

Paris le 16 novembre 2017,

« Halte à l'alarmisme »

Les années se suivent et se ressemblent. Depuis 2001, puis 2008, il est difficile d'être témoin d'une hausse des marchés actions de plus de 10% sans voir fleurir une série d'oiseaux de malheur nous évoquant « l'évidente formation d'une bulle ». À force d'annoncer une catastrophe, peut-être auront-ils raison un jour, mais nous ne pensons pas, une fois de plus, que le pire est pour demain.

Juste clairvoyance ou traumatisme historique ? S'il est certain que les arbres ne montent pas au ciel, il existe des éléments concrets qui permettent d'apprécier la cherté des marchés actions, particulièrement en s'intéressant aux niveaux de valorisations. Au lieu de se limiter à l'observation de la progression d'un indice, nous mettrons en perspective l'environnement économique dans lequel nous évoluons.

Sommes-nous en présence d'une bulle de valorisation ?

Un rapide coup d'œil au multiple de valorisation instantané du marché nous confirme que le P/E du CAC 40 (hors sociétés en perte) est équivalent à son niveau de fin décembre 2013, soit 17,4x les résultats. Entre ces dates, la performance de l'indice – dividendes réinvestis – s'est établie à 41%, soit près de 9,5% annualisé, dans un contexte, donc, de valorisation globalement inchangée. Comment résumer cette performance à la formation d'une bulle dans ces conditions ?

Selon les estimations des analystes, sans évolution notable des anticipations de marchés, ce multiple sera de 14,7x à fin 2018, soit en dessous de sa moyenne historique malgré un contexte de taux très bas. Comment en déduire qu'une baisse significative des indices serait nécessaire pour retrouver des valorisations correctes ?

La dynamique de valorisation des petites et moyennes capitalisations est différente en raison du nombre élevé de sociétés innovantes et en forte croissance se trouvant dans ces indices. Face à ce potentiel de croissance bien supérieur, les multiples de valorisation traditionnellement plus faibles sur les entreprises de petites tailles convergent vers ceux du CAC 40, compensant une liquidité et une visibilité plus limitée par une dynamique de croissance plus attractive.

Au-delà de ce mouvement structurel, et justifié à notre sens, les valorisations restent raisonnables. Depuis la même date de référence du 31/12/2013, le PER Positif du CAC Small évolue de 14,2x à 15,8x. Depuis cette date, la performance cumulée du CAC Small dividendes réinvestis est de 86%.

Si on décompose cette performance, on obtient donc une performance « opérationnelle » de 68% et une performance « de hausse des multiples » de 11%. La surperformance des small caps est donc liée à des facteurs de hausse des résultats (opérationnelle) plutôt qu'à une hausse des multiples (financière).

Au contraire, on pourrait conclure que cette augmentation de 11% des multiples de valorisation est plus que justifiée par la qualité de la croissance bénéficiaire. Pas de trace de bulle par ici...

L'Europe confirme sa dynamique de croissance, pourtant certains crient déjà au ralentissement économique !

Avant de se prononcer sur la valorisation d'une entreprise, il convient d'analyser la pérennité de sa capacité bénéficiaire. Si le sujet de la durabilité de la demande finale est crucial, l'évolution de l'environnement économique est également un sujet clef.

Nous ne souscrivons pas à l'inquiétude de certains qui semblent considérer que l'Europe et la France devraient sous-performer les Etats-Unis, presque par habitude, malgré un environnement économique bien plus favorable.

Paradoxalement, c'est la vigueur du chômage en zone euro qui protège la zone : chaque baisse du taux de chômage re-solvabilise les banques (qui voient des créances douteuses redevenir viables, ces nouveaux actifs pouvant désormais rembourser leur emprunt), relance ainsi l'investissement et dynamise l'économie, entraînant une nouvelle baisse du taux de chômage. Avec 9,1% de chômeurs en zone euro et une réduction de ce taux de 0,5% par an en moyenne au rythme actuel, cette dynamique positive va se poursuivre. Néanmoins, nous sommes loin du plein-emploi... Ainsi ce mouvement ne risque pas à ce stade de créer des tensions sur les salaires et donc sur la compétitivité (à l'exception de l'Allemagne).

Deux éléments frappent au sein de la zone euro :

↳ Tout d'abord, un écart entre les différents pays qui tend à se resserrer. Nous étions habitués à voir l'Europe coupée en deux entre des pays du sud de l'Europe à la traîne économiquement, avec des indices d'activité faibles et un chômage en hausse, et des pays du nord plus dynamiques et critiquant ouvertement la politique économique européenne.

Cette parenthèse se referme. Ainsi les indices d'activité (PMI) ont convergé de manière impressionnante au sein de la zone, tandis que le chômage reflue partout. Même le Brexit pourrait finalement permettre une meilleure cohérence économique au sein de la zone (les britanniques ayant opposé un veto à toutes les tentatives de gouvernance économique européenne).

↳ Le deuxième élément qui ressort est la force de la dynamique européenne. Nous nous sommes habitués depuis 2012 à voir chaque sursaut de croissance se solder rapidement par une nouvelle désillusion à la faveur d'une rechute rapide.

Au contraire, le momentum est désormais très puissant. Ainsi la croissance 2017 était prévue à 1,2% lors de l'été 2016. A la faveur de dix révisions haussières successives, elle sera finalement de 2,2% cette année. 2018 semble suivre la même dynamique puisque le consensus anticipe désormais une croissance de 1,9% pour la zone contre 1,5% il y a quelques mois. Rien n'indique que ce momentum devrait faiblir.

S'agissant des entreprises, la micro-économie semble être dans la même dynamique. Les trimestres se suivent et se ressemblent avec des performances très positives des sociétés que nous rencontrons. Si bien évidemment certains secteurs rencontrent des difficultés structurelles (distribution, publicité, ...) la dynamique économique se reflète bien dans les comptes des entreprises.

Certaines ombres au tableau, comme la vigueur de l'euro qui a entraîné des commentaires préoccupés des chefs d'entreprises lors des résultats du troisième trimestre, semblent s'estomper. De la même manière, les risques déflationnistes liés au cours du pétrole reculent également.

Dans cet environnement favorable tant du point de vue macro-économique que des sociétés, le marché nous semble présenter de nombreuses opportunités.

Et les valorisations, loin de nous laisser présager l'existence d'une bulle, nous confortent dans notre thèse d'investissement à long terme.

Les creux de marchés, témoins d'une respiration nécessaire, nous semblent constituer des points d'investissements attractifs, bien plus que nous indiquer l'existence d'une bulle souvent fantasmée, mais rarement réelle.

L'équipe de gestion



Source : Financière ARBEVEL, au 16 novembre 2017. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel. Le présent document contient des éléments d'information, des opinions et des données chiffrées que Financière ARBEVEL considère comme exacts ou fondés au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier du moment. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée.