

PERSPECTIVES MONDIALES D'INVESTISSEMENT POUR 2018

# EUROPE NOUVEL HORIZON POUR LE VIEUX CONTINENT

#### CERTITUDES ET INCERTITUDES

Risques pesant sur les marchés financiers et la croissance économique

#### L'ÉVEIL DU DRAGON

Ascension irrésistible de la technologie asiatique

#### TOUT CE QUI DESCEND FINIT PAR REMONTER

Augmentation possible de l'inflation en 2018





## **REPÈRES**



**2 000** EMPLOYÉS



**400** BANQUIERS PRIVÉS



**200**SPÉCIALISTES
EN INVESTISSEMENT



**50** VILLES EN EUROPE

#### **SOMMAIRE**

- MOT DE BIENVENUE DE LA PART DU GROUP ASSET ALLOCATION COMMITTEE
- 8 EUROPE : NOUVEL HORIZON POUR LE VIEUX CONTINENT
- RISQUES MARCHÉS : CERTITUDES ET INCERTITUDES
- 22 TECHNOLOGIE ASIATIQUE : L'ÉVEIL DU DRAGON
- 30 INFLATION: TOUT CE QUI DESCEND FINIT PAR REMONTER
- 36 PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT
  - ACTIONS
  - TITRES OBLIGATAIRES
  - MATIÈRES PREMIÈRES
  - CLASSES D'ACTIFS NON TRADITIONNELLES
  - DEVISES
- 46 NOUS CONTACTER

Ce livret a été compilé par KBL European Private Bankers. Son contenu et les points de vue énoncés – basés sur des informations provenant de sources que nous estimons fiables – sont ceux du Group Asset Allocation Committee (GAAC) de KBL epb en date du 1<sup>er</sup> décembre 2017 et sont susceptibles d'être modifiés. Ce document est d'ordre général et ne constitue en aucun cas un conseil juridique, comptable, fiscal ou en investissement. Tous les investisseurs devraient garder à l'esprit que la performance passée ne constitue pas un indicateur fiable de la performance future et que la valeur d'un investissement peut augmenter ou diminuer.

Copyright © KBL European Private Bankers 2017. Tous droits réservés

#### BIENVENUE.

es membres du Group Asset Allocation Committee de KBL European Private Bankers sont heureux de vous présenter leurs points de vue concernant les perspectives mondiales d'investissement en 2018.

Comme vous le constaterez dans les pages suivantes, nous pensons qu'en dépit des multiples défis qui persistent sur le plan politique, les fondamentaux économiques de l'Europe sont de plus en plus solides et ses perspectives de croissance sont encourageantes.

Parallèlement, les risques susceptibles de compromettre la longue phase haussière que connaissent les marchés mondiaux et l'expansion soutenue de l'économie mondiale sont nombreux. Nous examinerons les facteurs les plus susceptibles de tenir les investisseurs en alerte en 2018.



Dans le même temps, les entreprises technologiques asiatiques, en plein essor et extrêmement rentables, remettent sérieusement en question la domination des grands noms occidentaux du secteur. Nous nous interrogerons sur le fait de savoir si l'avenir appartient-il plutôt à Amazon ou Alibaba.

Nous nous pencherons ensuite sur l'inflation, ou, plus précisément, son absence, et examinerons les forces structurelles qui l'ont jusqu'ici empêchée de décoller. Dans la mesure où nous anticipons une hausse des attentes en matière d'inflation en 2018, nous passerons en revue les stratégies de placement adaptées à un tel environnement.

En ce qui concerne les principales classes d'actifs, les marchés d'actions et la rentabilité des entreprises ont progressé de concert en 2017, et nous pensons que cette tendance se maintiendra en 2018. Si certains s'inquiètent

de la complaisance dont font preuve les investisseurs, nous voyons de nombreuses raisons pour lesquelles ce mouvement d'expansion des actions devrait se poursuivre.

Quant aux titres obligataires, nous prenons acte du fait que le programme d'achat d'actifs des banques centrales prendra fin en 2018. Les rendements obligataires à long terme pourraient fortement progresser en Europe, même si c'est moins probable aux États-Unis. De fait, nous soutenons que la fin de l'assouplissement monétaire, qui risque de provoquer des turbulences sur les marchés financiers, devrait se traduire par une plus grande

prise en compte des stratégies dites alternatives, notamment par l'intermédiaire de fonds réglementés, aisément accessibles aux investisseurs.

Les prix des matières premières continuent de grimper, lentement mais sûrement, et nous pensons qu'ils progresseront encore davantage en 2018. En revanche, les cours du pétrole et de l'or devraient rester stables. Enfin, le dollar US devrait continuer à fléchir face à l'euro, tandis que le yen et le franc suisse devraient rester faibles. Sans surprise, le sort de la livre sterling dépendra des négociations sur le Brexit.

Bien que nous soyons con-

fiants en ce qui concerne notre stratégie globale d'allocation d'actifs, nous sommes conscients de l'impossibilité de prédire l'avenir avec précision, en particulier sur une durée de 12 mois. C'est pourquoi nous publions ces prévisions de façon régulière et actualisons nos recommandations en fonction de l'évolution de la situation.

Pour de plus amples informations à ce sujet, n'hésitez pas à contacter l'un de nos banquiers privés dans l'une des 50 villes européennes où le groupe KBL *epb* est présent.

Nous vous souhaitons une excellente année 2018.



Frank Vranken



PUILAETCO DEWAAY



George Raven



Don Smith







Robert Greil



MERCK FINCK

#### NOUVEL HORIZON POUR LE VIEUX CONTINENT LA ZONE EURO EN CHIFFRES

Souvenez-vous il y a un an. Suite à l'élection de Donald Trump, l'Europe se préparait à un élan populiste similaire. Et bien que la croissance ait été légèrement positive en 2016, l'on craignait largement un ralentissement de l'économie au cours des 12 mois suivants.

Revenons en à aujourd'hui. Les perspectives économiques pour l'Europe n'ont jamais été aussi encourageantes en dix ans – malgré l'incertitude politique qui règne en Allemagne, des élections préoccupantes en Italie et les retombées potentielles du Brexit.

Le PIB de la zone euro ne cesse d'augmenter, la confiance des investisseurs et des entreprises est au beau fixe, les affaires augmentent à un rythme soutenu et les entreprises n'ont jamais autant recruté depuis 17 ans. Qui plus est, le taux de chômage dans la zone euro a diminué de façon constante depuis le deuxième semestre 2013.

Sauf imprévus, la zone euro est sur la voie d'une croissance soutenue, appuyée par de nombreuses réformes en France, en Italie et ailleurs.

#### LA FORTUNE DES NATIONS

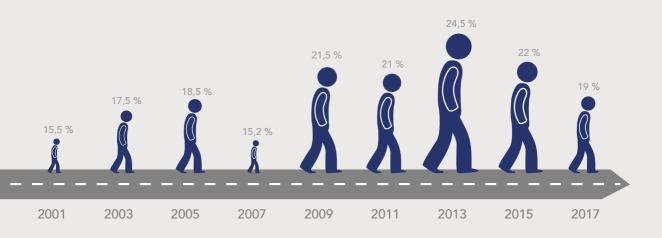
Economies les plus importantes de la zone euro selon leur PIB (2016) en mille milliards de dollars



Source : OCDE

#### PAS DE RÉPIT POUR LA JEUNESSE

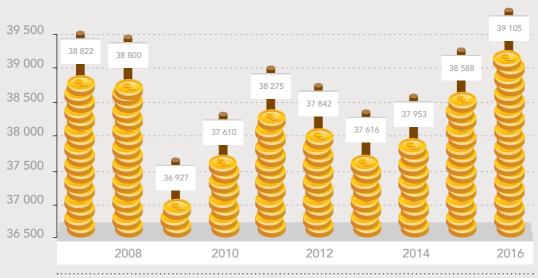
Taux de chômage des jeunes dans la zone euro



Source · Furostat

#### **PLUS RICHE QUE JAMAIS**

PIB par habitant dans la zone euro (en USD)



Source : Banque mondiale



e ciel de la zone euro s'est considérablement éclairci en 2017, la région se positionnant au premier plan en matière de croissance économique à l'échelle mondiale. Cette amélioration arrive à point nommé car le continent fait face à une multitude de défis politiques imminents.

L'UE peine à gérer les problèmes sociaux engendrés par la crise migratoire, tout en tentant simultanément de se protéger contre les retombées liées au départ du Royaume-Uni. Les velléités d'indépendance de la Catalogne ont suscité un malaise supplémentaire.

Toutefois, il est important de noter que la vigueur de la résurgence économique observée sur le continent a permis d'atténuer un grand nombre de risques liés aux actifs européens que les investisseurs ont pris l'habitude de gérer.

