant aux promesses électorales émises par le Président Trump qui peinent à se matérialiser. Par conséquent, le risque de déception reste élevé (tout particulièrement pour les marchés actions américains). Dans ce contexte, la croissance des bénéfices attendus (9,9% aux Etats-Unis contre 14% en Europe) pourrait également se révéler insuffisante pour justifier le niveau élevé des valorisations. Par ailleurs, ces prévisions semblent encore très optimistes et restent sujettes à des

révisions baissières (comme c'est actuellement le cas aux Etats-Unis). La possibilité d'une mise en place de mesures protectionnistes restrictives en matière d'échanges commerciaux pourrait réduire le dynamisme du commerce international et pénaliser la plupart des marchés (surtout les marchés émergents). Enfin, une montée en puissance des mouvances populistes, mais aussi le Brexit, pourraient réduire les perspectives de croissance des marchés européens.

- L'inflation pourrait également jouer un rôle perturbateur. Une remontée brutale de l'inflation et donc des taux pourraient pénaliser ces valorisations en réduisant trop fortement les primes de risque sur les marchés actions. Actuellement, ces marchés ont plutôt intégré une remontée plus graduelle de l'inflation et des taux.
- Au cours des derniers mois, les cours des marchés actions ont aussi été soutenus par une activité de fusions et d'acquisition en forte progression. Le nombre et le volume des transactions ont augmenté sur les deux derniers trimestres, avec notamment l'offre du producteur de verres correcteurs et d'instruments d'optique ophtalmique Essilor pour Luxottica, le concepteur et fabricant de montures ou encore la proposition de Johnson & Johnson, le groupe mondial de produits pharmaceutiques et de soins, de racheter la société de biotechnologie suisse Actelion. Dans le passé, les entreprises ont surtout utilisé ces opérations pour améliorer leurs marges à travers des synergies et

pour compenser les faibles taux de croissance de revenus. Ces opérations pourraient cependant perdre le rôle de catalyseur sur les marchés. L'amélioration des perspectives de croissance et d'inflation pourrait inciter les sociétés à se focaliser davantage sur la croissance organique. En outre, ces opérations de fusion et d'acquisitions se sont traduites par des niveaux d'endettement plus élevés des entreprises (surtout aux Etats-Unis) qui pourraient potentiellement limiter le nombre de transactions dans le futur.

Perspectives :

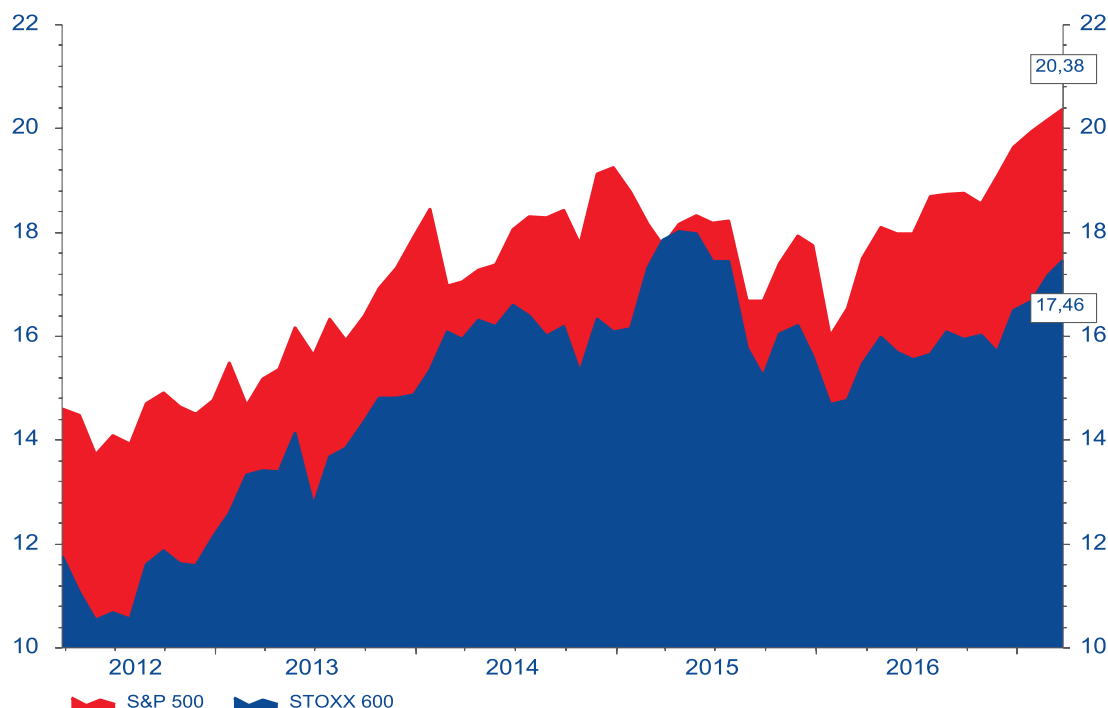
A court terme, nous restons prudents sur l'évolution des marchés actions en raison de valorisations élevées et de primes de risque réduites qui limitent la capacité d'absorption des marchés d'éventuels chocs dans un contexte (géo-) politique délicat. Les différents événements politiques prévus cette année pourraient notamment s'accompagner d'une volatilité accrue au cours des semaines à venir et ainsi conduire à une consolidation des marchés actions.

