

BEST BANK
IN LUXEMBOURG

BILBOARD

Actualités des marchés financiers Automne 2015



**Madame, Monsieur,
Cher Investisseur,**

Nous laissons derrière nous l'un des étés les plus «chauds» de l'histoire récente. Nos prévisions du mois de mai concernant la Chine et la volatilité se sont avérées correctes. Les grands indices représentatifs des actifs à risque ont perdu entre 5 % et 25 % au troisième trimestre de cette année. La bonne nouvelle est que la zone euro a clos pour un temps le chapitre grec, mais la croissance mondiale inquiète les investisseurs au vu de la montée des craintes de récession qui ont secoué les marchés.

Nous entrevoyons de très nombreuses opportunités sur ces marchés malgré un environnement extrêmement compliqué (ou peut-être en raison de celui-ci). Nous sommes intimement convaincus qu'en l'absence de toute erreur de politique monétaire, les actifs risqués ont encore beaucoup à offrir, que ce soit aux États-Unis ou dans la zone euro. Même l'Asie va relancer son moteur. Nous sommes plus que jamais à vos côtés pour vous aider à faire fructifier vos placements. Nous mettons à profit notre expertise impartiale pour vous offrir des conseils et des services d'investissement transparents. N'hésitez pas à contacter votre Responsable de relation BIL ou l'un de nos experts en gestion d'actifs.

Yves Kuhn
Chief Investment Officer

Les récentes déclarations du FMI, qui font état pour 2015 des pires prévisions de croissance depuis la crise financière, ont semé la confusion chez les investisseurs.

Un net ralentissement est à prévoir dans les marchés émergents tels que la Chine, le Brésil et la Russie. L'institution a revu ses prévisions de croissance mondiale de 3,5 % à 3,1 %. Les perspectives pour 2016 restent malgré tout solides.

La Chine ayant perdu son rôle de premier moteur de la croissance mondiale, les investisseurs se tournent vers les États-Unis, dans l'espoir qu'ils réitèrent l'incroyable performance de l'an passé et soutiennent l'économie mondiale. Pourtant, les statistiques récentes indiquent que la reprise américaine pourrait marquer le pas. Les investisseurs craignent que ce coup de frein se transforme en ralentissement économique généralisé. Pour eux, dans les prochains mois, la principale question sera de savoir si ce récent accès de faiblesse est un passage à vide temporaire ou le début d'une tendance baissière durable.

Les projections de PIB américain basées sur les estimations immédiates de la Réserve fédérale d'Atlanta indiquent une progression de seulement 0,9 % au troisième trimestre, un chiffre nettement inférieur aux 3,9 % enregistrés au deuxième trimestre (données définitives).

Que se passe-t-il aux États-Unis ? Les dernières statistiques en date ont réservé de mauvaises surprises. L'activité manufacturière s'inscrit dans une trajectoire baissière et les enquêtes récentes suggèrent un fort ralentissement dans le secteur. L'indice ISM manufacturier, principal indicateur des prévisions d'activité, est tombé à 50,2 en sep-

tembre, son plus bas niveau depuis mai 2013. Les stocks ont notamment atteint leurs pleines capacités, ce qui devrait se traduire par un ralentissement de la production. Par ailleurs, la vigueur du dollar a pénalisé les exportations américaines, qui ont reculé de 2 % en glissement mensuel en août, alors que les importations ont crû de 1,2 % sur la même période. Mais l'attention accordée au secteur manufacturier et aux échanges commerciaux fait oublier les consommateurs américains, qui sont, eux, en excellente forme. Les ventes de voitures sont à leur plus haut niveau depuis dix ans, tandis que les mises en chantier de logements signent leur meilleur niveau post-crise grâce au redémarrage du crédit hypothécaire. Plus important encore, les salaires américains semblent être sur une pente ascendante, ce qui devrait doper les dépenses des ménages.

De son côté, la zone euro traîne les pieds. L'économie allemande a ralenti au cours des deux derniers trimestres, les exportations souffrant des difficultés des marchés émergents. Mais cette situation a été compensée par la croissance des pays périphériques : l'Italie, la France et l'Espagne ont en effet dépassé les attentes. L'engagement de la BCE à mener une politique accommodante constituera le principal moteur de la croissance dans la zone euro sur la période à venir. Il est possible que la BCE annonce de nouvelles mesures de relance dans les trois prochains mois, et son président, Mario Draghi, continuera d'aller dans les sens des marchés, ce qui devrait soutenir l'économie à court terme.



Yves Kuhn
Chief Investment Officer

Olivier Goemans
Head of Portfolio Management

Anticipations macroéconomiques de la BIL pour les 6 prochains mois

La croissance mondiale a constamment été revue à la baisse par l'OCDE et le FMI en 2015 (passant de 3,6 % à 3,1 %). Les perspectives pour 2016 restent solides (3,6 %). La contagion du ralentissement de l'économie chinoise tient à des corrélations directes, à la situation financière et à la volatilité. Comme mentionné dans notre précédent BILBoard, l'économie chinoise a enregistré un net ralentissement cet été.

Si l'on s'intéresse de plus près à la situation de l'Empire du Milieu, il apparaît que la majeure partie du ralentissement s'explique par une dégradation du secteur manufacturier qui, selon l'indice PMI Caixin, accuse son septième mois consécutif de contraction. Le ralentissement en Chine s'inscrit, selon nous, dans le cadre d'une transition maîtrisée, dont l'objectif est de passer d'une économie portée par les exportations industrielles à une situation plus durable, où la consommation des ménages chinois porte l'activité. C'est la raison pour laquelle nous pensons que l'économie chinoise va progressivement décélérer dans les trimestres à venir et ne subira pas d'atterrissage brutal. Si un nouveau séisme économique devait se produire, nous sommes convaincus que les autorités chinoises seraient en mesure d'amortir le choc, car elles possèdent des réserves de change colossales. Les répercussions potentielles sur le reste du monde sont plus inquiétantes.

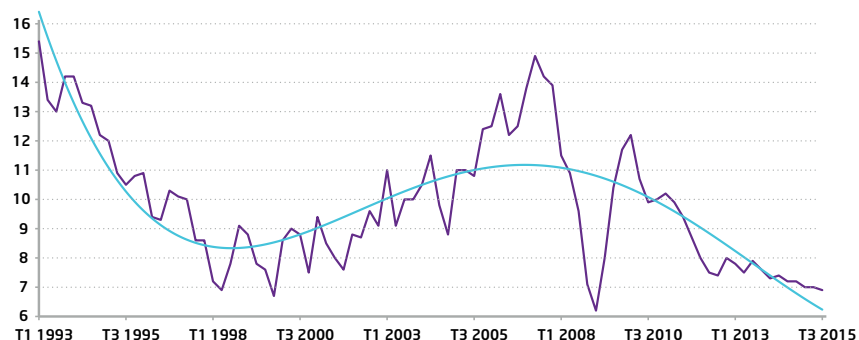
La croissance mondiale est soutenue par la bonne progression de l'emploi aux États-Unis, la confiance élevée des consommateurs américains (logement, ventes de voitures) et le rebond cyclique de la consommation en Europe (qui augmente lentement). Avec des prix du brut qui avoisinent les 50 dollars le baril, le secteur de l'énergie américain est à l'agonie, mais l'effet ne s'en est pas encore fait sensiblement ressentir sur la consommation. Il n'empêche que l'économie américaine a dû digérer les coupes claires que le secteur a opérées dans les dépenses d'investissement et les effectifs. Ce n'est qu'une question de temps, nous ne doutons pas que la faiblesse des cours pétroliers profitera bientôt aux consommateurs. Point intéressant, Bloomberg table sur une croissance du PIB réel américain entre 1,5 % et 2,5 % pour le troisième trimestre et entre 1,2 % et 3 % pour le quatrième trimestre. Ces fourchettes déconcertantes ajoutent à la confusion qui règne depuis septembre, lorsque la Fed a annoncé qu'elle ne relèverait pas encore ses taux.

Les prévisions de PIB de Bloomberg pour l'Europe se situent entre 0,8 % et 1,8 % pour le troisième trimestre et entre 0,9 % et 2 % pour le quatrième trimestre. Rien de comparable avec le cas américain. L'économie européenne est tirée par la consommation et moins par les dépenses d'investissement. Et les dépenses de consommation sont soutenues par l'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne (BCE). Cette dernière conserve une politique monétaire très accommodante et selon les rumeurs, elle pourrait étendre son programme de six mois. Les exportations à destination des marchés émergents piétinent. L'Allemagne, le pays le plus cyclique, est exposée aux principaux marchés émergents, tels que le Brésil et la Chine. Elle cède progressivement sa place à la périphérie dans son rôle de locomotive de l'économie européenne, l'Espagne, l'Italie et la France surprenant par leur vigueur.