Les préoccupations concernant l'incapacité de l'économie à prendre de la vitesse malgré la politique monétaire extrêmement accommodante menée par la Banque centrale européenne sont en train de se dissiper face à la vigueur du mouvement de reprise de l'activité. Durant la majeure partie de l'année, les données relatives à l'activité ont régulièrement surpris à la hausse, non seulement au cœur de l'Europe, mais également dans les pays périphériques. Fait important, le taux de chômage de la zone euro n'a cessé de reculer depuis la mi-2013.



Aujourd'hui, les indicateurs pointent sans équivoque vers une poursuite de cette tendance. La confiance des investisseurs, des consommateurs et des entreprises a explosé. Les entreprises produisent d'importants flux de liquidités disponibles et les perspectives concernant les dépenses d'investissements fixes sont très favorables.

Les sondages indiquent une forte augmentation des dépenses d'investissement prévues par les entreprises en 2018, notamment en Allemagne et en France, ces dernières étant en partie liées aux réformes engagées par le gouvernement Macron. Dans la mesure où l'investissement des entreprises joue un rôle pivot dans la dynamique de croissance de la zone euro, une résurgence dans ce domaine envoie un message positif beaucoup plus large concernant les perspectives du PIB au sein de la zone euro. En outre, les dépenses d'investissement augmentent la productivité et les salaires et peuvent prolonger la reprise du cycle économique.

Il ne faut pas oublier la contribution que la vigueur de l'économie mondiale apporte à la croissance de la zone euro, y compris de façon directe à travers la demande à l'exportation. La zone euro étant fortement exposée à cette demande, la vigueur persistante de l'économie mondiale devrait continuer à apporter son soutien.

Malgré tous ces facteurs positifs, l'expansion soutenue



#### LA VIGUEUR DE L'ÉCONOMIE MONDIALE CONTRI-BUE À LA CROISSANCE DE LA ZONE EURO, Y COM-PRIS À TRAVERS LA DEMANDE À L'EXPORTATION



de la zone euro reste exposée à des risques manifestes.

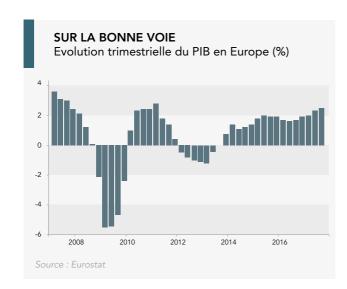
Outre l'échec de la Chancelière allemande Angela Merkel dans sa tentative de former un gouvernement de coalition fin novembre, qui menace la stabilité de la plus grande économie de la zone euro, l'issue des prochaines élections législatives

italiennes pourrait être déterminante.

Malgré son statut de troisième plus grand pays de la zone euro, l'Italie a peiné à assumer les conséquences de son appartenance à l'union monétaire, suscitant une forte désaffection de la population vis-à-vis de l'euro. Contrairement aux autres grandes économies de la zone euro, le PIB italien par habitant est à peine plus élevé aujourd'hui que lors de la création de l'euro il y a 18 ans et il s'est laissé distancer à l'issue de la crise financière mondiale, décrochant alors que les principaux pays de la zone euro regagnaient du terrain.

Toutefois, l'économie italienne a depuis rejoint le mouvement de reprise économique générale observé dans le reste de la zone euro, ce qui a atténué le sentiment d'hostilité à l'égard de l'euro. En conséquence, les marchés semblent désormais nettement moins préoccupés par les risques liés à cette élection, qui aura lieu au plus tard en mai 2018.

Dans la mesure où les problèmes du secteur bancaire italien sont à l'origine des difficultés économiques



du pays, certains signes indiquent que la situation est peut-être en train de changer. Les mesures de soutien au secteur bancaire italien se sont multipliées en 2017 : augmentation des recapitalisations, diminution du stock de créances douteuses et fermeture des banques défaillantes. Ce processus est loin d'être terminé, mais il devrait renforcer la dynamique haussière de l'économie. L'expérience de l'Espagne est encourageante à cet égard.

Il y a quatre ans, la position relative du PIB espagnol par habitant était similaire à celle de l'Italie. Mais l'éclatement de sa bulle immobilière a contraint le pays à radicalement réformer son secteur bancaire. Ces changements ont jeté les bases d'une économie revitalisée, catapul-

tant à nouveau l'Espagne au cœur de la zone euro et laissant l'Italie loin derrière.

Si ce n'est le rythme du redressement (car il faudra du temps avant qu'il s'accélère), l'orientation adoptée en vue de résoudre la crise bancaire italienne pourrait elle aussi atténuer l'hostilité de la population italienne envers la zone euro dans les années à venir.



Bien qu'il représente un danger bien réel pour l'économie de la zone euro, le Brexit semble également contribuer à réduire le risque politique en agissant comme catalyseur d'une intégration politique renforcée. Les pays membres se rallient en effet à une cause commune, celle de protéger l'Union contre les défis économiques et politiques que le Brexit représente.

Dans le même temps, les investisseurs n'ont pas à craindre que la BCE intervienne pour modérer la reprise actuelle. Loin s'en faut.

Dans son ensemble, la zone euro reste loin derrière les États-Unis dans le mouvement de reprise cyclique qui a suivi la Grande Récession et a encore beaucoup de chemin à parcourir avant que la BCE soit contrainte d'envisager un resserrement de sa politique. Le taux de chômage illustre le caractère relatif de cette capacité de croissance au sein de la zone euro: bien qu'il soit passé sous la barre des 9 % au second semestre 2017, il



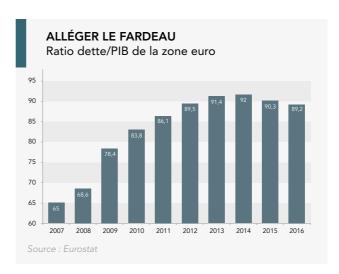
#### LE BREXIT SEMBLE ÉGALEMENT CONTRIBUER À RÉDUIRE LE RISQUE POLITIQUE EN AGISSANT COMME CATALYSEUR D'UNE INTÉGRATION POLITIQUE RENFORCÉE

reste encore nettement supérieur aux niveaux affichés avant la crise. En comparaison, le taux de chômage américain est tombé à environ 4 %, un chiffre proche de ses plus bas niveaux depuis plusieurs décennies.

Sauf chocs imprévus, la zone euro semble bien placée

pour entrer dans une période de croissance économique durable et plus marquée. Dans l'ensemble et malgré les défis que présentent les efforts d'unification, l'Europe affiche un équilibre et une solidité en mesure d'étayer la dynamique de croissance.

En particulier, les déficits pu-





En 2018, la Catalogne sera encore frappée par l'agitation et l'incertitude

blics ont été contenus et les ratios endettement/PIB ont diminué. De plus, l'économie affiche un excédent courant. Ces facteurs devraient contribuer à redonner confiance aux investisseurs face aux turbulences politiques internes qui font partie intégrante du processus visant à unifier des pays divers au sein d'un continent aussi vieux et culturellement diversifié que l'Europe.

Le conflit concernant l'indépendance de la Catalogne constitue l'une de ces crises, mais il y en aura d'autres. Les investisseurs doivent en accepter le caractère inéluctable.

Le processus de réforme en cours suscitera d'autres frictions dans la zone euro. L'élection de M. Macron en France a mis en évidence la volonté croissante de réforme au sein de la zone euro, et ce phénomène a déjà commencé à se manifester au travers de la ré-

forme du droit du travail en France. Le mouvement de réforme est inégal selon les pays, mais il évolue dans la bonne direction.

Cette année sera difficile mais importante pour la zone euro. À mesure que le processus de réforme s'accélèrera (en France, en Italie et ailleurs) et que l'économie continuera à se renforcer, la stabilité devrait réapparaître dans la région et, avec elle, la confiance des investisseurs.

# CERTITUDES ET INCERTITUDES

Les facteurs de risque susceptibles de compromettre la longue phase d'expansion que connaissent les marchés mondiaux sont nombreux. Quels sont les plus susceptibles de tenir les investisseurs en haleine en 2018 ?

'optimisme est devenu la nouvelle normalité sur les marchés financiers internationaux. Les banques centrales ont certes commencé à resserrer leur politique monétaire après plusieurs années d'assouplissement, mais pour l'heure, l'argent bon marché continue de pousser les prix des actifs à la hausse dans un environnement mondial qui, étonnamment, conjugue hausse de la croissance et faible inflation.

Ce scénario « Goldilocks » -

ni trop chaud, ni trop froid ne durera pas éternellement.

Le fait que les niveaux de valorisation des actifs à risque soient supérieurs aux moyennes à long terme constitue un avertissement, même s'ils n'entraînent généralement pas de corrections du marché. Les deux principaux chocs de ce siècle ont résulté de l'éclatement de la bulle Internet en 2000 et de la crise des subprimes conjuguée à la faillite de Lehman en 2008, deux évènements qui ont chacun été

suivis d'une longue phase de ralentissement économique. L'histoire est-elle en passe de se répéter?

Malgré l'optimisme soutenu des marchés lié à cette longue phase d'expansion et les signes selon lesquels les États-Unis ont atteint les derniers stades du cycle haussier, l'euphorie - l'indicateur psychologique le plus révélateur d'un krach imminent est loin d'être au rouge.

Les investisseurs semblent assumer leurs gains et re-



chignent à alléger leurs positions. Ce phénomène s'est traduit l'an passé par une volatilité extrêmement faible, avec l'une des périodes les plus longues de l'histoire sans une baisse quotidienne de 5 % sur le S&P 500. Mais la confiance pourrait se dissiper rapidement en cas d'imprévu, et les facteurs susceptibles de venir gâcher la fête sont nombreux.

Le risque le plus manifeste pour les marchés est celui d'un ralentissement économique inattendu, accompagné d'une flambée des taux d'intérêt et/ou de l'inflation. En Europe, un tel scénario pourrait entraîner une résurgence des problèmes d'endettement non résolus depuis la crise de la dette souveraine. Parmi les facteurs déclencheurs potentiels figurent le rejet des partis favorables aux marchés lors des élections législatives italiennes, une nouvelle montée du populisme ou du séparatisme à la catalane, ou l'arrivée de nouveaux flux importants de réfugiés en Europe.

Après l'échec de la Chancelière allemande Angela Merkel dans sa tentative de former un gouvernement de coalition fin novembre, la stabilité de la plus grande économie de la zone euro est devenue un facteur de risque supplémentaire. Selon l'issue des discussions, de nombreux grands projets européens pourraient être bloqués.

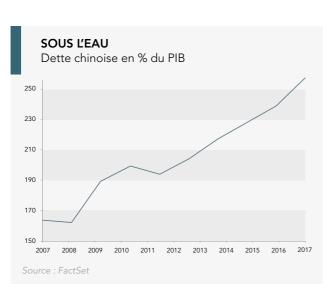
Bien qu'un ou plusieurs de ces événements soient susceptibles de survenir en 2018, l'Europe n'est pas un sujet de préoccupation majeur.



#### PARMI LES AUTRES RISQUES POUR LES MARCHÉS ÉMER-GENTS FIGURENT LE RAFFERMISSEMENT DU DOLLAR US

Les déséquilibres de la Chine continuent de faire peser la menace d'un atterrissage brutal. Bien que Pékin ait les moyens de financer des contre-mesures, le gouverneur de la Banque populaire de Chine, Zhou Xiaochuan, a cité l'avertissement de l'économiste américain Hyman Minsky selon lequel une

longue phase de redressement du marché pourrait aboutir à un ralentissement soudain suscité par des turbulences dans certains marchés susceptibles de se propager à d'autres (comme en 2007-2008, lorsque la crise des subprimes aux États-Unis avait précipité une récession à l'échelle mondiale).



Zhou pointe le doigt sur les niveaux d'endettement excessifs des entreprises et des ménages, un problème qui existe également dans les pays occidentaux sous l'influence de taux d'intérêt extrêmement bas, mais à une moindre échelle qu'en Chine. Parmi les autres risques qui pèsent sur les marchés émergents figurent le raffermissement du dollar US et l'importance des déficits de certains pays comme le Venezuela et l'Argentine.

S'il n'a pas eu de réel impact sur les marchés lors de sa première année de mandat, le président américain Donald Trump pourrait en avoir à l'avenir. L'une des questions est de savoir si le parti républicain pourra défendre sa majorité dans les deux chambres du Congrès lors des élections de mi-mandat de novembre prochain. La politique de « priorité à l'Amérique » menée par Trump pourrait nuire au commerce mondial, son intransigeance vis-à-vis de la Corée du Nord et d'autres ennemis perçus pourrait mener à un conflit et attiser l'hostilité d'un nombre croissant de pays alliés, et l'échec de sa réforme fiscale contrarierait de toute évidence les marchés.

Parmi les autres facteurs de risque sur le plan géopolitique figurent la politique russe et les tensions politiques dans le golfe Persique, même si leur évolution est difficile à prévoir. Une aggravation de la situation d'impasse dans laquelle se trouvent l'Arabie saoudite, l'Iran et leurs alliés pourrait faire grimper très fortement les prix du pétrole et du gaz. La volatilité des prix des matières premières ou des taux de change du dollar US a toujours le potentiel de faire basculer certains pays, voire des régions entières, dans une récession.

Certains analystes pensent que la normalisation des politiques monétaires des banques centrales suscitera une correction du marché vers la mi-2018. La Banque centrale européenne et la Réserve fédérale américaine ont jusqu'à présent géré les attentes, mais la réduction imminente de leurs bilans

considérables risque de peser sur l'économie et les marchés bien au-delà de 2018.

Si la BCE semble peu susceptible de relever ses taux d'intérêt cette année, les marchés ne sont pas convaincus que la Fed maintiendra le cap de deux hausses en 2018. Si la croissance annuelle des salaires bondit au-delà de 3 % aux États-Unis (ce qui est possible si Trump parvient à mettre en œuvre sa stratégie fiscale et si la demande de main-d'œuvre explose sur un marché du travail en situation de quasi plein emploi), l'inflation pourrait décoller plus rapidement que les investisseurs s'y attendent.

Les banques centrales ont préparé le terrain pour de telles éventualités avec leurs programmes d'assouplissement quantitatif, mais les marchés n'y adhèrent pas encore. Et dans la mesure où les taux d'intérêt restent extrêmement bas au regard de leur évolution historique, les banques centrales ont très peu de munitions en réserve pour parer à une éventuelle récession.

En fait, une hausse de l'inflation pourrait déclencher le scénario que les gestionnaires de fonds internationaux et d'autres craignent le plus : un effondrement du marché obligataire. En 1994,



une croissance des salaires étonnamment forte aux États-Unis avait suscité d'importants mouvements de correction des marchés d'actions et d'obligations. Il est arrivé par le passé que des rendements des bons du Trésor à 10 ans supérieurs à 6 % suscitent un ralentissement économique. À plus court terme, même des rendements supérieurs à 3 % pourraient s'avérer critiques.

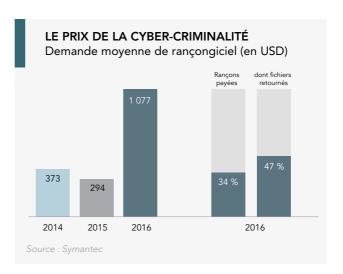
Une hausse des rendements obligataires et de mauvaises nouvelles sur le plan économique pourraient également inciter les investisseurs à liquider rapidement leurs obligations d'État et émergentes, titres qui, actuellement, font l'objet de volumes de transaction extrêmement faibles. Le manque de liquidité pourrait susciter une expansion significative des spreads par rapport à leurs niveaux actuels extrêmement bas, reflétant la quête de rendement de plus en plus désespérée des investisseurs, ne serait-ce que pour un rendement légèrement positif.

Dans la mesure où les niveaux

de valorisation des actions sont davantage justifiés par la solide évolution des bénéfices et les excellentes perspectives économiques mondiales qu'ils ne l'étaient en 2000, le risque le plus important semble résider dans le fait que le marché obligataire se caractérise actuellement par des coupons minuscules et de très longues échéances.

Bien que les marchés obligataires figurent en tête de liste parmi les facteurs de risque, l'histoire pourrait ne pas être garante des causes de la prochaine récession. Alors que le phénomène de transformation numérique se répand à travers le monde à un rythme toujours plus rapide, le « cygne noir » le plus manifeste pourrait bien se tapir dans le cyberespace. Lancer des campagnes sur les médias sociaux pour influencer les élections américaines ou les référendums britanniques est une chose, mais pirater une banque centrale ou une place boursière d'importance mondiale en est une autre.

De même, il n'est pas difficile d'imaginer un scénario dans lequel des cyber-attaques





🛕 Une répression du bitcoin pourrait impacter l'économie au sens large

coordonnées sur de grandes technologiques entreprises nuiraient profondément non seulement à ces entreprises, mais également à l'économie au sens large. Même de simples mesures de répression contre le bitcoin pourraient avoir un impact économique négatif étant donné l'essor de la valeur de cette cryptomonnaie. Autre possibilité: un événement totalement imprévu et sorti de nulle part, comme les attentats du 11 septembre.

C'est là le vrai souci, ce que l'ex-Secrétaire d'État américain à la Défense Donald Rumsfeld a appelé « les imprévus imprévus », c'est-àdire les choses qu'on ignorait ignorer.

Misà part ces « cygnes noirs », il est bon de constater qu'il existe actuellement peu de signes d'exubérance irrationnelle et que les investisseurs semblent rester concentrés sur le risque, ce qui est sain. De fait, même si les risques restent nombreux, rien n'indique actuellement qu'un quelconque événement susceptible de réellement changer la donne se concrétisera en 2018.

Par conséquent, notre conseil pour les 12 prochains mois est d'être prudent, mais pas pessimiste, et de ne pas oublier que les mouvements de correction sont inéluctables sur les marchés.

