

Sommaire

Editorial

Grand Angle Reconstruire à partir de ruines

Economie 2012 : L'année du «whatever it takes »

Obligations Les marchés obligataires : retour vers le futur ?

Actions Vers un bon cru en 2013 ?



photo : Dr Yves WAGNER

Reconstruire à partir de ruines

Editorial

Le monde connaîtra en 2013 une croissance économique légèrement supérieure à ce qu'il a connu en 2012, mais l'expansion restera globalement faible, en-dessous des niveaux enregistrés au cours des deux années précédentes. Une fois de plus, cette croissance sera tirée par le monde émergent, les économies développées pouvant à peine faire mieux qu'en 2012. Tandis que les Banques Centrales continueront à tenter de stabiliser les marchés financiers par des politiques monétaires peu orthodoxes, les gouvernements n'arriveront toujours pas à mettre de la gouvernance et de la rigueur

dans leurs budgets en raison des environnements économiques déprimés. Le contexte général de rendements réels négatifs poussera les investisseurs à augmenter le risque crédit dans leurs portefeuilles pour palier la faiblesse du rapport rendement/risque des classes d'actifs traditionnels. Il prendra encore un temps certain avant que les ruines du paysage économique, notamment européen, puissent être reconstruites et reposer sur des fondamentaux solides.

Dr Yves WAGNER

Reconstruire à partir de ruines

Nous l'avions annoncé il y a cinq ans, tout en espérant que notre scénario ne se réalise pas : la crise économique et financière allait durer plus de dix ans. Nous voilà à la moitié du tunnel, et continuons à chercher désespérément la sortie que nous n'apercevons toujours pas. 2013 voit les risques augmenter, sans que pour autant l'espoir d'horizons plus cléments n'éclaircisse nos prévisions.

Devant un tas de ruines, l'**Europe** cherche sa voie de la reconstruction. Elle aura du mal, avec une poursuite de la récession en Grèce, au Portugal, en Espagne et en Italie, et des croissances économiques proches d'un demi-pourcent seulement en France, en Allemagne, ou ailleurs. La politique monétaire de la Banque centrale européenne permettra certes de calmer quelque peu les marchés, mais elle n'est guère de nature à inciter les gouvernements à une meilleure gestion des affaires publiques. En réalité, et mise à part la Norvège protégée par ses richesses naturelles en pétrole, seuls quelques petits pays européens émergents pourront faire mieux, comme la Lettonie et la Lituanie ou la Slovaquie, voire la Roumanie et la Pologne. Finalement, l'incertitude politique en Russie limite un potentiel de croissance pourtant important, les relations économiques avec les pays voisins du continent européen risquant d'être moins intenses qu'au cours des dernières années.

L'**Amérique du Nord** semble plus avancée dans sa phase de reconstruction, mais les taux de croissance prévus aux Etats-Unis restent décevants car proches des 2% seulement. Le Canada ne fera pas mieux, et il faudra compter sur les pays émergents comme le Mexique avec sa capacité d'exportation dopée par une devise faible pour donner quelques couleurs au continent nord-américain.

L'**Asie** et en premier lieu la Chine, restent, une fois de plus, un des seuls espoirs crédibles de moteur de croissance mondiale. Le taux de croissance devrait, à nouveau, dépasser en Chine les 8%, de même que la croissance en Inde devrait dépasser les 6%. Mais les risques liés à des facteurs socio-économiques, inégalités sociales ou corruptions nuancent tout optimisme exagéré, bien que les croissances soient fondamentalement soutenues dans ces pays par une masse et un développement démographique importants. Selon ces critères de développement et d'expansions de long terme, il ne faut pas non plus oublier d'autres pays asiatiques émergents comme l'Indonésie, voire les Philippines, capables de soutenir également une croissance mondiale peu tirée par l'Europe ou les Etats-Unis.

Le **Moyen-Orient** et l'**Afrique** tireront également leur épingle du jeu, certains pays affichant des taux de croissance proches voire supérieurs à 5%, de même que certains pays d'**Amérique Latine**, et leur impact sur l'économie mondiale permettra à cette dernière d'afficher un taux de croissance 2013 supérieur à celui enregistré en 2012. Les pays émergents continueront donc à constituer un actif de diversification indispensable à tout investissement.



Dr Yves WAGNER,
Directeur BCEE
Asset Management

2012 : L'année du « whatever it takes »

Sur le plan macroéconomique, on peut dire que l'année 2012 a été une année très agitée. Nous profitons de ce panorama financier pour retracer l'ensemble des faits économiques marquants de l'année 2012 et pour faire certaines ébauches de perspectives pour 2013.

Zone euro : L'année de Mario Draghi

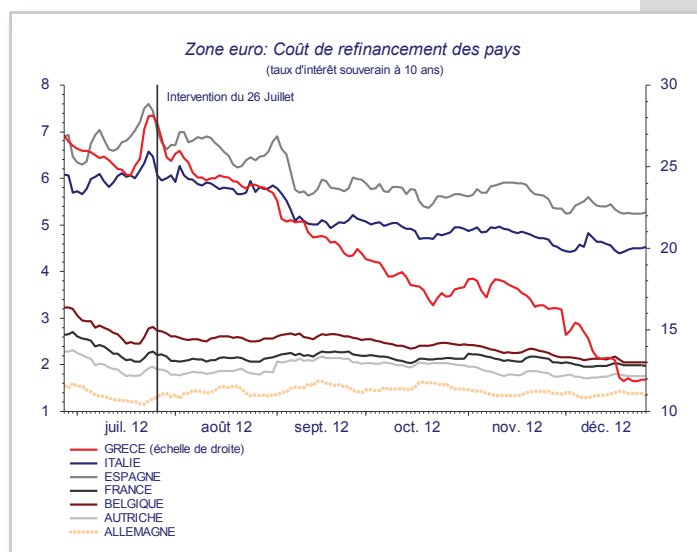
L'intervention de Mario Draghi du 26 juillet 2012, dont découle sa promesse de faire tout ce qu'il faut (whatever it takes) pour sauver l'euro, a certainement été le fait économique le plus marquant de l'année. Grâce à sa détermination et à la création des « outright monetary transactions (OMT) », qui matérialisent son discours du 26 juillet dernier, le président de la Banque centrale européenne (BCE) a réussi à résorber tout risque d'éclatement de la zone euro et à endiguer la fragmentation financière qui régnait dans la zone. Ce sont surtout les pays dits « périphériques », tels que l'Espagne et l'Italie, qui ont profité de cette intervention de la BCE, en bénéficiant d'une baisse de leur coût d'emprunt. Pour bon nombre de responsables européens, l'intervention du président de la BCE a surtout permis de gagner du temps pour trouver une solution au problème de la crise de la dette européenne. C'est en fin d'année 2012, dans un environnement plus serein, que les dirigeants européens sont notamment tombés d'accord sur un nouveau plan d'aide à la Grèce et sur l'instauration d'une supervision bancaire européenne. Ces décisions prises en fin d'année ont fortement rassuré les marchés financiers et ont surtout permis d'éviter une faillite de la Grèce qui aurait certainement pesé sur la crédibilité de la zone euro.