L'inflation est faible à l'échelle mondiale et le niveau déprimé des prix des matières premières implique un risque baissier. D'un autre côté, le resserrement du marché du logement aux États-Unis va favoriser une stabilisation des prévisions d'inflation. À court terme, il est probable que l'inflation globale annuelle atteigne un niveau plancher dans les prochains mois (en dessous de zéro). La faiblesse des matières premières, la vigueur du dollar et les craintes liées à la Chine sont les principaux facteurs d'influence. Aux États-Unis, l'inflation en glissement annuel est passée de 0,8 % en décembre 2014 à 0 % en septembre 2015. Dans la zone euro, l'IPC harmonisé ressort à -0,2 %, après avoir atteint -0,6 % en janvier de cette année. Clairement, la politique monétaire dictera les anticipations d'inflation de l'Europe sur les 12 prochains mois. Le marché s'attend à ce que la BCE amplifie son programme d'assouplissement.

En Europe, une pentification de la courbe est possible car les taux à court terme resteront bas tandis que la politique d'assouplissement quantitatif pourrait continuer de tirer les taux longs vers le haut. Une hausse des taux américains est attendue en décembre / mars (les prévisions du marché accordent une probabilité supérieure à 50 % à un relèvement en mars 2016). Les taux à long terme changeront lorsque les premiers signes de pressions inflationnistes apparaîtront. Le marché semble se montrer complaisant devant la perspective d'une hausse des taux et l'évolution des valorisations sera scrutée avec attention en 2016.

Croissance du PIB réel chinois



Source: BIL, Thomson Reuters Datastream

“ Les marchés émergents restent une source de préoccupation à court terme ”



Risques clés pour nos hypothèses

Les marchés ont vivement réagi à la nouvelle d'un ralentissement de la croissance en Chine. Cette fois, ce ne sont pas les traditionnelles rumeurs de villes fantômes qui ont irrité les investisseurs, mais bien les chiffres de la balance commerciale combinés à un PIB trimestriel en baisse. Les cours du brut se sont effondrés ; la Chine et le Japon (principale destination de ses exportations) en sont de grands importateurs. Les marchés émergents, et les pays vers lesquels ils exportent, ont été contaminés à leur tour. Les exportations allemandes n'ont pas été épargnées, étant donné qu'elles sont très largement tournées vers la Chine et le Brésil.

Le marché est inquiet à l'idée que la croissance mondiale ne déçoive encore et, pire, que la croissance américaine ne déraile. Comment ces craintes s'expliquent-elles ?

- Les indicateurs avancés de la croissance américaine ont sensiblement ralenti (ISM, OCDE) ; les récentes statistiques économiques domestiques n'ont rien d'encourageant. La Fed d'Atlanta a publié une croissance proche de 0,9 % pour le troisième trimestre (donnée souvent utilisée comme un indicateur non officiel).
- La Fed semble hésitante à relever ses taux et à confirmer la vigueur de l'économie américaine.
- La croissance ralentit au Japon.
- Les pays émergents doivent faire face au renchérissement du dollar (cf. Brésil), à la hausse des taux d'intérêt, à la faiblesse des prix des matières premières et au ralentissement chinois.

Si les bénéfices par action (BPA) venaient à chuter dans la foulée (-20 % en cas de légère récession) et les obligations à se renchérir, les marchés actions mondiaux subiraient une dure correction car les États-Unis sont vus

comme la locomotive de la croissance mondiale. La croissance économique européenne et la croissance japonaise paraissent trop fragiles. Les résultats publiés pour l'instant aux États-Unis (moins de 50 % des sociétés) n'ont rien arrangé à la nervosité grandissante, de nombreuses sociétés rapportant une absence de croissance de leurs revenus.

Si les craintes se sont apaisées en Europe après le scrutin grec, les récents processus électoraux signalent une montée indéniable de la droite. Le message est clair : le citoyen européen veut moins et non plus d'Europe. Que la périphérie semble avoir tiré profit de l'assouplissement quantitatif de la BCE ne change pas grand-chose. La réalité est que le chômage reste élevé, et qu'avec une croissance d'à peine 1,5 %, rares sont ceux qui pourront prétendre à une vie meilleure.

Les banques commerciales accordent davantage de prêts à la consommation, et c'est d'ailleurs ce segment qui tire la reprise en Europe. Cela dit, pour que cette reprise soit viable, les marchés doivent avoir la confirmation que les entreprises investissent. Une augmentation des dépenses d'investissement (actuellement à un plus bas en 20 ans) est donc indispensable. Mais avec des marges d'exploitation qui avoisinent les 8,5 % (soit 30 % de moins qu'aux États-Unis), les chefs d'entreprises du Vieux Continent seront difficiles à convaincre.

Les marchés émergents laissent entrevoir de nombreuses failles. Il y a tout d'abord la faiblesse des prix des matières premières et le raffermissement du dollar américain. Si nous sommes d'avis que les niveaux planchers ont été atteints pour l'or noir, certains métaux et certaines denrées alimentaires pourraient stagner pendant un long moment encore. Le doute plane sur les revenus de plusieurs pays émergents et derrière la Chine se cache un marché important, le Brésil. Pour reprendre les mots de Moore Capital Management, « le Brésil, plus grand bénéficiaire de l'ascension de l'Empire du Milieu, a été touché en première ligne par le ralentissement chinois. Le Brésil est actuellement dans une impasse politique qui empêche toute réduction du déficit, et sa dette se retrouve soudainement sur une trajectoire explosive ». Les tensions qui s'y font jour peuvent se transformer en risque systémique au travers des pertes supportées par les bailleurs de fonds. Les économistes prévoient une contraction de l'économie de 3 % cette année. L'agence de notation Fitch a, dans ce contexte, abaissé la note de la dette brésilienne à un cran au-dessus du statut spéculatif, avec perspective négative.

D'autres risques existent sur le plan politique ; l'intervention musclée de la Russie en Syrie pourrait entraîner une nouvelle confrontation avec l'Ouest. Le conflit fait toujours rage en Ukraine et des montagnes de pétrodollars sont actuellement investies dans la guerre yéménite.

Actions européennes

L'Allemagne a été l'un des principaux pays touchés par la correction, en raison d'une très forte composante cyclique. Nous restons cela dit confiants à l'égard des actions européennes. L'affaiblissement de l'euro, la diminution des coûts des intrants liée à la baisse des prix du pétrole et des métaux et le maintien de coûts de financement bas vont doper les bénéfices de la plupart des entreprises européennes au trimestre prochain. Chose intéressante, les prévisions de croissance des BPA dans la zone euro pour 2015 ont été revues à la baisse cet été, de 14 % à 12 %. Le Danemark et l'Italie ont compté parmi les marchés les plus robustes au trimestre dernier.

Les marchés émergents restent une source de préoccupation à court terme, dans la mesure où certaines entreprises européennes sont très largement tributaires de leurs exportations vers ces régions. Des épisodes de volatilité et des révisions à la baisse des prévisions du consensus ne sont pas à exclure. Dans ce contexte, les valorisations, telles que mesurées par le ratio cours / bénéfices prévisionnel à 12 mois, sont retombées à 14,7 fois, soit une décote de 10 % par rapport au marché américain, et ce malgré un taux de croissance supérieur. L'écart de valorisation s'est même creusé pendant l'été, et si l'on n'est pas loin des sommets aux États-Unis, les bénéfices européens restent pour leur part 20 à 25 % inférieurs à leurs plus hauts de 2007, offrant un potentiel haussier non négligeable.

Il aura fallu neuf mois aux analystes européens pour adapter leurs prévisions de bénéfices dans le secteur énergétique. Avec ce dernier, les matériaux ont constitué les principaux freins à la performance sur le trimestre (en repli de 16 % et 20 % respectivement). Le secteur minier a quant à lui réagi par



des ventes d'actifs et des rationalisations. Des multinationales telles que Rio Tinto, BHP Billiton, Glencore ou Alcoa ont modifié leur structure d'entreprise en cédant des actifs liés aux matières premières ou en se séparant de certaines lignes d'activité.