Il ne faut pas non plus oublier qu'il y a un an, les élections à venir en Europe constituaient la plus grande préoccupation des investisseurs et que ces scrutins se sont soldés par des résultats favorables aux marchés. Et comme toujours, le risque est intimement lié aux opportunités.

#### L'ÉVEIL DU DRAGON

#### L'IRRÉSISTIBLE ASCENSION DE LA TECHNOLOGIE ASIATIQUE

Il est important que les investisseurs prennent conscience de l'ascension apparemment irrésistible des entreprises technologiques asiatiques, et notamment de celles basées en Chine. La nation la plus peuplée au monde est aujourd'hui leader dans de très nombreux segments technologiques.

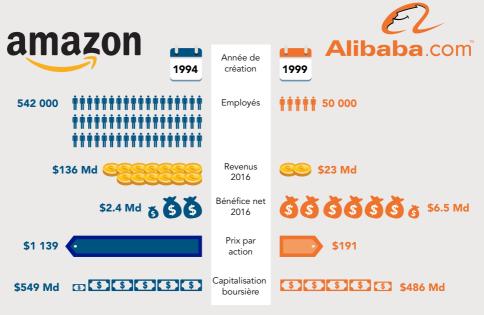
De Mumbai à Séoul, les entreprises technologiques asiatiques investissent lourdement dans la recherche et le développement, et en récoltent de plus en plus les fruits. La croissance rapide de ces entreprises a également de fortes répercussions sur les marchés d'actions régionaux, où les acteurs dominants traditionnels sont de plus en plus remplacés par les acteurs de la technologie.

Le cas d'Alibaba, société fondée à peine quelques années après Amazon, est un exemple frappant. Alors qu'Alibaba se situe loin derrière Amazon en termes d'effectifs et de chiffre d'affaires, ses marges d'exploitation sont beaucoup plus élevées, de sorte que ses bénéfices sont d'un ordre de grandeur différent.

Alibaba n'est qu'un exemple parmi d'autres de la façon dont certaines entreprises technologiques asiatiques en plein essor et extrêmement rentables bousculent les codes établis et partent à la conquête de l'économie numérique mondiale.

#### L'OUEST À LA RENCONTRE DE L'EST

Amazon vs. Alibaba\*

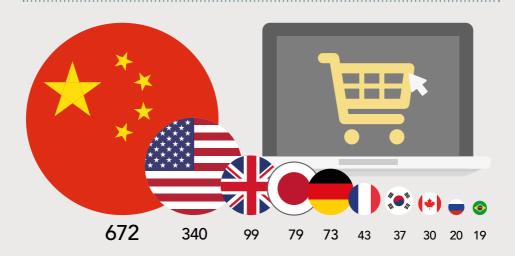


<sup>\*</sup> Tous les chiffres au 22 novembre 2017

Source: Alibaba Group, Amazon, Nasdaq, Statista

#### **ACCRO AU SHOPPING**

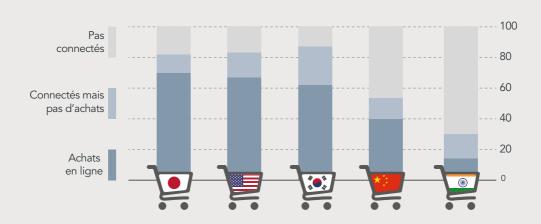
10 plus grands marchands en ligne au monde par ventes annuelles (2016) en milliards de dollars



Source : Statista

#### PAYS CONNECTÉS

Utilisation d'internet (2016), % de la population



Source : eMarketer

L'ÉVEIL DU DRAGON

En plein essor et extrêmement rentables, les entreprises de technologie asiatiques remettent sérieusement en question la domination des grands noms occidentaux du secteur. L'avenir appartient-il plutôt à Amazon ou Alibaba?



ujourd'hui, environ une vente au détail sur 10 est effectuée en ligne à l'échelle mondiale, contre 7,4 % en 2015, et ce chiffre devrait atteindre 15,5 % en 2021. Durant la même période, la valeur de ces transactions devrait passer de 1 500 à près de 5000 milliards USD.

Cette croissance émane avant tout de la Chine, où les dépenses en ligne dépassent désormais celles des États-Unis et du Royaume-Uni confondues. La Chine est également apparue comme le chef de file mondial des paiements électroniques et se situe au sommet de l'économie dite « de partage » en ce qui concerne les transactions P2P. La Chine accueille environ un tiers des « licornes », ces start-up valorisées à plus d'un milliard de dollars.

Malgré la sensibilisation croissante des investisseurs aux géants chinois du commerce électronique comme Alibaba, l'hypothèse selon laquelle les entreprises asiatiques du secteur de la technologie restent des ac-

teurs mineurs par rapport aux mastodontes américains comme Amazon et Google continue de prévaloir. Mais à la vitesse à laquelle les sociétés asiatiques rattrapent leur retard, il sera bientôt impossible de les ignorer.

Dans l'ensemble, les géants américains de la technologie restent en tête en termes de dépenses consacrées à la recherche et au développement (R&D). Le budget R&D de Huawei est désormais plus élevé que celui d'Apple, d'Oracle ou de Facebook,



mais il reste inférieur à celui d'Intel, de Microsoft, de Google et d'Amazon. En revanche, la Corée du Sud est le leader mondial en termes de dépenses de R&D en proportion du PIB, avec Samsung comme porte-drapeau.

Tout ne gravite pas non plus autour des seuls acteurs internationaux bien implantés en Chine et en Corée du Sud.

L'Inde, par exemple, est très en avance dans le domaine de la technologie financière. En témoigne HDFC Bank, une entreprise pionnière du segment des services bancaires en ligne basée à Bombay qui propose à ses clients un large éventail de prestations basées sur Internet. Aux côtés des services bancaires traditionnels, dont le conseil automatisé, HDFC propose une boutique en ligne qui permet aux clients d'acheter n'importe quel article depuis leur domicile, lieu de travail ou ailleurs, tous les paiements étant gérés par l'intermédiaire de la plateforme électronique de la banque.

La percée des entreprises asiatiques au sein de l'économie numérique ne doit pas occulter les autres domaines d'avancées technologiques dans lesquels elles s'illustrent.

La Chine est également à la pointe des énergies de substitution, y compris en matière de production d'énergie solaire et éolienne. Fin 2016, le pays représentait 26 % de la capacité installée d'énergie solaire à l'échelle mondiale et 31 % de la capacité éolienne. Il est éga-



D'ICI À 2020, LA MOITIÉ DE LA CLASSE MOYENNE À L'ÉCHELLE MONDIALE VIVRA DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS

lement loin devant d'autres pays en matière de vente de véhicules électriques : en 2016, BYD Auto était le premier fabricant mondial de voitures électriques, avec 102 000 unités vendues, contre 76 000 pour Tesla.

Naturellement, certains démographiques facteurs entrent ici en jeu : la Chine est déjà la nation la plus peuplée au monde, et l'Inde comptera quatre fois plus d'habitants que les États-Unis d'ici à 2030. Mais l'expansion de la classe moyenne au sein des marchés émergents est un facteur beaucoup plus important que la croissance globale de la population.

On prévoit que, d'ici à 2020, la moitié de la classe moyenne à l'échelle mondiale vivra dans les marchés émergents et que ce chiffre atteindra les deux-tiers d'ici à 2030. Autrement dit, il a fallu 10 ans pour que la population de la classe moyenne augmente d'un milliard d'individus au sein des marchés émergents, mais il pourrait suffire de six ans pour y ajouter un milliard de plus.

La classe moyenne en Asie se distingue de celle des pays occidentaux à de nombreux égards : les individus qui la composent sont beaucoup plus jeunes et maîtrisent mieux les technologies. Dans les villes asiatiques, les professionnels sont rivés jour et nuit à leurs smartphones et utilisent des systèmes de paiement comme Alipay d'Alibaba ou Wechat de Tencent pour contourner les banques traditionnelles.

Les services mobiles sont plus qu'une simple application pratique pour ce segment de la population : dans la mesure où, dans les régions éloignées de la Chine ou de l'Inde, l'agence bancaire la plus proche peut se trouver à de nombreux kilomètres, l'utili-



▲ La classe moyenne asiatique est jeune, mobile et férue de technologie

sation d'applications mobiles est nettement plus logique que celle d'une carte de crédit qu'il faut aller chercher. Dans l'ensemble des marchés émergents, une grande partie de la population a grandi et mène ses occupations de manière naturelle et quotidienne avec des services mobiles.

La croissance rapide des entreprises de technologie a des répercussions sur les marchés d'actions asiatiques, où ces entreprises deviennent des poids lourds qui écartent les acteurs dominants traditionnels dans des secteurs comme l'énergie, les matériaux et les ressources.

Les Technologies de l'information sont désormais le secteur le plus important de l'indice MSCI EM, avec 26 % de sa capitalisation boursière totale, suivis de près par les valeurs financières et les biens de consommation cyclique. Les entreprises technologiques représentent aujourd'hui 36 % de l'indice MSCI China, contre 1 % en 2007.