Malgré ces progrès en termes de stabilisation financière et de coopération européenne, ceux-ci n'ont pas fondamentalement résolu la crise de la dette européenne et n'ont pas non plus eu pour résultat de sortir la zone euro de la récession. Rappelons que le PIB en zone euro s'était contracté de -0,1% au troisième trimestre 2012 contre -0,2% au second trimestre. Nombreux sont les pays membres qui restent engagés dans des plans d'austérité massifs, lesquels contraignent le potentiel de croissance de ces derniers. Rares sont les pays de la zone euro à afficher des croissances positives de leur PIB. D'une manière générale, la croissance économique européenne est restée très atone et très fragmentée sur l'ensemble de la zone au cours de l'année 2012.

Les estimations fournies par un certain nombre d'institutions, telles que la BCE ou le FMI, montrent que les perspectives de croissance pour 2013 restent faibles. Les estimations de croissance pour 2013 de la BCE se trouvent actuellement dans une fourchette entre -0,9% et +0,3%.

Pour le début de l'année 2013, nous anticipons une croissance légèrement négative en zone euro. Ceci résulte notamment du fait que les plans d'austérité mis en place par certains pays devraient continuer d'impacter négativement la demande

domestique en zone euro. Sous l'hypothèse d'une reprise de l'économie américaine en début d'année 2013 qui devraient donner une nouvelle impulsion à l'économie mondiale et donc indirectement aux exportations européennes, on peut s'attendre à une croissance européenne positive, mais faible, à partir de la seconde moitié de l'année 2013. Quoi qu'il en soit, compte tenu de la faiblesse de la croissance anticipée, il faut s'attendre à une hausse continue du taux de chômage en zone euro. Ce dernier pourrait très vraisemblablement dépasser la barre des 12%.



Etats-Unis : Vers une reprise du marché de l'immobilier

Comparée à la zone euro, l'économie américaine semble plus prometteuse. La reprise de cette dernière reste certes modeste (taux de croissance trimestriel moyen du PIB de +2,1% sur l'ensemble des trois premiers trimestres 2012), mais les nombreuses statistiques publiées au cours de l'année 2012 montrent que les Etats-Unis semblent emprunter la voie de la reconstruction économique.

Ce qui a essentiellement marqué positivement l'année 2012, c'est la reprise du marché de l'immobilier américain. Cette amélioration du marché de l'immobilier a surtout permis de soutenir la consommation des ménages. Cette reprise du marché a conduit à une hausse de la valeur des actifs immobiliers. En fin d'année 2012, on a pu observer une augmentation de l'indice S&P/Case-Schiller de 4,3% en glissement annuel (g.a.). En augmentant la valeur de ces actifs immobiliers, les ménages américains qui les possèdent ont eu l'impression d'être plus riches et ont été naturellement incités à consommer davantage. En effet, selon les dernières données disponibles, la consommation privée des ménages a progressé de 1,76% en

g.a.. Remarquons que les ménages américains ont également pu profiter d'une hausse de leur revenu disponible (+2,22% en g.a.). Ce marché de l'immobilier, qui constituait un frein à la croissance américaine depuis 2006, devrait soutenir l'économie américaine dans les mois et les années à venir.

Au cours de l'année 2012, les indicateurs avancés ont également été bien orientés. On a surtout pu observer de belles progressions des indicateurs ISM et ce tout particulièrement entre juin et octobre. Sur cette période, l'ISM manufacturier est passé de 49,7 à 51,7, alors que l'ISM non-manufacturier a enregistré un score de 54,2 en octobre contre 52,1 en juin. En moyenne, ces deux indicateurs sont restés tout au long de l'année au-dessus des 50 points.

Notons que les Etats-Unis connaissent actuellement une révolution énergétique, passée plus ou moins inaperçue en Europe, qui pourrait également s'avérer bénéfique pour la compétitivité américaine et donc la croissance américaine future. En effet, aux Etats-Unis, on assiste à un essor de l'exploration et l'exploitation du gaz et du pétrole de schiste. Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), les Etats-Unis pourraient atteindre dans les prochaines années leur indépendance énergétique suite à l'exploitation du gaz et du pétrole de schiste.

Certaines évolutions de l'économie américaine restent cependant préoccupantes. Malgré une baisse substantielle du taux de chômage (7,7% selon les dernières données) sur l'ensemble de l'année, le nombre de demandeurs d'emploi de longue durée reste important. Les exportations américaines ont enregistré un fort recul en 2012. Ce sont surtout les exportations de produits agroalimentaires, tels que le blé ou le soja, qui sont en déclin. La chute des exportations américaines s'est accompagnée d'une baisse des prix des contrats futurs sur ces matières premières. La fin d'année aux Etats-Unis a aussi été marquée par une hausse des inquiétudes à l'approche de la « falaise fiscale », qui a conduit à un affaiblissement des indicateurs de confiance des ménages et des dirigeants d'entreprise. Cette méfiance plus

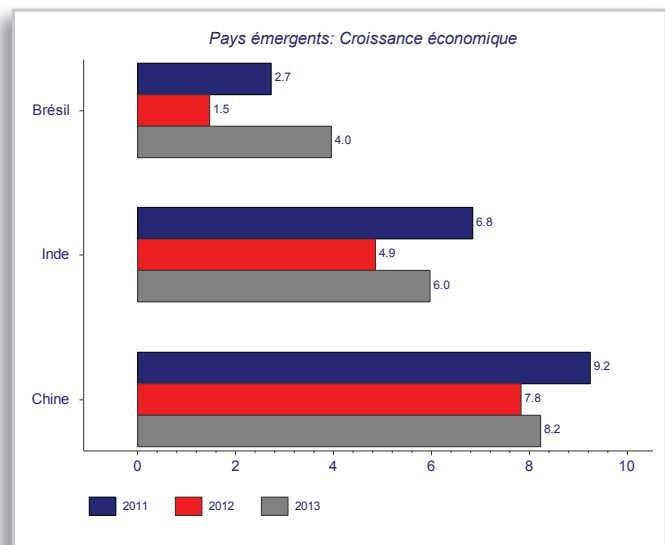
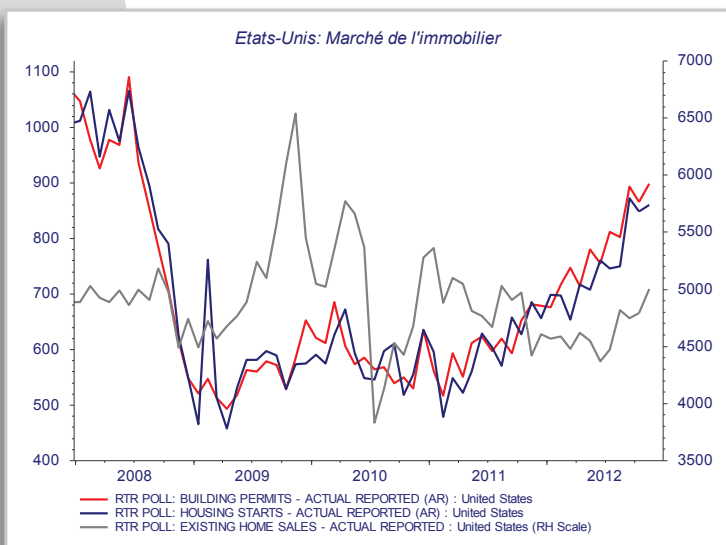
marquée s'est plus singulièrement traduite par une contraction des investissements des entreprises américaines.

D'une manière générale, l'économie américaine semble s'améliorer de manière graduelle et on devrait s'attendre à une croissance économique de $\pm 2\%$ pour 2013. Un facteur qui devrait jouer en faveur de l'économie américaine en 2013 est la politique monétaire très accommodante que mène actuellement la Fed. Le risque le plus important qui pourrait cependant peser sur la croissance américaine est la situation budgétaire et fiscale actuelle qui reste très tendue malgré les accords de dernière minute.

Pays émergents : Un ralentissement de la croissance qui se confirme

Les pays émergents ont aussi connu une année 2012 difficile. Etant donné que les exportations constituent une part non négligeable de leur produit intérieur brut (PIB), les pays émergents ont été fortement impactés par la baisse généralisée de l'activité mondiale. En effet, pour une grande partie de ces pays on a pu observer une baisse de la croissance de leur PIB.

Même si un ralentissement de la croissance de ces pays s'est confirmé en 2012, un certain nombre de ces pays restent cependant des locomotives de la croissance mondiale. Ceci est notamment le cas de la Chine. La croissance chinoise a certes été modeste mais est restée très soutenue tout au long de l'année, avec un taux de croissance trimestriel moyen d'un peu plus de 7%. En fin d'année 2012, nombreux ont été les indicateurs économiques à souligner une reprise dynamique de l'économie chinoise : hausse de la production industrielle de 10,1% (en g.a.), hausse des investissements d'infrastructure de 25% (en g.a.) ou encore hausse des exportations de 9,9% au cours des derniers mois de l'année 2012. L'amélioration de l'économie chinoise devrait se poursuivre au cours de l'année 2013 et le consensus s'attend à une croissance du PIB chinois de plus de 8% pour 2013.



Japon : Une balance commerciale en dégradation

Selon les dernières données, le Japon a enregistré, après deux trimestres consécutifs de croissance, une contraction de son activité économique de près de -0,9% au cours du troisième trimestre 2012. En g.a., ceci ne constitue une hausse que de 0,5%. En outre, en raison du conflit avec la Chine et de la faiblesse de l'activité mondiale, les exportations nippones ont continué de baisser au cours de l'année. Cette baisse des exportations s'est accompagnée d'une dégradation de la balance commerciale japonaise.

Cette situation économique morose du Japon a conduit l'ancien chef du gouvernement nippon, Yoshihiko Noda, à procéder le 16 novembre 2012 à la dissolution de la Chambre, laquelle sous-entendait des élections législatives anticipées en décembre, en échange notamment d'un accord sur une loi permettant l'émission future d'obligations étatiques qui était essentielle pour assurer le financement de l'Etat. L'annonce de cette décision avait provoqué une baisse du Yen, laquelle a conduit à une certaine euphorie auprès des investisseurs sur le Nikkei. Ces derniers avaient anticipé une victoire de Shinzo Abe, premier ministre de septembre 2006 à septembre 2007, lequel est très favorable à davantage d'assouplissements monétaires. Sans grande surprise, Shinzo Abe a été réélu en décembre. En fin d'année 2012, les marchés nippons ont fortement progressé suite à cette réélection de Shinzo Abe. Les marchés financiers nippons espèrent que les assouplissements monétaires massifs promis par Shinzo Abe conduiront à un affaiblissement conséquent du Yen et donc à une amélioration de la compétitivité des entreprises japonaises. Compte tenu de la faiblesse de la demande domestique, les marchés d'exportations constituent actuellement les seules sources potentielles de croissance pour l'économie japonaise.

À court terme, la réélection de Shinzo Abe s'accompagnant d'un assouplissement monétaire beaucoup plus prononcé devrait

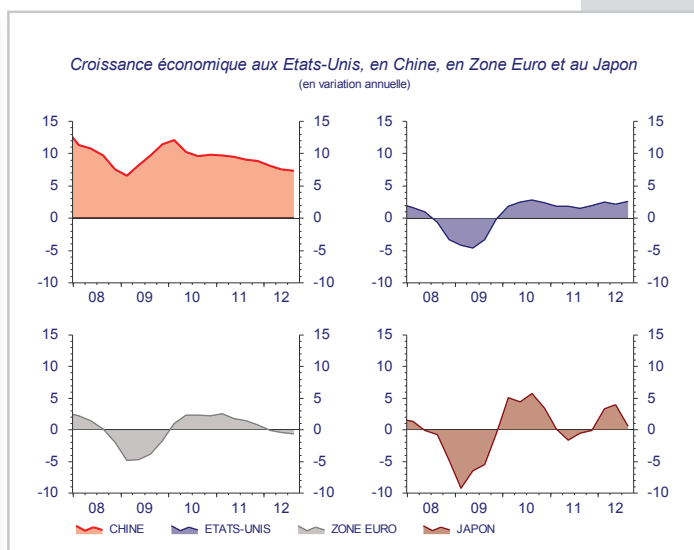
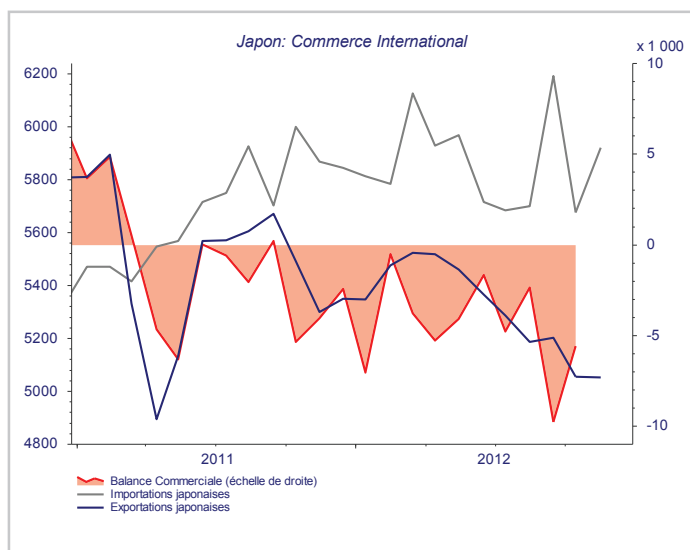
impacter positivement l'économie nipponne et on pourrait assister à un rebond de la croissance nipponne au début de l'année 2013. Vu le taux d'endettement du pays (240% du PIB) et si la balance commerciale ne s'améliore pas rapidement suite à la politique monétaire menée par Shinzo Abe, on peut toutefois soulever une inquiétude quant à la capacité du pays à financer sa dette à long terme.

L'économie mondiale continue de tourner... lentement !

Au final, on peut dire que l'économie mondiale tourne au ralenti, mais continue de tourner. La reprise de l'économie mondiale sera donc lente et longue. Nombreux sont les économistes à penser que le véritable rebond se fera aux alentours de 2014-2015 et qu'il faut considérer l'année 2013 comme une année de transition pour résoudre les problèmes structurels et microéconomiques qui pèsent encore sur l'économie mondiale et qui constituent une entrave à une croissance saine de long terme.

Qu'en est-il donc pour 2013 ? Compte tenu de ce qui a été dit ci-dessus et d'un point de vue optimiste, on peut espérer une croissance du PIB mondial d'un peu plus de 3% pour 2013. Cette croissance mondiale sera surtout alimentée par un rebond de la croissance aux Etats-Unis et par un redémarrage économique dans les pays émergents. Enfin, espérons que ceci permettra de donner l'élan nécessaire à une relance de l'économie européenne et nipponne.

William TELKES, PhD,
Economiste
BCEE Asset Management



Les marchés obligataires : retour vers le futur ?

De manière générale, que l'on regarde le rachat de la dette publique par l'Etat grec ou la situation politique en Italie, une impression de « déjà-vu » s'installe. Ainsi, les problèmes qui avaient besoin de solutions pour rassurer les marchés obligataires lors de l'année écoulée se sont retrouvés au centre des discussions. Est-ce que pour autant il n'y a pas eu de progrès ?

Si la soutenabilité de la dette grecque semble loin d'être acquise, tout comme celle d'autres pays comme l'Espagne d'ailleurs et à moindre mesure la France, le marché obligataire réagit de manière moins irrité face à la nécessité de nouvelles mesures de sauvetage. Le même constat s'applique à la stabilité politique en Italie.

Pour beaucoup, ceci est le fruit des « outright monetary transactions » (OMT) annoncées par la Banque centrale européenne. A moyen terme, la nouvelle surveillance bancaire unique, dont la mise en place sera séquentielle, devrait également contribuer à la stabilisation et à la restauration de la confiance dans le système bancaire européen.

Outre-Atlantique, le dilemme entre freiner l'évolution de la dette fédérale et continuer à stimuler la consommation en maintenant ou en accordant des allègements fiscaux ne semble guère affecter le marché obligataire. Les Américains ont, une fois de plus, fait preuve de pragmatisme en évitant le mur fiscal de justesse.

Aux Etats-Unis

La pentification de la courbe des rendements des obligations gouvernementales en USD s'est poursuivie au cours du dernier trimestre. Une légère baisse des taux très courts (3 mois : -0,06%) s'est accompagnée d'une hausse des taux longs (10 ans : +0,18%). Le point de rotation de la courbe s'est situé autour de l'échéance de 1 an.

Lors de la dernière réunion de l'Open Market Committee, la Réserve fédérale a présenté une nouvelle façon de communiquer. Au lieu d'annoncer comme par le passé des stimuli monétaires pendant un laps de temps bien déterminé, la Fed communique les objectifs qui doivent être atteints par la politique actuelle de taux directeurs exceptionnellement bas. Tant que 1) le taux de chômage n'est pas en-dessous de 6,5%, 2) les anticipations d'inflation entre 1 et 2 ans ne dépassent pas les 2,5% et 3) les anticipations inflationnistes à long terme restent bien ancrées, la politique accommodante devrait se poursuivre. Les « quantitative-easing », qui ne seront désormais plus nommés ainsi, ne seront plus limités en montant, mais conditionnés par l'atteinte d'objectifs. On peut ainsi parler de mesures accomodantes illimitées.

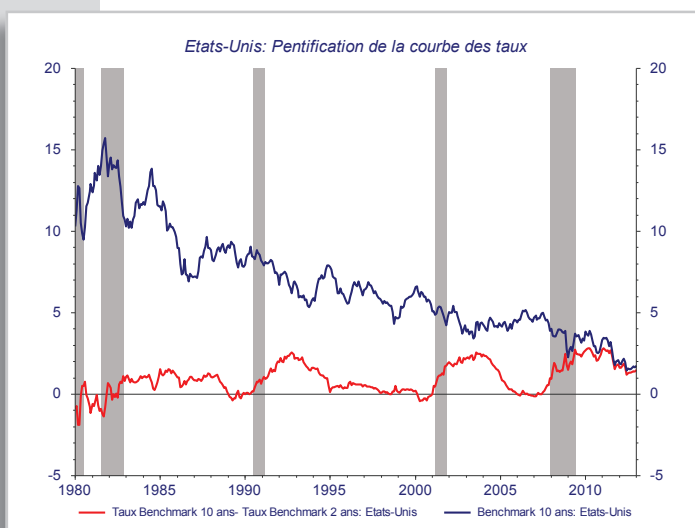
Si l'horizon de temps qui était communiqué jusqu'à maintenant (taux bas jusqu'à mi-2015) n'est pas vraiment remis en cause, l'évolution de chacune des statistiques de chômage et d'inflation devrait trouver un impact sur l'évolution des marchés de taux. Le marché pourra donc mieux anticiper les décisions de la Fed en fonction de ces deux paramètres.

Depuis la réélection du président Obama, le problème de l'ajustement du plafond de la dette a été mis entre parenthèses mais il semble acquis pour les marchés qu'une solution sera trouvée. Cette solution, n'aura, à notre avis que peu d'impact sur les marchés obligataires. A moyen terme, une partie de la solution risque d'être une inflation faible en termes absolus, mais croissante, conduisant ainsi à une monétisation progressive de la dette.

Le fait que la répression financière puisse être un outil de désendettement à moyen terme rend les obligations étatiques américaines peu attractives. Nous restons dès lors en dehors de la dette publique américaine. Les obligations « corporate » ont montré de bonnes performances au cours de l'année, mais nous craignons que les entreprises pourraient souffrir de la faible croissance économique mondiale. Ainsi, un élargissement des primes de risque pourrait avoir lieu au moment où certaines d'entre elles n'arriveront plus à tenir les prévisions bénéficiaires. Des émetteurs financiers sélectionnés ainsi que des émissions d'Etats européens en USD continuent à présenter un certain intérêt.

En Europe

Depuis l'annonce des OMT, la recherche de rendement s'est également étendue au pays périphériques de la zone euro. Les échéances courtes de l'Italie et de l'Espagne, mais aussi du Portugal, de l'Irlande et de la Grèce ont montré de très bonnes performances. Les échéances longues ont, à moindre ampleur, suivi la tendance. Cette tendance a été entrecoupée par l'annonce de la démission du président du Conseil italien Monti, mais le marché a été vite convaincu que les autorités européennes auraient raison des problèmes politiques italiens.



Un autre pas vers la baisse des risques systémiques en zone euro est la surveillance bancaire, qui est conditionnelle à toute solidarité des dettes. Même si énormément de détails restent à être clarifiés, la zone euro se meut dans la bonne direction à un rythme certes très lent.

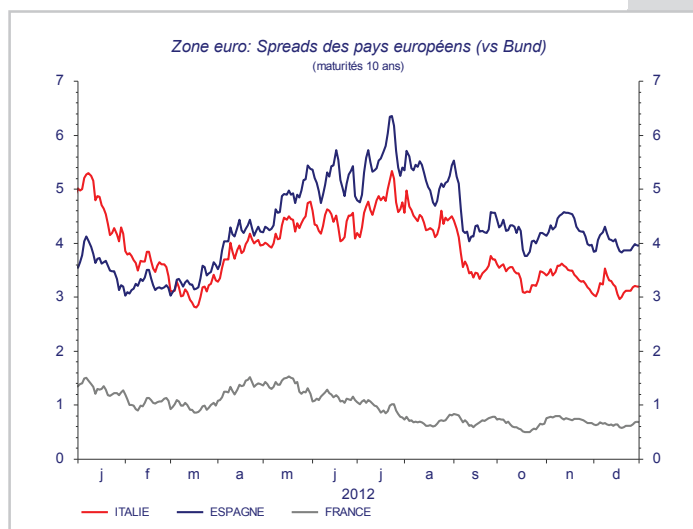
L'année 2013, après les très bonnes performances de l'année 2012, risque d'être une année très difficile pour les investisseurs obligataires, surtout s'ils ont un profil adverse au risque. En effet, ils devront soit accepter des rendements réels très faibles voire négatifs, soit se tourner vers d'autres actifs, que ce soient des obligations plus risquées, des actions, ou tout autre actif plus risqué. Cette sortie des obligations de bonne qualité, si elle est effectuée de manière généralisée pourrait entraîner des mouvements à la hausse de la courbe des rendements. Ces mouvements resteront à notre avis contenus, la demande pour des actifs sans risque à partir d'un certain niveau de risque paraissant intacte.

Au niveau de la politique monétaire, une partie du marché s'attend à une baisse imminente des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE), du moins du taux de refinancement principal. Cette attente pourrait se montrer prématurée. En effet, M. Draghi a toujours insisté à ce que le mécanisme de transmission devrait d'abord être rétabli avant d'utiliser les instruments classiques de politique monétaire. Certains membres du directoire de la BCE, dont Yves Mersch, sont également d'avis que les mesures non conventionnelles sont actuellement plus efficaces en termes de politique monétaire que les mesures classiques.

Quelles obligations faudra-t-il détenir en 2013 ? Nous pensons qu'au niveau des emprunts étatiques, tout est en place pour continuer à diminuer le risque systémique. Une partie des investissements devra ainsi être effectuée dans de la dette étatique laquelle profitant de cette diminution de (prime de) risque. Attention néanmoins à la volatilité de tels investissements. A titre d'exemple, la demande d'aide de l'Espagne ou l'absence de celle-ci pourrait entraîner de grosses fluctuations au niveau des rendements de la dette des pays périphériques.

Au niveau des emprunts « corporate », à l'instar des entreprises qui émettent en USD, les entreprises émettant en EUR devraient souffrir du manque de croissance économique. Ce risque se trouve, à notre avis, plus assez rémunéré dans les rendements actuels. Il reste les obligations des émetteurs financiers, qui de manière générale sont soutenues par les mesures des autorités européennes. Ici il faudra faire une analyse de l'émetteur ou de l'émission... et comme toujours, veiller à être diversifié.

*Carlo STRONCK,
Directeur Adjoint
Head of Investments*

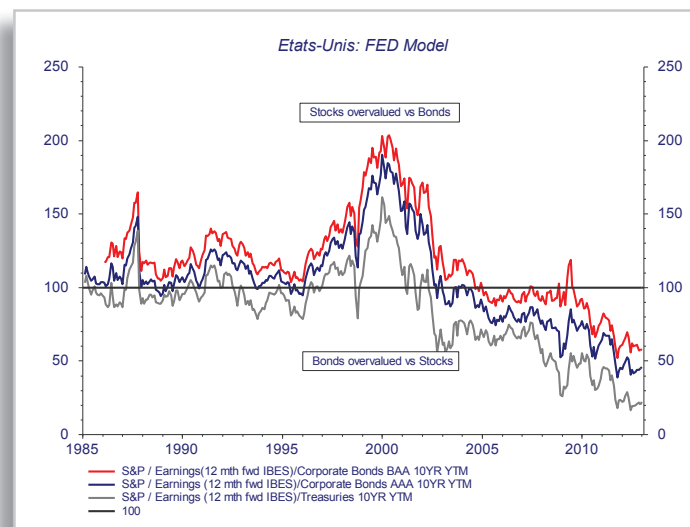
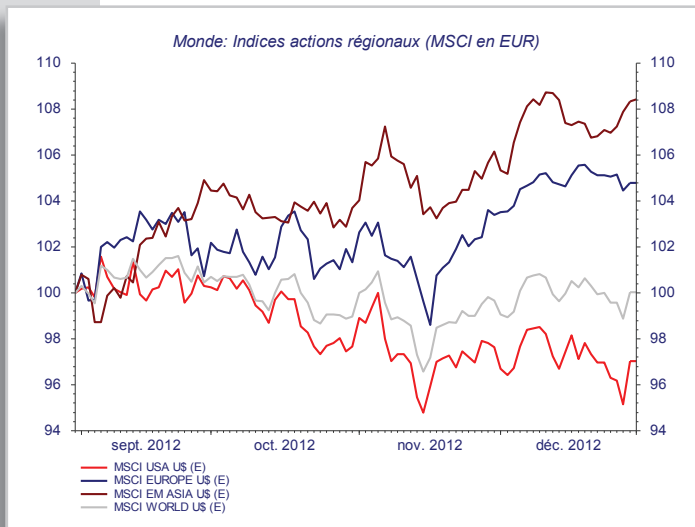


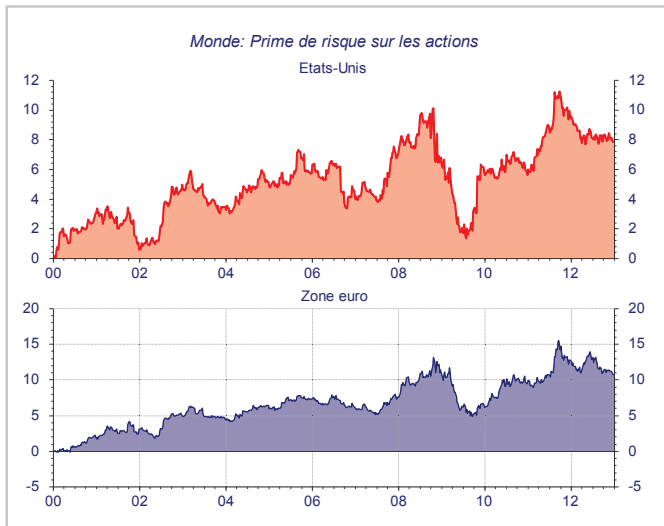
Vers un bon cru en 2013 ?

Nous avons eu raison d'adopter une attitude plus positive sur les marchés actions lors du dernier Panorama. En effet, après la petite correction du mois de novembre, les grands indices mondiaux ont poursuivi leur hausse entamée cet été. Tous les indices majeurs ont d'ailleurs cassé leurs résistances annuelles et clôturent l'année 2012 au plus haut. La très nette surperformance sur les trois derniers mois des marchés européens, des marchés émergents et des secteurs cycliques soulignent cette attitude plus positive des investisseurs. Certes, le tableau économique reste difficile et les difficultés ne manquent pas, mais la seule baisse de l'aversion pour le risque justifie une attitude plus offensive. Dans l'attente d'une amélioration des fondamentaux économiques et le passage d'échéances politiques importantes, nous conservons notre biais positif sur les actions. Par ailleurs, nous maintenons notre préférence pour l'Europe et les pays émergents et nous restons neutres sur les US. Nous sommes repassés plus positifs à court terme sur le Japon, suite aux élections et à la volonté du nouveau gouvernement de faire baisser le yen. Comme thématique, nous nous positionnons sur des valeurs cycliques et des valeurs offrant une croissance du dividende.

