

Lettre macro-économique

Une pause salubre...

Chaque été nous réserve son lot de surprises. Nous attendions les résultats trimestriels des entreprises pour que le marché reprenne sa marche en avant, il n'en fût rien. Les tensions géopolitiques entre la Corée du Nord et les Etats-Unis auront provoqué une consolidation que nous jugeons salubre et qui offre des opportunités d'investissements certaines, tant les niveaux de valorisations sur certains titres sont désormais redevenus attractifs eu égard aux fondamentaux. En effet, la croissance mondiale est pour une fois synchronisée sur les grandes zones géographiques, la macro-économie est vigoureuse en zone Euro et la micro-économie reste satisfaisante comme le démontrent les publications semestrielles des entreprises.

Notre conviction reste positive sur les marchés européens mais il faut rester sélectif sur les titres afin d'identifier ceux dont les valorisations sont les plus attractives. S'il est un risque à mettre en évidence, au-delà de la géopolitique, il s'agit de l'envolée récente de l'Euro car, si cette dernière devait durer, elle pourrait amputer la croissance bénéficiaire des entreprises européennes.

L'économie européenne accélère sur fonds de réduction des déficits

Alors que certains s'interrogeaient sur la réalité de la reprise européenne (qui semble se matérialiser chaque année depuis 2012 avant de s'évanouir au cours des mois suivants), il n'est désormais plus possible de faire la fine bouche. Ainsi, le consensus pour la croissance européenne 2017 est désormais pour une progression de 2% (contre 1,2% estimé il y a un an).

Encore plus intéressant, alors que la zone euro parvenait tant bien que mal à tenir une croissance acceptable ces dernières années à coup de dépenses publiques (la fameuse politique de la relance par les grands projets), elle parvient désormais à une croissance saine et auto entretenue. Ainsi, dans le même intervalle, les anticipations de déficit pour la zone euro reculent nettement pour ne plus représenter que 1,4% du PIB de la zone (contre 1,9% espéré il y a un an) soit le meilleur niveau depuis 2007. L'ensemble des indicateurs économiques est désormais au beau fixe, avec une reprise de la confiance, de l'activité (même manufacturière) et du crédit.

Le secteur bancaire sera prépondérant pour retrouver une économie saine et fonctionnelle, avec un système de gestion des situations de crise désormais bien en place (le cas Banco Popular a semblé particulièrement indolore en terme de contagion) et une baisse significative des créances douteuses, portée par le reflux massif du taux de chômage.

L'économie européenne semble désormais solide et ancrée dans un cycle de croissance vertueux qui va soutenir la micro-économie et permettre d'envisager sereinement une réduction graduelle du stimulus des banques centrales.

De l'autre côté de l'Atlantique, l'économie est également robuste, malgré la longue durée du cycle économique en cours, mais il semble désormais de plus en plus clair que le potentiel d'accélération est bel et bien du côté de l'Europe.

Vers la fin du stimulus des banques centrales. Quel impact ?

Si l'économie est bien évidemment au cœur du processus d'investissement, il est difficile de nier que les banques centrales auront eu beaucoup plus d'impact sur l'évolution des marchés ces dernières années, au point que nous sommes habitués à voir certaines mauvaises nouvelles économiques faire monter les marchés en prévision d'un stimulus renforcé en conséquence.

A ce niveau, si nous laissons de côté de la situation particulière du Royaume-Uni, la plupart des pays développés vont suivre les Etats-Unis sur la voie de la normalisation des politiques monétaires. En effet, quel besoin de conserver des programmes d'achats massifs (Quantitative Easing) et des taux bas, au risque de former des bulles, dans des pays où la croissance est désormais normalisée, les déficits en baisse et l'emploi en accélération ?

Nous anticipons aux Etats-Unis une nouvelle hausse de taux avant la fin de l'année ainsi que l'annonce de la fin du réinvestissement des tombées dans le cadre du programme de Quantitative Easing (ce qui devrait entraîner une hausse des taux américains).

En Europe, nous prévoyons désormais, d'ici la fin 2018, la fin du programme d'achat et sans doute une première hausse de taux symbolique pour la fin du mandat de Mario Draghi. Une première étape devrait être franchie dès le mois de septembre avec une nouvelle baisse de la taille du programme d'achat de la BCE, pour une mise en place début 2018.