Lorsqu'il s'agit d'investir dans



les technologies, le Nasdaq n'est manifestement plus la seule option disponible.

Pourtant, le meilleur de cette croissance asiatique reste à venir, et la comparaison entre Amazon et Alibaba offre à ce titre des indications intéressantes. Bien que les ventes d'Amazon soient 5 fois plus importantes que celles d'Alibaba et que sa capitalisation boursière soit environ 12 % plus élevée, la qualité de sa croissance est très différente. Les marges d'exploitation d'Alibaba sont beaucoup plus élevées, de sorte que ses bénéfices sont d'un ordre de grandeur différent.

Si les deux groupes profitent considérablement des sociétés de cloud computing qui offrent des services de stockage électronique aux entreprises, la réelle différence réside dans leurs boutiques en ligne. Alibaba est un point de vente virtuel permettant d'acheter des biens et des services et offrant une plateforme aux entreprises qui ont pignon sur rue. Contrairement à Amazon, Alibaba ne se soucie pas des questions de logistique et de gestion des stocks, deux activités qui entament fortement la rentabilité d'Amazon.



#### LES ENTREPRISES DE TECHNOLOGIE REPRÉSENTENT AUJOURD'HUI 36 % DE L'INDICE MSCI CHINA, CONTRE À PEINE 1 % EN 2007



Alibaba est un bon exemple de la façon dont les entreprises technologiques asiatiques en plein essor sont en général aussi (voire souvent plus) rentables que leurs homologues américaines. Entre décembre 2016 et août 2017, un échantillon pondéré de titres d'entreprises de technologie asiatiques comprenant JD.com, Alibaba, Tencent et TSMC a enregistré une performance moyenne de 71 %, contre 37 % pour le quartet composé de Facebook, Amazon, Netflix et Google/Alphabet (FANG) aux États-Unis.

L'autre différence entre les États-Unis et l'Asie est le rôle de l'État. Aux États-Unis, l'idée selon laquelle il faut démanteler les géants numériques qui dominent l'économie bénéficie d'un soutien politique croissant et pourrait mener à une application plus stricte de la législation anti-trust. La perception selon laquelle ces entreprises devraient être réglementées comme des services publics dans la mesure où elles sont devenues indispensables à la vie quotidienne est peu à peu en train de s'imposer.

Dominantes, elles le sont manifestement. Aux États-Unis, 50 % du commerce électronique passe par Amazon, 77 % du trafic social mobile transite via Facebook et Google représente 81 % de l'activité des moteurs de recherche. Les analystes décrivent de plus en plus ces entreprises comme des plateformes verticalement intégrées qui empêchent tout concurrent potentiel d'entrer sur le marché.

Les questions de destruction d'emplois (le président amé-

# GOOGLEOPOLE Part de marché mondiale des moteurs de recherche (avril 2017) Yahoo: 7,31 % Autres: 1,37 % Bing: 7,31 % Baidu: 8,13 % Google: 77,43 % Source: Net Market Share



ricain Donald Trump a ciblé les pertes d'emplois liées à Amazon dans ses messages sur Twitter) et d'évasion fiscale sont tout aussi controversées. Les autorités européennes de la concurrence ont ordonné à l'Irlande et au Luxembourg de recouvrer d'importantes recettes fiscales qu'Amazon et Apple auraient illégalement évité de payer par le biais de décisions jugées trop généreuses en matière d'impôts. Les inquiétudes concernant les questions de protection de la vie privée et d'utilisation des données à caractère personnel sont à l'origine de ces débats.

En revanche, en Asie et en particulier en Chine, l'État axe davantage ses priorités sur la surveillance et la limitation du contenu numérique que sur l'envergure et la présence commerciale des géants de la technologie.

Certaines entreprises comme Tencent et Alibaba chantent régulièrement les louanges de la culture chinoise et des dirigeants du pays. Durant le 19e Congrès du Parti communiste, Tencent a lancé un jeu sur mobile permettant aux utilisateurs d'applaudir le discours du Président Xi Jinping; ce jeu a été joué plus de 400 millions de fois.

Dans de nombreux marchés émergents, la technologie produit des effets rapides et susceptibles de changer la donne. Cette croissance du secteur privé suscite des changements structurels dans les économies et les sociétés. Les investisseurs doivent en tenir compte.

## TOUT CE QUI DESCEND FINIT PAR REMONTER



L'assouplissement des politiques monétaires a certes relancé l'économie à l'échelle mondiale, mais il n'est pas parvenu à relancer l'inflation. Où cette inflation est-elle donc passée, et quand réapparaîtra-t-elle ?

epuis bientôt 10 ans, les principales banques centrales à travers le monde mènent des politiques monétaires extrêmement agressives, abaissant les taux d'intérêt officiels à court terme à zéro ou en deçà tout en faisant également fonctionner la planche à billets, poussant ainsi les rendements des obligations d'État à des niveaux planchers historiques, souvent en territoire négatif. Ces politiques visaient non seulement à stimuler l'économie, mais également à relever l'inflation à près de 2 %, objectif officiel de la plupart des banques centrales qui, pour l'heure, reste hors d'atteinte.

Où est donc passée l'inflation, et quels sont les facteurs qui la freinent?

La réponse pourrait être le système économique luimême, voire les politiques des banques centrales ellesmêmes. Il existe également de solides forces déflationnistes structurelles, notamment démographiques, ainsi que certains chocs déflationnistes à plus court terme, même si ces derniers semblent s'estomper.

Parallèlement, les forces cycliques qui stimulent l'inflation semblent gagner du terrain. L'inflation pourrait donc commencer à augmenter plus vite que ne l'anticipe actuellement la plupart des investisseurs, notamment dans des pays comme les États-Unis et l'Allemagne où le taux de chômage est très faible, entraînant des hausses de taux d'intérêt plus rapides, en par-



ticulier aux États-Unis. Une hausse de l'inflation en 2018 est loin d'être assurée, mais il ne faut pas exclure d'éventuelles surprises.

Le facteur déflationniste le plus naturel pourrait être le capitalisme lui-même dans la mesure où il se concentre sur une production toujours plus efficace de biens. En revanche, le système de monnaie fiduciaire en vigueur depuis les années 70, sans convertibilité en or, tend en soi à être fortement inflationniste dans la mesure où la plupart des

États ne résistent pas à la tentation de trop dépenser. De leur côté, les entreprises et les consommateurs ont accumulé une dette considérable, dont le service est fortement déflationniste. Globalement, notre système économique actuel semble intrinsèquement déflationniste.

L'utilisation excessive de la planche à billets ne suffit pas en soi à créer de l'inflation, celle-ci nécessitant une forte demande ou un choc d'offre. En effet, la plus ancienne loi économique stipule que pour que les prix augmentent, il faut que la demande excède l'offre.

Dans l'histoire récente, les chocs d'offre les plus importants ont pour la plupart été dus aux guerres, qui ont toujours été accompagnées d'une inflation massive. En leur absence, les économies occidentales et le Japon semblent souffrir d'une faible demande liée au vieillissement de l'importante génération des baby-boomers. En termes simples, ce sont les jeunes qui consomment, pas

les parents dont les enfants ont quitté le nid familial.

Parmi les autres chocs déflationnistes importants observés récemment figure l'entrée de la Chine au sein de l'économie mondiale, qui s'est soldée par des délocalisations à grande échelle et une baisse des prix, tandis que le désendettement des secteurs public et privé aux États-Unis et en Europe a fait chuter la demande depuis la crise financière. Toutefois, chocs déflationnistes ces s'estompent, avec une solide progression des prix à la production en Chine et un phénomène de désendettement aux États-Unis et en Europe qui arrive à son terme.

Richard Cantillon (1680-1734), un Irlandais qui a passé la plus grande partie de sa vie en France, soutient dans son ouvrage Essai sur la nature du commerce en général que les personnes les plus proches d'une source d'argent frais en bénéficient le plus, tandis que ceux qui en sont éloignés souffrent.

Cantillon prend pour exemple l'argent d'Amérique latine pillé par l'Espagne. Les prix des marchandises achetées par la Cour d'Espagne augmentèrent de manière spectaculaire, mais la grande majorité de la population, qui n'avait rien à vendre à la Cour, ne put en bénéficier et dut faire face

par la suite à une hausse des prix alimentaires.

De même, les acteurs les plus proches des banques centrales ont profité de cette abondance de liquidités: c'est le cas des banques considérées comme trop importantes pour faire faillite (too-big-to-fail) et des clients auxquels elles procurent un effet de levier, comme les hedge funds et les promoteurs immobiliers.

Les banques et les hedge funds achètent des obligations et des actions, éventuellement à des prix excessifs ; les primes et les commissions de performance créent ensuite une demande et dopent l'inflation, tout au moins pour certains biens rares. Mais le pouvoir d'achat de la majeure partie de la population reste en retrait.