Même si notre enthousiasme est modéré, nous conservons une vue positive pour les marchés actions pour l'année 2013. Nous résumons ici plusieurs arguments qui appuient cette vue :

- Les indicateurs précurseurs des économies américaine et chinoise montrent des signes encourageants avec la reprise de l'immobilier qui se confirme aux Etats-Unis et un rebond conjoncturel en Chine. En Europe, le rythme de la dégradation économique ralentit. La croissance économique mondiale est là même si elle reste à des niveaux faibles.
- L'attitude des banques centrales aura été décisive dans cette crise. La BCE en lançant l'OMT, aura permis à l'Europe de sortir la tête de l'eau. La Fed, la banque centrale d'Angleterre, pour ne citer qu'elles, auront-elles aussi ouvert tout grand les vannes de liquidités. Les scénarios extrêmes de scission de l'euro ou d'assèchement total du crédit semblent maintenant derrière nous. Les différentes banques centrales sont résolues à rester très accommodantes en 2013.
- Le monde politique nous a surpris et pourrait encore nous surprendre ce qui est assez rare pour être souligné. Le déblocage de l'aide pour la Grèce et les banques espagnoles, la supervision bancaire en Europe, la fin des incertitudes politiques aux Etats-Unis et en Chine liées aux élections ont été des éléments positifs ces dernières semaines.
- Les rendements obligataires gouvernementaux et corporates sont à des niveaux si faibles qu'une rotation des flux des marchés obligataires vers les marchés actions pourrait se mettre en place cette année. Selon le modèle de la Fed, les obligations sont nettement surévaluées par rapport aux actions.





- Les marchés actions restent à des niveaux de valorisation faibles. Même si on ne pense pas qu'ils puissent retrouver leur moyenne historique et si une bonne partie du rattrapage a déjà été faite, une expansion des multiples, alimentée par une baisse de la prime de risque, doit continuer et tirer les marchés vers le haut. Rappelons que le S&P500 et le Stoxx600 se paient en P/E 14x et 12,7x pour 2013 (la moyenne historique étant respectivement de 16x et 14x).
- L'inflation devrait rester mesurée. Animés par une croissance mondiale faible, les prix de l'énergie seront de plus contenus par la production de gaz et pétrole de schiste. Les matières premières agricoles se sont-elles aussi stabilisées après un accès de fièvre cet été.
- Les entreprises composant les grands indices ont en majorité des bilans financiers sains, ce qui au regard de la valorisation du marché action, devrait les inciter à augmenter leurs rachats d'actions et accentuer les fusions-acquisitions.

Bien entendu, de nombreux points négatifs viennent nuancer nos arguments et nous incitent à conserver une attitude prudente sur le moyen terme. Tout d'abord, le consensus 2013 pour la croissance bénéficiaire des entreprises reste selon nous trop haut. Après un très faible ajustement à la baisse ces dernières semaines, il s'établit à 9,2% et 9,8% pour les Etats-Unis et l'Europe ce qui, à la vue des prévisions économiques pour les deux zones, paraît optimiste. Certes, le consensus 2012 qui s'est ajusté à la baisse tout au long de l'année aura eu peu d'impact sur l'évolution des marchés. Mais si l'année boursière 2013 est plus dirigée par l'économie que la politique comme en 2012, il est certain que la révision à la baisse des analystes aura un impact plus fort.

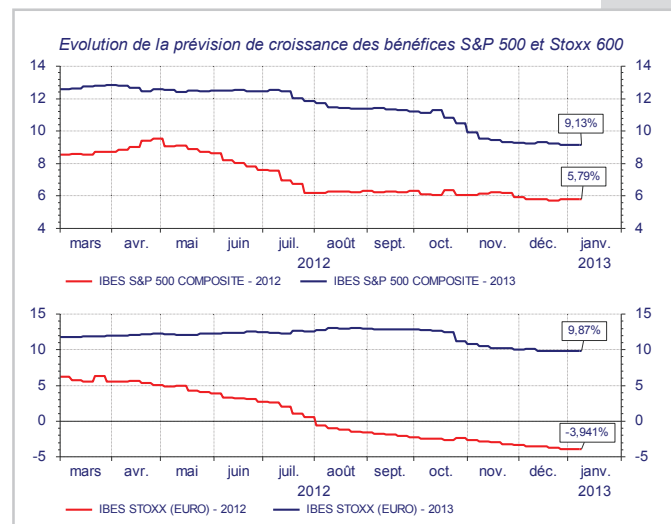
Nombreux sont les analystes qui soulignent aussi que la pression sur les marges des entreprises aux US pourrait suivre celles des européennes à la baisse. En effet, on aura vu les marges des entreprises européennes passer de 7,1 à 4,8% en 2012 alors qu'elles ont à peine bougé aux Etats-Unis de 8,5 à 8%.

Ensuite, et même si on a gagné du temps en Europe, le problème des dettes souveraines est très loin d'être résolu. Il peut resurgir à tout instant si une agence de notation venait à dégrader la note d'un pays. Les Etats-Unis, qui doivent à nouveau remonter le plafond de leur dette fédérale, le Royaume-Unis et le Japon sont souvent cités comme les candidats possibles pour 2013. Il est certain qu'un tel événement replongerait les marchés dans l'incertitude. En tout état de cause, rares sont aujourd'hui les trajectoires des dettes souveraines soutenables à moyen terme.

Nous sommes aussi inquiets sur la consommation, une composante essentielle du PIB. Le chômage étant structurellement haut, le taux d'épargne très bas, on voit mal les ressorts possibles pour un maintien voir une augmentation de la consommation des ménages.

Enfin, les tensions géopolitiques restent vives au Moyen-Orient. Les tensions entre Israël et l'Iran ou sur le conflit syrien pourraient être sources d'incertitudes sur les marchés. Les tensions politiques entre le Japon et la Chine en fin d'année nous rappellent que les conséquences économiques ne sont pas négligeables, dans ce cas sur l'industrie automobile japonaise.

En conclusion, conscients que les difficultés économiques seront toujours vives en 2013, nous restons prudents à moyen terme. Le marché des actions ne sera pas tiré selon nous par la croissance bénéficiaire des entreprises mais bien par une hausse des multiples de valorisation issue d'une baisse de l'aversion au risque. Nous estimons que les marchés actions pourraient progresser de 10% en 2013, prévision en ligne avec celle de beaucoup de stratèges.



Nous faisons un point ci-dessous sur notre vue sectorielle.

Positive sur les secteurs :

• Technologie :

On pourrait le résumer en une seule phrase : le secteur de la technologie est le seul à avoir plus de cash que de dettes. La santé financière du secteur est donc excellente et ses perspectives de croissance sont intactes sur fond de mutation technologique (wireless, cloud, virtualisation, big data...). Le secteur a souffert en fin d'année sur une thématique de prise de profit et a corrigé certains excès de valorisation. Se payant comme le marché, il est revenu aujourd'hui à des niveaux de valorisation attractifs et devrait surperformer le marché en 2013.