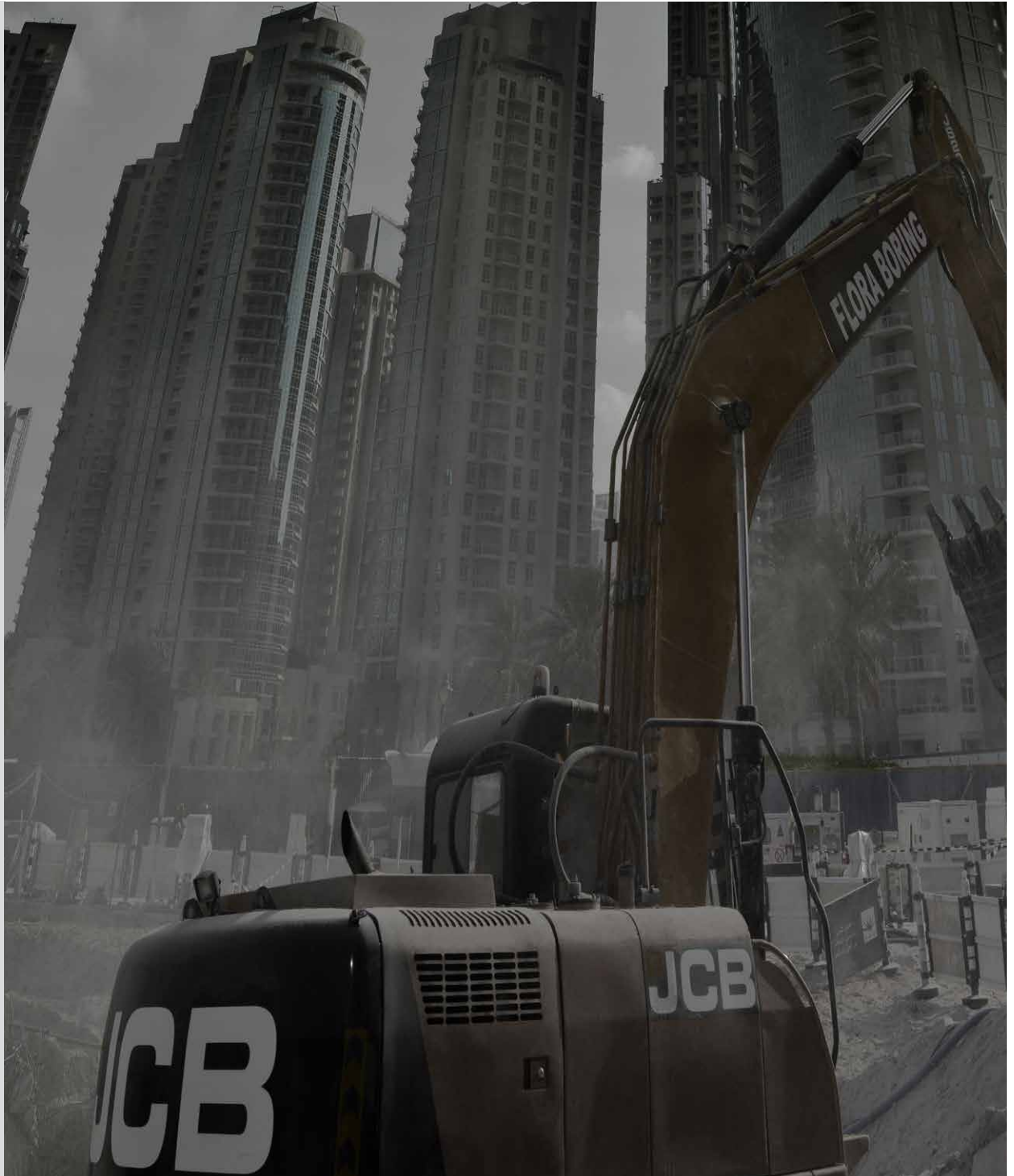
En relatif, nous préférons les actions des marchés européens, asiatiques développés et émergents par rapport aux actions américaines, car elles présentent une prime de risque plus élevée et le potentiel de remontée des bénéfices y apparaît plus attrayant. Ceci se reflète aussi dans les valorisations relatives. Si le ratio cours/bénéfices de l'indice S&P500 se situe actuellement à 20,2, celui du STOXX 600 est à 17,3. En ce qui concerne les actions des marchés émergents, la récente hausse des valorisations, mais aussi la possibilité de mesures protectionnistes en matière d'échanges commerciaux plus restrictifs, nous ont conduits à opter pour une approche plus sélective.

En termes d'allocation sectorielle, la reprise du cycle conjoncturel nous conduit à privilégier les secteurs cycliques, mais à valorisations soutenables, comme l'industrie, la consommation ou la haute technologie. Par contre nous restons prudents sur d'autres secteurs, comme les services collectifs, la consommation non-cyclique et l'immobilier, qui pourraient souffrir dans un contexte où les banquiers centraux normalisent leur politique monétaire.

Equipe Actions

Valorisation P/E





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, 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 contenues dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A..