Cantillon semble donc avoir raison lorsqu'il soutient que l'injection de nouvelles liquidités dope initialement l'inflation pour un éventail limité de biens et d'investissements et qu'elle ne gagne ensuite que lentement le reste de l'économie.

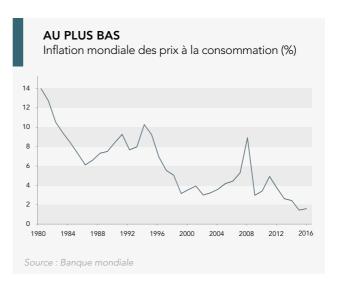


▲ Alors que le taux de chômage diminue, les salaires n'augmentent pas

Quasiment tous les banquiers centraux sont des Keynésiens convaincus que l'abaissement des taux d'intérêt à zéro ou en deçà alimentera l'inflation au travers de ce que Keynes appelle « l'euthanasie du rentier ». La baisse des taux est censée inciter les rentiers à cesser d'épargner et à commencer à dépenser, stimulant ainsi la demande et l'inflation.

Toutefois, les économistes de l'École autrichienne, sous la direction de Joseph Schumpeter, font valoir qu'abaisser artificiellement les taux revient à intervenir dans le prix de l'argent, ce qui finit toujours mal.

La faiblesse des taux d'intérêt permet aux sociétés « zombies » (et parfois même aux États) de survivre ; le système ne peut donc pas se purifier par le biais de la « destruction créatrice », provoquant surcapacité et déflation. Plutôt que d'euthanasier les rentiers, les Autrichiens pensent que la faiblesse des taux incite tout simplement les gens à épargner encore davantage : face à de faibles rendements, il faut se constituer un



pécule plus important.

Si c'est le cas, les faibles taux pourraient être la cause de la déflation et non son remède. La politique keynésienne menée au Japon pendant plus de 25 ans n'a suscité aucune inflation, même si ce constat n'a pas incité les banquiers centraux à remettre en question leurs convictions profondes. Les politiques de faibles taux devraient donc rester d'actualité.

Parallèlement, la « courbe de Phillips » montre que les salaires augmentent à mesure que le chômage recule, ce qui se traduit généralement par une hausse de l'inflation. Dans la mesure où le chômage aux États-Unis est déjà proche d'un plancher cyclique d'environ 4 %, pourquoi les salaires et l'inflation n'augmentent-ils pas plus vite?

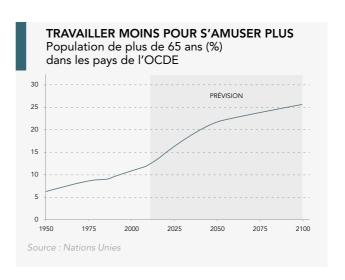
Ce phénomène est peutêtre moins paradoxal qu'il n'y paraît, car la courbe de Phillips n'est pas une ligne droite : les augmentations de salaires ne s'accélèrent réellement que lorsque le chômage devient très faible, comme aux États-Unis et en Allemagne aujourd'hui. Les salaires ont également été freinés par la génération des baby-boomers, qui ne reçoivent pas d'augmentations de salaire importantes en raison de leur vieillissement. Lorsqu'ils prennent leur retraite, les baby-boomers sont remplacés par des travailleurs plus jeunes aux salaires moins élevés, même si les hausses de salaire réelles pour différents groupes d'âge sont plus élevées que ce que la moyenne suggère.

Enfin, le taux de participation de la population active américaine s'est redressé ces dernières années. Les chômeurs non inscrits qui réintègrent le marché du travail maintiennent les salaires à la baisse. Par conséquent, les hausses de salaire sont beaucoup plus étroitement corrélées avec le large groupe des sans-emplois qu'avec le groupe moins important de chômeurs. À mesure que le nombre de sans-emplois baissera, les hausses de salaire devraient s'accélérer aux États-Unis et maintenir la Réserve fédérale sur une trajectoire de resserrement.

D'autres facteurs devraient stimuler l'inflation américaine en 2018. La faiblesse du dollar devrait entraîner une hausse des prix à l'importation. Parallèlement, la confiance des consommateurs est élevée, le marché de l'immobilier continue de se redresser et les investissements des entreprises augmentent progressivement.

Globalement, nous anticipons un rebond cyclique de l'inflation aux États-Unis en dépit des forces déflationnistes structurelles, en tenant compte du fait que l'inflation accuse toujours un retard d'environ 18 mois sur la croissance économique.

Si les attentes en matière d'inflation progressent en 2018, comme nous le prévoyons, la Fed continuera vraisemblablement à relever les taux à court terme, peutêtre plus rapidement que prévu. La hausse des taux courts s'accompagne d'ordinaire d'une hausse des rendements obligataires, mais la surabondance de l'épargne à l'échelle mondiale, causée principalement par l'excès





🛕 La planche à billets et les faibles taux d'intérêt ne sont pas parvenus à dynamiser l'inflation

d'épargne en Allemagne et en Chine, devrait continuer d'étouffer les rendements jusqu'au milieu des années 2020, date à laquelle les retraités de la génération du baby-boom auront épuisé suffisamment de leur épargne pour mettre un terme à cette surabondance.

L'impact sur l'endettement des entreprises devrait être limité, avec des spreads de risque qui devraient rester faibles dans une économie forte. Dans l'ensemble, il est peu probable que les performances des marchés obligataires impressionnent les investisseurs.

Les performances des marchés d'actions dépendront en grande partie de la vitesse à laquelle augmenteront les attentes en matière d'inflation aux États-Unis. Un resserrement agressif de la politique de la Fed pourrait gripper, voire inverser le mouvement haussier. Si les taux courts se rapprochent ou dépassent les longs taux, les banques peineront à gagner de l'argent et seront moins attrayantes pour les investisseurs.

D'autres secteurs plus cycliques pourraient bénéficier de la vigueur de l'économie, mais des hausses de taux répétées de la part de la Fed pourraient rendre les investisseurs nerveux. Nous continuons d'anticiper des performances plus élevées de la part des actions que des obligations, mais les risques pourraient augmenter dans le courant de l'année. Et si la Fed tarde à réagir aux signes de hausse de l'inflation et de baisse des taux d'intérêt réels, l'or pourrait en profiter.



es marchés d'actions et la rentabilité des en- treprises ont progressé de concert en 2017, et cette tendance devrait selon nous se maintenir en 2018. Si certains analystes s'inquiètent de la complaisance dont font preuve les investisseurs, de nombreuses raisons laissent penser que ce mouvement d'expansion n'est pas encore arrivé à son terme. La croissance économique est soutenue dans les principales régions du monde, ce qui contribue à faire grimper les bénéfices des entreprises

d'une manière inédite depuis la crise financière mondiale.

En Europe, le programme d'achat d'actifs de la BCE est parvenu, malgré les prévisions de nombreux observateurs, à stabiliser les économies jusqu'alors fragiles et à améliorer les fondamentaux. Outre-Atlantique, le comportement souvent imprévisible du président américain Donald Trump n'a pas nui à l'économie ni effrayé Wall Street, et les espoirs restent élevés en ce qui concerne le plan de réforme fiscale du gouvernement.

Dans la région Pacifique, les marchés d'actions japonais ont été soutenus par la poursuite du programme d'expansion monétaire de la Banque du Japon, l'affaiblissement du ven et le renouvellement du mandat de l'architecte de cette politique, le Premier ministre Shinzo Abe. De leur côté, les marchés émergents prospèrent eux aussi grâce à la hausse de la demande mondiale, à la stabilité de la Chine et au redressement des prix des matières premières.

Certes, les pessimistes font



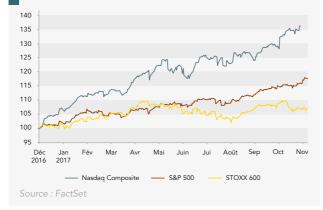
valoir que les niveaux de valorisation sont trop élevés pour être durables et que la croissance des bénéfices pourrait ne pas se concrétiser. À l'inverse, les optimistes soulignent la croissance continue des parts de marché des entreprises technologiques fortement valorisées, les primes de risque attrayantes et l'optimisme de nombreux ménages et conseils d'administration.

Dans cet environnement « Goldilocks » alliant inflation modérée et croissance vigoureuse, rien n'indique que l'optimisme du marché soit exagéré. Les investisseurs se concentrent sur des facteurs critiques comme les bénéfices, qui étayent aujourd'hui l'envolée des valeurs technologiques alors que ce n'était pas le cas lors du cycle d'expansion et de ralentissement des valeurs Internet à la fin des années 1990.

Les fondamentaux restent exceptionnellement solides : les entreprises du monde entier détiennent des volumes de liquidités considérables et, hormis les entreprises publiques chinoises, affichent des bilans solides sans compter sur le crédit, aussi bon marché soitil. Les dépenses d'investissement progressent aux États-Unis, en Europe et au Japon, ce qui laisse supposer que la prochaine étape importante du marché haussier pourrait être le déploiement d'excédents de capital à des fins d'investissement et d'acquisitions, y compris une envolée, aux États-Unis, des rachats d'actions financés par le rapatriement des fonds étrangers.