• Pharmacie/Santé :

Le secteur pharmaceutique constitue une source de diversification attractive sur le long terme. Le secteur est tiré par la croissance démographique, le vieillissement de la population, l'accès grandissant des pays émergents à la médecine, ainsi que l'innovation continue. Notre préférence se porte actuellement sur les grandes capitalisations, ces valeurs restant peu chères et présentant des rendements attractifs. Les sociétés du secteur sont parvenues à surmonter l'expiration de leurs brevets et se retrouvent actuellement dans une situation d'exposition avantageuse aux marchés émergents.

• Valeurs industrielles :

L'étude des indicateurs propres au secteur (PMI, production industrielle, commandes à l'industrie, taux d'utilisation des capacités de production...) et des perspectives communiquées par les entreprises nous encourage à favoriser les Etats-Unis au détriment de l'Europe. En outre, en matière de valorisation, la décote (en absolu comme en relatif) est plus importante aux Etats-Unis, ce qui joue également en faveur de cette zone.

Neutre sur les secteurs :

• Energie :

Nous restons prudents sur le secteur de l'Energie. Beaucoup d'analystes voient en effet ce secteur surperformer en 2013 sur fond de valorisation attractive et reprise économique. Néanmoins, excepté un événement conjoncturel majeur, nous pensons que les prix de l'énergie devraient rester stables en 2013 à cause d'une croissance mondiale faible et de la production de gaz et pétrole de schiste. Nous pensons qu'il faudra être très sélectif dans le secteur et se tourner vers les parapétrolières et infrastructures au détriment des grandes « majors ».

• Financières :

Nous restons prudents sur les financières. Certaines maisons pensent que l'écart de valorisation entre banques européennes et américaines suffirait à se positionner de manière agressive sur les banques européennes. Nous ne partageons pas cet avis. Les fondamentaux européens sont encore trop fragiles. Les sous-secteurs à éviter pour 2013 sont les banques d'affaires ainsi que les assureurs-vie. Les banques d'affaires doivent encore assainir leurs bilans et faire face à des régulations contraignantes sur leurs activités les plus rentables. Les assureurs-vie souffrent d'un environnement de taux bas et ont du mal à trouver des alternatives d'investissement. Nous préférons donc les assureurs non-vie et les réassureurs qui devraient profiter d'un environnement inflationniste. Quant aux banques de détails nous préférons délaisser les banques du sud au profit des banques avec une exposition aux pays émergents ou encore les banques françaises qui ont un modèle résilient.

• Matières premières :

L'année 2013 devrait être comme toutes les autres pour ce secteur : hétéroclite. Nous avons tendance à abaisser le poids des valeurs chimiques qui ont eu un excellent parcours pour se renforcer dans les minières et l'acier afin de jouer un rebond conjoncturel en Chine. Nous avons donc surpondéré des valeurs comme Rio Tinto et pris une exposition dans des valeurs aurifères et argentifères.



Négative sur les secteurs :

- **Consommation discrétionnaire :**

Nous sommes neutres sur les valeurs de consommation discrétionnaire américaines, estimant que les chiffres positifs provenant du marché immobilier ainsi que de la macroéconomie, semblent être contrebalancés par une hausse de la pression fiscale, un taux de chômage qui demeure important ainsi qu'une contraction des dépenses des consommateurs. En Europe, nous envisageons d'investir au sein du sous-secteur des équipementiers pneumatiques, ou de procéder à une sélection rigoureuse des valeurs de luxe qui profitent d'une exposition importante aux marchés émergents.

- **Consommation non-discrétionnaire :**

Les valeurs de consommation non-discrétionnaire restent attractives, combinant croissance stable des résultats et rendement important. Pour 2013, nous pensons que le « stock picking » primera sur l'allocation sous-sectorielle. De la même manière, nous préférons les sociétés favorisant le retour aux actionnaires (résultats croissants + dividendes solides, tout en assumant des valorisations restant égales par ailleurs). La forte exposition aux marchés émergents, une population mondiale croissante et vieillissante constituent des catalyseurs structurels, soutenant la valorisation des titres du secteur sur le long terme.

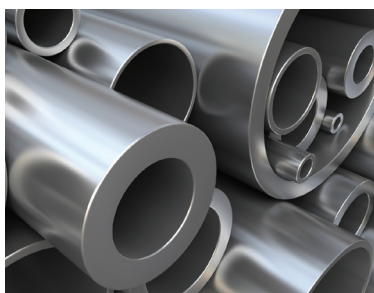
- **Télécommunication :**

Malgré une valorisation attractive et des dividendes élevés, nous ne voyons aucun signe de retournement sur le secteur. En effet, ces groupes restent très endettés et le développement de la 4G ou de la fibre ne va rien arranger à cette tendance. Ce secteur reste en déflation et la concurrence devrait rester rude entre les différents opérateurs, câblo-opérateurs ou opérateurs satellitaires. Nous jouons l'exposition aux marchés émergents et un marché domestique stable à travers des titres comme Telenor.

- **Utilities :**

Notre opinion est négative sur le secteur, et les arguments ne manquent pas : évolution défavorable des prix de l'électricité et du gaz, exposition trop locale, croissance faible ou absente, groupes fortement endettés à la merci des taxations étatiques qui ne le sont pas moins, incertitudes politiques. En outre, les valeurs du secteur ne bénéficient ni d'un attrait défensif durant les phases de baisse des marchés, ni d'un « statut cyclique » lors des mouvements haussiers. Par ailleurs, les rendements élevés sont souvent à risques et ne constituent pas un coussin contre la chute des cours de bourse. Enfin, la valorisation ne constitue pas non plus un élément attractif. En effet, en Europe le secteur n'offre qu'une légère décote par rapport au marché, et aux Etats-Unis le secteur se traite même avec une prime historiquement élevée.

*Pierre PERRAULT
Senior Portfolio Manager
BCEE Asset Management*



N° 01/2013



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'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, dont BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne peuvent cependant pas garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées. Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations ne peuvent servir de seule base d'évaluation des valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce rapport constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg déclinent toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne pourront être tenus responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenues dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A..