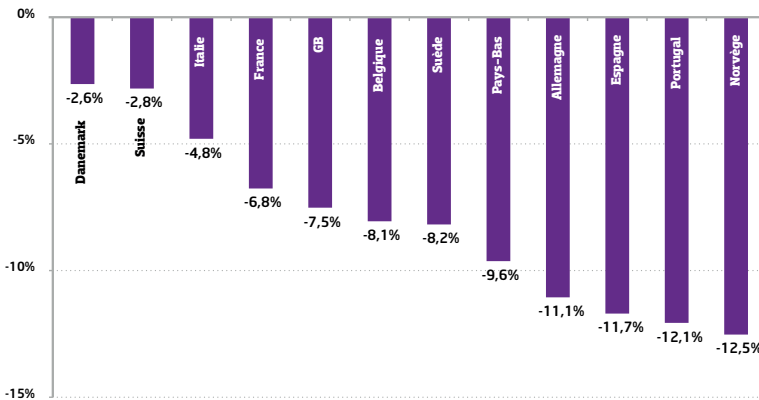
Nous privilégions les secteurs exposés à l'économie domestique, qui nous permettent à la fois de profiter de la reprise en Europe et de nous tenir relativement à l'écart des turbulences qui secouent les marchés émergents. Nous sommes optimistes à l'égard de certaines banques périphériques orientées vers une clientèle de détail (hormis les grands établissements espagnols, BBVA et Santander, qui sont largement exposés à l'Amérique latine) et pensons que le secteur devrait bénéficier de

la hausse du rendement des capitaux propres grâce à la diminution des provisions pour créances douteuses. Il affiche un ratio cours / valeur comptable de 0,86 fois. Si ces valorisations sont à peu près semblables à celles observées fin 2013, le rendement des capitaux propres a augmenté de 10 % environ.

Nous apprécions également le secteur plus défensif des services de télécommunications. Des bilans solides et des flux de trésorerie supérieurs devraient soutenir les fusions et acquisitions, les rachats d'actions et les augmentations de dividendes (le rendement du dividende s'inscrit à 4,7 %). Nous demeurons toutefois très sélectifs, la forte revalorisation du secteur offrant très peu d'opportunités d'investissement.

“ Le report de la hausse des taux de la Fed n'a pas été très bien accueilli ”

Performance des marchés actions européens au T3 2015



Source: BIL, Bloomberg

Actions américaines

Les craintes liées au ralentissement de la Chine et d'autres marchés émergents ont plombé les actions américaines qui, dans le sillage des actions mondiales, ont chuté de 7 % au trimestre dernier. Le report de la hausse des taux de la Fed n'a pas été très bien accueilli non plus, sa présidente Janet Yellen invoquant l'incertitude entourant la croissance économique mondiale comme motif principal de la décision. Les participants au marché se sont alors focalisés sur le revenu par action, qui a peu à peu diminué au cours des derniers trimestres.

Pour l'heure, la saison de publication des résultats ne s'est guère révélée très passionnante : on attend une contraction de 4 % des bénéfices, avec comme principal moteur les secteurs liés aux matières premières. Le repli attendu s'élève à 65 % pour les sociétés énergétiques et à 17 % pour le secteur des matériaux. Un tel essoufflement se ressent dans d'autres secteurs également. En cause notamment, la vigueur du dollar, qui met à mal les exportateurs. Mais il semble aussi que les marges des entreprises américaines aient atteint leur som-

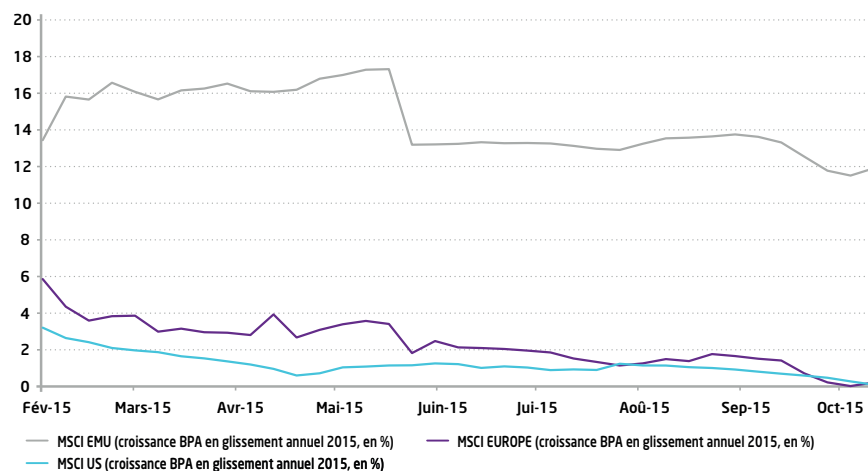
met et subissent une pression accrue avec l'augmentation des coûts d'exploitation. Les rachats d'actions et les fusions-acquisitions vont bon train et devraient procurer un certain soutien aux actions américaines, à moins que la perspective d'un tour de vis monétaire ne vienne jouer les trouble-fêtes. Au vu du ratio cours / bénéfices prévisionnel à 12 mois de 16,6 fois qu'affiche le MSCI US (à peine 6 % en dessous de son plus haut niveau en plus de 10 ans), nous pensons qu'il existe de meilleures opportunités ailleurs.