Malgré la croissance du marché

### **BELLES REMONTÉES** Indices Nasdaq Composite, S&P 500 et STOXX 600, rebasés à 100



d'actions observée l'an passé, les niveaux de liquidités disponibles restent très élevés chez les investisseurs en actions qui attendent simplement que des occasions se présentent. Pour l'heure tout au moins, peu d'alternatives existent en termes de perspectives de rendement attractives.

Début 2017, les investisseurs étaient préoccupés par les élections qui se profilaient dans plusieurs pays importants, la morosité de la croissance et les perspectives en berne des bénéfices. En réalité, l'année s'est soldée par une plus grande stabilité politique, une forte reprise de la croissance et une amélioration des perspectives en matière de bénéfices qui ont poussé plusieurs marchés d'actions de la zone euro à des sommets inégalés, malgré les inquiétudes concernant la confusion du Brexit, la montée du populisme et les velléités séparatistes.

Les perspectives concernant les bénéfices restent impressionnantes, dans un contexte d'accélération de la rentabilité et de soutien monétaire de la BCE au travers de ses achats d'obligations qui bénéficient notamment aux titres cycliques, des valeurs bancaires aux valeurs industrielles.

Wall Street continue de surpasser les autres marchés en termes de niveaux de valorisation absolus et historiques, et la réussite du plan de réforme fiscale pourrait porter le taux de croissance annualisé à près de 3 %. Les marchés d'actions sont de plus en plus dominés par les géants de la technologie, comme le quatuor FANG (Facebook, Amazon, Netflix et Google/Alphabet). Ce secteur représente désormais près du quart de la capitalisation boursière du S&P 500, et ce chiffre devrait encore augmenter.

La performance éblouissante affichée par la Bourse de Tokyo l'automne dernier a rétabli le Japon au rang de puissance du marché. Sous l'effet combiné de valorisations encore faibles, de l'amélioration de la croissance économique tirée à la fois par la demande intérieure et par les exportations, et de la poursuite de l'assouplissement monétaire mené par la Banque du Japon, les actions du pays sont aujourd'hui les plus at-

trayantes parmi les quatre principales régions.

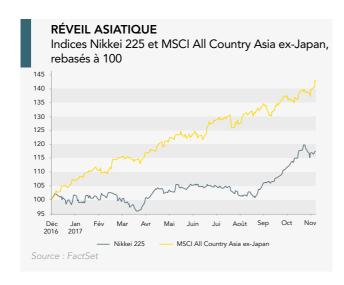
Suite au renouvellement de son mandat électoral en octobre, la poursuite de la politique de croissance et de lutte contre la déflation du Premier ministre Abe semble assurée pour le moment. Dans la mesure où le yen reste faible, les liquidités de certaines entreprises devraient être canalisées dans l'activité de fusions/acquisitions, stimulant encore davantage le marché.

Les marchés émergents, Chine comprise, bénéficient eux aussi de la hausse de la demande des pays développés et sur le plan intérieur. Les poches de la Chine semblent avoir été assez profondes pour écarter « l'atterrissage brutal » tant redouté, tandis que la stabilité politique a été soulignée par le 19e Congrès du Parti communiste.

Les exportateurs devraient continuer à bénéficier du redressement des prix des ressources, depuis les métaux de base jusqu'à l'énergie. Comme le Brésil, de nombreux pays émergents prennent des mesures pour réduire leur niveau d'endettement intérieur et à l'international, tandis que les plans de l'Inde en matière d'infrastructures témoignent de l'accent mis sur les politiques de croissance.

Une telle stabilité peut-elle durer ? Les indices de volatilité ont évolué à des niveaux historiquement bas durant la majeure partie de 2017 et les pertes ont été limitées et brèves car les investisseurs ont saisi les occasions d'achat qui se présentaient. Mais le choix des secteurs, des styles, des thèmes et des titres devient plus important pour extraire de l'alpha dans un contexte de faible volatilité. Fin septembre, les entreprises de technologie surperformaient les titres du secteur de l'énergie de plus de 22 %.

En ce qui concerne l'avenir, nous continuons à privilégier les secteurs cycliques par rapport aux secteurs défensifs et à favoriser les titres de valeur et de petite capitalisation, surtout en Europe, ainsi que la technologie à plus long terme, avec les dépenses d'investissement comme thème majeur en 2018.



### TITRES OBLIGATAIRES

En 2018, le programme d'achat d'actifs des banques centrales prendra fin. Les rendements obligataires à long terme pourraient fortement progresser en Europe, même si c'est moins probable aux États-Unis



ne année difficile attend de nouveau les investisseurs obligataires. Les politiques « d'argent facile » mises en place dans le sillage de la crise financière mondiale se terminent, les principales banques centrales à travers le monde commençant à réduire, voire à inverser, leurs mesures d'assouplissement.

Ces décisions se traduiront par la fin de leurs achats d'actifs nets d'ici à fin 2018, ce qui pourrait susciter un regain de volatilité sur des marchés financiers nerveux, ainsi que des hausses de taux d'intérêt et un accroissement des spreads entre les différentes catégories d'obligations.

La Banque centrale européenne, qui réduira de moitié ses achats mensuels d'obligations (30 milliards d'euros) à partir de janvier, prévoit d'y mettre un terme en septembre, sauf si l'économie du continent se dégrade de manière inattendue. La BCE réinvestira le produit des obligations arrivant à échéance dans son portefeuille, atténuant ainsi l'impact de cette réduction des achats.

Le président de la BCE Mario Draghi insiste sur le fait que la politique d'assouplissement monétaire restera nécessaire pendant encore un certain temps, même si l'économie de la zone euro est désormais en plein essor, dans la mesure où l'inflation reste bloquée bien en deçà de l'objectif de 2 % fixé par la Banque centrale.

M. Draghi prévoit que les taux d'intérêt resteront faibles même après la fin des achats d'obligations, excluant quasiment toute hausse des taux en 2018. Toutefois, les indicateurs indiquent une très forte reprise de la zone euro qui pourrait accroître les attentes en matière d'inflation. Par conséquent, nous anticipons une pentification des courbes de taux en Europe durant l'année, les rendements obligataires à long terme augmentant plus rapidement que ceux à court terme.

En octobre 2017, la Réserve fédérale américaine a commencé à réduire son stock d'actifs obligataires de 10 milliards de dollars par mois, augmentant progressivement les ventes chaque trimestre jusqu'à ce qu'elles atteignent 50 milliards de dollars par mois. La Fed a également indiqué son intention de relever les taux au moins trois fois en 2018.



Cette perspective fait grimper les taux d'intérêt à court terme, bien qu'il semble peu probable que les taux à plus long terme augmentent fortement tant que l'inflation américaine restera modérée. Par conséquent, nous pensons que les rendements obligataires américains à court et long terme convergeront vers la fin de l'année, et que les taux à court terme pourraient même progresser encore davantage. Au Japon, les achats d'actifs sont amenés à diminuer. Dans la mesure où la Banque du Japon détient déjà plus de 40 % de toutes les obligations d'État, des volumes d'achat limités suffiront à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux peu élevés.



D'ici fin 2018, la fin des programmes d'achat d'actifs nets et la hausse des taux d'intérêt rendront probablement les obligations risquées moins attrayantes et amplifieront l'écart de rendement par rapport aux titres de créance moins risqués de catégorie Investment Grade. Cela pourrait nuire considérablement aux prix des obligations. C'est pourquoi nous conseillons de maintenir des positions courtes et sans risque afin de survivre à cette importante phase de dénouement.

## MATIÈRES PREMIÈRES

Les prix des matières premières continuent de grimper, lentement mais sûrement, et devraient progresser encore davantage en 2018. Durant la même période, le pétrole et l'or devraient rester stables



près avoir touché le fond début 2016, les prix des matières premières ont poursuivi leur ascension lente et régulière en 2017. Les perspectives devraient encore s'embellir en 2018 grâce à une croissance mondiale solide et synchronisée et à une équation offre/demande plus favorable. Cela étant, toutes les matières premières n'évoluent pas de la même façon.

Le pétrole est une matière première fondamentale et ses prix semblent enfin rebondir, le Brent s'établissant légèrement au-dessus de 60 dollars le baril fin 2017. Alors que la demande mondiale continue d'augmenter, l'OPEP et la Russie font preuve d'une plus grande discipline en termes d'offre, discipline qui s'avé-

rait nécessaire pour contrer la hausse de la production américaine de pétrole de schiste. Dans la mesure où l'OPEP a relevé ses prévisions concernant la production de schiste, les quotas pourraient être maintenus plus longtemps que prévu.