Nous pensons que le retrait progressif de ce stimulus ne sera pas pénalisant pour les marchés actions. En effet, depuis 2012, la plupart des mouvements de marché étaient dus à l'action (ou à l'inaction) des banques centrales. Cependant, depuis 2016, le marché a montré son attachement à la qualité de la publication des entreprises et s'est montré relativement résilient face aux perturbations politiques et géopolitiques (Brexit, élection de Trump, tension avec la Russie ou la Corée du Nord etc...). Ainsi, à l'instar du marché américain qui s'était fortement valorisé suite à la première réduction du stimulus de la Réserve Fédérale en 2012, il y a fort à parier que le message de bonne santé de l'économie qu'exprime les banques centrales l'emporte sur l'inquiétude liée au sevrage de cette « drogue » qu'est le stimulus monétaire permanent.

Deux éléments seront néanmoins à surveiller :

1. Tout d'abord, naturellement, les taux d'intérêt qui pourraient être sous pression tant ils sont éloignés de leurs niveaux théoriques (voir des taux d'intérêt allemands à 0,5% à 10 ans si éloignés de la croissance nominale de 3,5% est sans précédent). A long terme, nous recommandons d'éviter une exposition à ces taux via des stratégies de couverture sur les actifs obligataires.
2. L'effet devise reste la menace principale sur le cycle actuel. La forte hausse du Dollar Américain fin 2014 n'est pas étrangère au tassement de la croissance américaine et à la reprise en zone euro. Dans un contexte de rebond de l'Euro et d'effondrement de la livre Sterling ces derniers mois, il faudrait être vigilant sur l'évolution de la devise européenne qui pourrait fragiliser la reprise actuelle. Nous considérons qu'une hausse de l'euro au-dessus de 1,20 USD commencerait à être un facteur négatif pour les résultats des entreprises. Par ailleurs, une poursuite de la hausse de l'euro mettrait la Banque Centrale Européenne dans une situation inconfortable risquant de remettre en question la sortie du programme de stimulus.

La consolidation récente offre des points d'entrée attractifs ...

Si l'embellie économique actuelle est réelle, les marchés actions étaient restés fidèles à leur rôle d'anticipation, à titre d'exemple, le CAC 40 TR a progressé de 18,0% sur 12 mois, tout comme l'Eurostoxx 50 TR qui enregistre une progression de 17,6%.

Ainsi, nos modèles de valorisation ne nous laissent que peu de potentiel de hausse sur les niveaux de valorisations atteints en fin de second trimestre, avant la validation de l'environnement porteur décrit plus haut. La consolidation estivale intervient à point nommé, offrant aux marchés une respiration nécessaire. Ce mouvement n'affecte en rien notre optimisme sur la conjoncture et sur la future capacité bénéficiaire des entreprises que nous suivons mais il conviendra de rester sélectif dans le choix de valeurs ou de thématiques porteuses à long terme et ce quel que soit l'environnement macro-économique.

En effet, s'il est toujours pertinent de s'intéresser aux multiples de valorisation, il ne faut pas oublier le potentiel de disruption des nouvelles technologies qui pèsent sur les sociétés traditionnelles qui n'ont pas su anticiper les évolutions en cours et s'adapter rapidement pour en bénéficier. Ces dernières peuvent être dès lors confrontées à une érosion de leur rentabilité ou se trouver dans l'obligation de rattraper leur retard en réalisant d'importants investissements, voire même des acquisitions à vil prix. Dès lors, la valorisation instantanée de ces sociétés ne reflète pas la tendance à moyen terme d'érosion des profits qu'il est raisonnable d'anticiper.

Restons également prudents face au risque politique américain. Si l'angélisme dont a fait preuve le marché suite à l'élection de Donald Trump s'est désormais dissipé, la capacité unique du dirigeant américain à enflammer la géopolitique mondiale en quelques « tweets » justifie une prime de risque plus importante sur les actions.

Au final, s'il nous faut bien surveiller les niveaux de valorisation et l'environnement géopolitique, le marché présente actuellement de belles opportunités à condition de privilégier les entreprises qui ont su se positionner correctement pour les années à venir.

Achevée de rédiger le 18 août 2017

L'équipe de gestion