« L'efficacité et la crédibilité de la politique des banques centrales sont de plus en plus pointées du doigt »

Les secteurs des technologies de l'information et de la santé conservent notre préférence aux États-Unis. Les premières offrent une belle croissance (+13 % attendus pour le BPA en 2015) ; leurs bilans sont sains et leurs valorisations ne sont pas excessives. Les soins de santé sont eux aussi relativement attrayants sur ce plan (+12 %

pour 2015), même s'il faut s'attendre à une certaine volatilité des prix des médicaments. Les bilans sont solides et affichent un ratio endettement net / Ebitda d'à peine 1,1 fois, ce qui place le secteur en bonne position pour augmenter les dividendes et envisager des opérations sur titres.

Croissance du BPA



Source: BIL, Thomson Reuters Datastream

Japon

La Banque du Japon (BoJ) est à mille lieues de son objectif d'inflation, fixé à 2 %.

La faute revient exclusivement à la faiblesse des cours énergétiques. Il se pourrait bien que le pays connaisse une récession technique. La BoJ le saura bien assez tôt et pourra agir en conséquence. L'environnement externe demeure fragile pour les exportateurs et la Banque centrale pourrait utiliser cet argument pour assouplir davantage sa politique monétaire. Le fonds de pension public japonais, le GPIF, a atteint l'objectif qu'il s'était fixé et détient désormais 25 % de ses actifs en actions. Il dispose d'une marge pour aller jusqu'à 34 %, mais il n'est absolument pas certain qu'il l'utilisera. Encore faut-il en outre que les autres fonds de pension suivent.

Du point de vue de l'investisseur, tout assouplissement

quantitatif supplémentaire (QQE) serait positif car il conduirait la BoJ à acheter des ETF. Il se peut néanmoins qu'en lieu et place d'un nouveau programme, le budget soit revu à la hausse (+3.000 à 5.000 milliards de yens). Voilà qui serait grandement bénéfique pour les entreprises de la construction. La croissance du BPA demeure robuste dans le secteur non-manufacturier.

La BoJ détient un tiers de la totalité des emprunts d'État japonais en circulation et les achats supplémentaires seront limités. Elle pourrait par contre acheter d'autres actifs, tels que des ETF, ce qui serait positif pour les actions.

Notons que le bilan de la BoJ se monte actuellement à 74 % du PIB, contre 25 % pour la Fed et la BCE. Nous sommes face à une situation inédite, dont nous ignorons totalement l'issue.

Marché obligataire

Au niveau où les rendements obligataires réels américains se trouvent actuellement, tout resserrement de la Fed aurait vite fait de les propulser de plusieurs centaines de points de base. Voilà pour la vision optimiste.

Mais un regard plus posé nous invite à envisager un scénario de «normalisation» plus graduel dans lequel les taux quitteront leurs plus bas historiques pour rejoindre des niveaux toujours relativement peu élevés par rapport à la croissance du PIB nominal. Nous assistons à une prise de conscience de plus en plus marquée du manque d'inflation et de l'endettement excessif de nos systèmes financiers en regard de la croissance économique. C'est pourquoi l'efficacité et la crédibilité de la politique des banques centrales sont de plus en plus pointées du doigt. Certaines banques centrales devraient renforcer davantage leur politique monétaire peu orthodoxe (p. ex. BCE et Banque du Japon) tandis que le débat interne au sein de la Réserve fédérale américaine

sur le timing de sa première hausse de taux retient toute l'attention des investisseurs.

En ce qui concerne la Fed, l'expérience nous montre que le coût d'opportunité est plus grand lorsque les taux sont relevés trop tôt plutôt que trop tard. Par ailleurs, d'une part il va falloir du temps pour évaluer les retombées du repli observé actuellement dans les marchés émergents, et d'autre part l'offre excédentaire de matières premières qui contribue à faire baisser l'inflation dans les pays développés n'est pas près de se tarir.

Pourtant, d'un point de vue tactique, les rendements des obligations d'État des pays développés pourraient s'inscrire en baisse pour longtemps encore. Si l'on considère les taux d'inflation de la plupart des marchés développés, les rendements réels semblent désormais intéressants face aux incertitudes macroéconomiques actuelles.

Conclusions

Les craintes liées à la croissance mondiale se sont accentuées ces derniers mois. Pour autant que les autorités monétaires ne commettent aucun faux pas, la dynamique de risque se redressera et atteindra des sommets en 2016. Et c'est dans ce genre de moments justement que la macroéconomie devient décisive. Si les marchés actions se sont stabilisés à court terme, des ventes de panique restent possibles, au gré d'une actualité macroéconomique volatile en provenance de Chine et des États-Unis. Nous pensons cela dit que l'administration chinoise saura faire bon usage de ses liquidités pour contrer le ralentissement et huiler les rouages de l'économie.

À court terme, nous adoptons un positionnement prudent:

- Nous conservons une vision globalement positive des actions, mais comme déjà indiqué, des ventes de panique ne sont pas exclues. Sur ce segment, nous privilégions l'Europe par rapport au Japon et aux États-Unis. Les petites capitalisations européennes devraient continuer à profiter de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif. Plutôt que d'étoffer considérablement nos positions en actions, nous jouerons la carte de la sécurité et sélectionnerons soigneusement les secteurs de la consommation et les entreprises qui versent des dividendes élevés.
- Nous ne voyons pas l'inflation comme un ennemi pour l'investisseur à court terme. Nous cherchons à nous positionner là où nous entrevoyons des possibilités de dégager des rendements réels élevés, et en l'occurrence sur certaines obligations émergentes en dollars américains et certaines obligations à haut rendement de sociétés exposées à la croissance et aux dépenses de consommation européennes.
- Comme déjà indiqué, nous veillons à éviter toute position longue en durée car nous pensons que tôt ou tard, les taux (américains) remonteront.
- À long terme, nous sommes optimistes à l'égard du billet vert, car nous sommes convaincus que le cycle n'est pas terminé aux États-Unis. Retenons que la Fed ne relèvera pas ses taux tant qu'elle n'aura pas de preuve tangible d'un retour de la croissance à l'étranger.

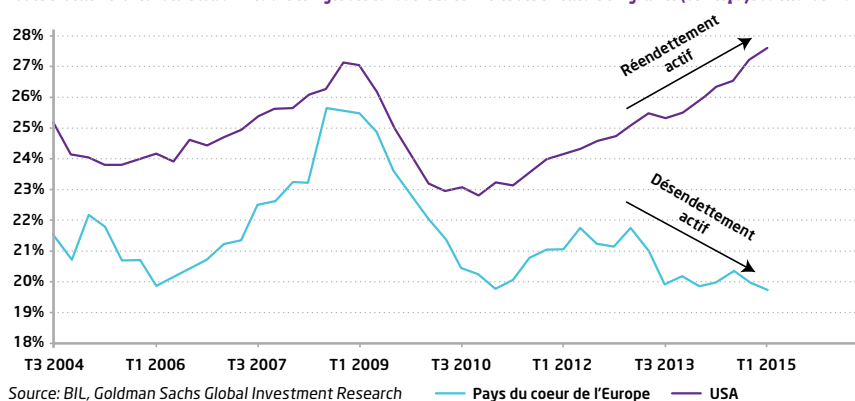
Et sur les marchés émergents, quel positionnement adopter? Ici, le dollar (liquidité) et les prix des matières sont la clé. Parce que nous sommes convaincus que les prix des matières premières resteront bas pendant un long moment et parce que nous excluons toute appréciation du dollar dans l'immédiat, nous voilà face à des tendances contradictoires. Il serait sans doute judicieux de profiter des ventes de panique pour acheter des actions émergentes.