Signalons également que, dans la mesure où les prix du pétrole se sont repliés ces dernières années, les pays de l'OPEP ont sous-investi dans les capacités futures. À mesure que les puits actuels s'assècheront, de nouveaux gisements devront être découverts et mis en exploitation afin de faire face à cette pénurie imminente. Cela explique pourquoi certains prévoient que le marché du pétrole accusera un déficit en 2018 ou début 2019.

Les marchés reflètent de plus en plus ce fait, préférant payer un prix plus élevé pour du pétrole livré aujourd'hui ou dans un avenir proche que pour des livraisons prévues à une date ultérieure, ce qui témoigne en général d'un marché serré. Dans la mesure où le prix neutre sur le plan budgétaire s'établit à 80 dollars le baril pour l'Arabie saoudite, nous pensons que le royaume cherchera à imposer des quotas de production pendant une période prolongée. Par conséquent, nous restons convaincus que les prix du pétrole seront stables ou légèrement supérieurs en 2018.

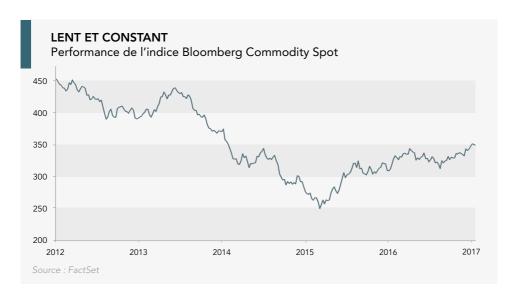
Les prix de l'énergie sont un facteur de coût important pour d'autres matières premières. L'amélioration de la croissance, et donc de la demande, renforce également notre confiance concernant les prix des métaux de base.

Ici, la Chine joue un rôle déterminant. Les autorités chinoises poursuivent leurs efforts visant à orienter le pays vers une économie axée sur les services et la consommation et à réduire les stocks de l'industrie lourde des métaux à l'échelle nationale. Cela étant, le projet « One Belt, One Road » (« une ceinture, une route ») nécessitera un développement massif d'infrastructures.

L'or est une classe d'actifs distincte. Il est perçu comme une devise à part et une valeur refuge. Mais dans la mesure où il ne verse aucun dividende ou coupon, sa performance dépend uniquement des rendements liés au cours, ce qui le rend donc très sensible aux fluctuations du dollar US et des taux d'intérêt américains.

Si une hausse des taux d'intérêts nominaux, par le biais du relèvement des taux de la Réserve fédérale, parvient à compenser la hausse de l'inflation, l'or connaîtra des moments difficiles. Mais si l'inflation augmente de façon incontrôlée, l'or réalisera de bonnes performances.

Compte tenu de son statut de valeur refuge, il est naturel que le métal précieux réagisse toujours de manière favorable aux situations de crise sur les marchés, notamment en cas de krach. Dans la mesure où nous n'anticipons pas une telle situation en 2018, l'or devrait évoluer de manière latérale et continuer à s'échanger dans une fourchette étroite.



# CLASSES D'ACTIFS NON TRADITIONNELLES

À mesure que les banques centrales mettent un terme à l'assouplissement monétaire, les stratégies dites alternatives méritent d'être examinées, notamment par l'intermédiaire de fonds favorables aux investisseurs.



epuis la crise financière mondiale, et après des années d'intervention des banques centrales, les rendements des obligations d'État et les spreads de crédit ont atteint des niveaux historiquement bas. De nombreux éléments indiquent aujourd'hui que ces politiques monétaires extrêmement accommodantes vont bientôt prendre fin.

Face à une croissance économique qui décolle à travers le monde et à des taux d'intérêt en passe d'augmenter, le risque qu'un mouvement de vente massive intervienne simultanément sur les marchés d'actions et d'obligations est plus élevé.

D'où l'attrait croissant des placements dits alternatifs.

Dans la mesure où ils permettent de s'exposer à des sources de risque différentes de celles des actions et des obligations, ils affichent une faible corrélation avec les investissements traditionnels, renforçant ainsi la diversification du portefeuille.

Ils offrent également de meilleures perspectives de rendement. Après des années de faibles rendements, la perspective de performances ne serait-ce que légèrement positives est attrayante. Nous estimons qu'un panier diversifié de stratégies de rendement absolu est susceptible d'enregistrer une mance annualisée entre 2 et 4 % plus élevée que les liquidités à moyen et long terme, un niveau qui exigerait une prise de risque importante

sur le marché obligataire.

Avant la crise financière, les fonds spéculatifs (hedge funds) offshore étaient quasiment le seul moyen d'accéder aux stratégies alternatives. Aujourd'hui en revanche, les gérants ont reproduit de nombreuses stratégies par l'intermédiaire de fonds couverts par le cadre réglementaire des OPCVM de l'Union européenne, cadre qui offre aux investisseurs une plus grande protection et une transparence accrue.

Les investisseurs peuvent désormais bénéficier beaucoup plus facilement de ces avantages en termes de diversification et d'opportunités de rendement, ce qui est particulièrement intéressant à ce stade du cycle de marché.

### **DEVISES**

Le dollar US devrait continuer à fléchir face à l'euro, tandis que le yen et le franc suisse devraient rester faibles. Le sort de la livre sterling dépendra des négociations sur le Brexit

'année 2017 a marqué la fin de trois années de hausse du dollar face à l'euro. En baisse de près de 15 % à un moment l'an passé face à la monnaie unique, le billet vert devrait reculer encore davantage au cours des 12 prochains mois. Ce phénomène reflète le fait que les États-Unis souffrent d'un déficit à la fois budgétaire et courant et que l'économie semble se rapprocher de la fin du cycle.

Toutefois, à très court terme, la réforme fiscale américaine et le fait que l'écart se creuse entre les taux d'intérêt américains et européens (à mesure que la Réserve fédérale relève ses taux alors que la BCE n'intervient pas) pourrait permettre au dollar de regagner provisoirement une partie du terrain perdu face à l'euro en 2017.

Au Japon, la réélection du Premier ministre Shinzo Abe laisse entrevoir une poursuite de son programme dit « Abenomics », garantissant ainsi le maintien d'une politique conciliante de la part de la Banque du Japon se traduisant par des taux bas et, vraisemblablement, un affaiblissement du yen. À plus long terme, lorsque le cycle se renforcera au Japon ou si des troubles géopolitiques s'avèrent préoccupants, le yen devrait s'apprécier.

Parallèlement, la livre sterling reste fortement tributaire de la forme finale que prendra le Brexit. Le franc suisse continuera d'être animé par la politique de la Banque nationale suisse axée sur l'affaiblissement de la monnaie.

Enfin, l'année 2018 pourrait s'avérer mitigée pour les devises des marchés émergents. Ceux dont les fondamentaux et les flux d'investissement sont solides devraient tirer leur épingle du jeu; d'autres, comme la livre turque et le rand sud-africain, pourraient souffrir de la dynamique négative suscitée par leur situation politique intérieure.



### RÉSEAU EUROPÉEN

#### **BROWN SHIPLEY**



KBL EUROPEAN PRIVATE BANKERS
43, boulevard Royal

L-2955 Luxembourg

Luxembourg

www.kbl.lu

Insinger gillssen Herengracht 537 1017 BV Amsterdam Pays-Bas

www.insingergilissen.nl

MERCK FINCK

Pacellistrasse 16 D-80333 Munich Allemagne www.merckfinck.de

Founders Court, Lothbury Londres EC2R 7HE Royaume-Uni www.brownshipley.com 46, avenue Herrmann Debroux B-1160 Bruxelles Belgique www.pldw.be

#### KBL RICHELIEU

22, boulevard Malesherbes F-75008 Paris France www.kblrichelieu.com



57, Calle Serrano E-28006 Madrid Espagne www.kbl-bank.es



2, boulevard E. Servais L-2355 Luxembourg Luxembourg www.puilaetco.lu



MONACO PRIVATE BANKERS

8, avenue de Grande-Bretagne MC-98005 Monaco Monaco www.kblmonaco.com

### SIÈGE

43, boulevard Royal L-2955 Luxembourg T: (+352) 4797-1 www.kbl.lu

#### PRIVATE BANKING

Private Client Services T: (+352) 4797-2099 info@kbl-bank.com

#### **GLOBAL MARKETS**

Treasury, Trading, Sales & Execution T: (+352) 4797-2774 financial.institutions@kbl-bank.com

### INSTITUTIONAL & PROFESSIONAL SERVICES

Client Relationship Management T: (+352) 4797-2495

#### **RELATIONS PRESSE**

Group Corporate Communications T: (+352) 4797-2658 nicholas.nesson@kbl-bank.com

#### CARRIÈRE

Ressources Humaines T: (+352) 4797-3412 recruitment@kbl-bank.com





### KBL EUROPEAN PRIVATE BANKERS

43, BOULEVARD ROYAL L-2955 LUXEMBOURG T : (+352) 4797-1 INFO@KBL-BANK.COM

WWW.KBL.LU