Yves Kuhn
Chief Investment Officer

Au vu des pressions baissières et du raffermissement de l'euro, nous nous attendons à ce que la BCE annonce une extension de son programme d'assouplissement quantitatif dans les prochains mois. À noter que le marché accorde une probabilité de 40 % à une baisse de 10 points de base du taux de dépôt.

Les spreads américains se sont particulièrement creusés en fin de trimestre, tirés par la liquidité, les pressions vendeuses sur les marchés émergents et les coûts de financement élevés en matière de garantie. Ceux de la zone euro se sont en revanche resserrés, reflétant les attentes de nouvelles mesures d'assouplissement de la part de la BCE, ce qui suggère par ailleurs que la BCE a fait office d'amortisseur des ventes émergentes. Les obligations « investment grade » et à haut rendement offrent encore une valeur relative par rapport aux emprunts d'État et aux cycles de défaut historiques, mais il convient de faire attention à la qualité. Sur les marchés du crédit, nous avons toujours une préférence pour l'Europe par rapport aux États-Unis, au vu de leurs fondamentaux et défauts attendus respectifs (voir graphique).

Ratios endettement net / actifs totaux médians corrigés des variations saisonnières des émetteurs obligataires (USA et pays du cœur de l'Europe)



Source: BIL, Goldman Sachs Global Investment Research

La crise a contraint les pays de la périphérie européenne à revoir la réglementation de leurs marchés du travail, lesquels fonctionnent désormais bien plus efficacement. Les réformes renforcent la contribution que les travailleurs peuvent apporter à la croissance. Les taux débiteurs convergent ; les mesures de la BCE soutiennent les taux de financement pour les petites et moyennes entreprises (PME) périphériques.

- Les taux débiteurs pour les PME espagnoles et italiennes se dégonflent à vitesse grand V.
- L'assouplissement quantitatif de la BCE fait baisser les coûts de financement des États périphériques.
- Les coûts du service de la dette italienne devraient diminuer à hauteur de 1 % du PIB.
- L'épargne pourrait être utilisée pour accélérer le processus de réduction de la dette.
- Les capacités fiscales sont utilisées pour soutenir la croissance.

Nous ne souhaitons pas trop nous avancer en termes de durée tant que nous n'aurons pas pu définir si le récent repli des statistiques constitue un passage à vide temporaire ou s'il est annonciateur d'un ralentissement plus durable de la croissance. Notre scénario de base s'oriente davantage vers la première option, mais au vu de la sensibilité du marché aux mauvaises surprises statistiques, nous recommandons une position neutre en durée jusqu'à ce que la situation s'éclaircisse. Par conséquent, une approche prudente des obligations d'entreprises mondiales reste de mise.

La conjoncture économique est susceptible d'évoluer. La pertinence des informations et opinions exprimées dans le présent document ne peut être garantie au-delà du 27 octobre 2015. Ce document se fonde sur des données accessibles au public et des informations considérées comme fiables. Bien que le présent document ait été rédigé avec le plus grand soin, aucune garantie ou déclaration n'est faite quant à son exactitude ou à son exhaustivité. Banque Internationale à Luxembourg ne peut être tenue responsable des informations contenues dans le présent document. Le présent document a été préparé à des fins d'information uniquement et ne constitue en aucun cas une offre commerciale ou une invitation à procéder à un quelconque forme d'investissement. Il incombe aux investisseurs d'apprécier si les informations qu'il contient sont adaptées à leurs besoins et objectifs ou de faire appel aux conseils d'un professionnel avant de prendre une décision d'investissement fondée sur lesdites informations. Banque Internationale à Luxembourg décline toute responsabilité quant à toute décision d'investissement, de quelque nature qu'elle soit, par un utilisateur de la présente publication, fondée de quelque façon que ce soit sur la présente publication, et quant à toute perte ou tout dommage découlant d'une quelconque utilisation de la présente publication ou de son contenu. Ce document ne peut être reproduit ou dupliqué sous quelque forme que ce soit ni transmis sans l'accord écrit préalable de Banque Internationale à Luxembourg.

La présente publication a été préparée par : Banque Internationale à Luxembourg | 69, route d'Esch | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tél. +352 4590 6699 | www.bil.com

