

### Note de conjoncture

#### *Les banques centrales déjà de retour !?*

Le sevrage aura été de courte durée. Si les Etats-Unis sont parvenus, par le biais de la Réserve Fédérale, à reconstituer des marges de manœuvres monétaires (les taux courts américains ont remonté et le programme d'assouplissement quantitatif est en sommeil avec un réinvestissement partiel uniquement), l'Europe n'aura pas eu le temps de procéder à une hausse de taux que le besoin de stimulus est déjà de retour. Marchés drogués à la Banque Centrale ou vrai coup de froid sur la conjoncture mondiale, ce mouvement interroge. Ainsi l'environnement microéconomique semble toujours solide malgré le ralentissement du commerce mondial. Comment analyser les marchés dans ce contexte ?

#### *Bad News is Good News ?*

Nous avons pris l'habitude, particulièrement lors de la période 2012-2016, de voir les marchés se réjouir de toutes les mauvaises nouvelles, laissant envisager un renforcement de l'action des banques centrales. A l'inverse, les signaux positifs étaient vus comme pouvant justifier un retrait de ces mêmes acteurs, et déplaisaient régulièrement au marché en conséquence. Le caractère contradictoire de cette situation, et les risques de création de bulle inhérents à cet environnement de taux quasi-nuls (sinon carrément négatifs), nous poussaient à espérer une sortie en 2019, voire début 2020, comme l'envisageait initialement la Banque Centrale Européenne.

Hélas, la machine semble s'être grippée. Donald Trump, grand apôtre des taux bas (uniquement depuis son élection, naturellement), réclamait à corps et à cris des baisses de taux. Il a fini par forcer la main de la Réserve Fédérale en se lançant dans une guerre commerciale contre la Chine (puis contre le Mexique, l'Inde, les GAFAM, etc...). C'est ironiquement une série statistique d'excellente facture (dont la croissance du T1 américain) qui aura poussé Donald Trump, confiant dans son économie domestique, à durcir le ton contre la politique commerciale chinoise. Good news is bad news ?

Depuis, le marché se prend à espérer un retour de la créativité des banques centrales pour stimuler toujours plus. Ou bien, peut-être, simplement a-t-il besoin de la conviction que les banquiers centraux seront là en cas de dégradation supplémentaire (le fameux Fed Put) ; un scénario qu'il est difficile d'écarter tant Donald Trump se montre imprévisible.

Dans ce contexte, l'environnement de marché devrait rester volatil. En effet, prévoir les nouvelles économiques ne suffit plus car la réaction des marchés n'est pas toujours dans le sens le plus traditionnel. La résolution du conflit sino-américain restera toutefois l'élément clef pour espérer une nouvelle accélération des marchés tant ce sujet pèse sur la croissance mondiale et enlève toute visibilité aux acteurs économiques, retardant par la même occasion les investissements.

Dans ce cadre, il est comme toujours utile de se tourner vers la microéconomie pour investir de manière pertinente.

### *Microéconomie contre macroéconomie : l'anomalie du 21<sup>ème</sup> siècle ?*

Comment les sociétés peuvent-elles continuer à voir leurs résultats croître année après année, et même rapidement dans le cas des petites et moyennes valeurs, tandis que la croissance économique reste mollassonne même si, une fois n'est pas coutume, la France fait plutôt figure de bon élève.

L'analyse académique indique clairement qu'un ralentissement de la croissance du PIB doit pénaliser le chiffre d'affaires des entreprises et donc leurs bénéfices. Pourtant, nous gardons en mémoire la période 2012-2016, particulièrement terne en terme macroéconomique mais faste pour les entreprises (et donc pour le marché).

La désindustrialisation française a longtemps été considérée comme un mal profond, voire une trahison. Pourtant, certains économistes remarquaient qu'à l'aube d'un imparable vieillissement de la population, les activités de service semblaient plus prometteuses que leurs homologues industrielles (davantage de facilité à travailler plus âgé, et davantage de besoins nouveaux à pourvoir). La guerre commerciale actuelle, sanctionnant durement les activités industrielles (comme le montre les indices PMI par exemple), laisse les activités de service globalement à l'abri. Les perdants d'hier semblent ainsi être les gagnants d'aujourd'hui, tandis que le modèle allemand, tant montré en exemple lors de la décennie précédente, subit les risques géopolitiques et commerciaux de plein fouet.

Plus globalement, la notion de PIB correspond à une production, donc à un chiffre d'affaires. Or depuis le début du siècle, et plus particulièrement depuis la crise de 2008, les sociétés qui présentent une forte contribution à la production nationale sont en grande difficulté.

Les sociétés de distribution (aux chiffres d'affaires massifs) ont vu leurs bénéfices fondre au gré d'une conjoncture délétère (concurrence internet, trésorerie issue des délais de paiement désormais rémunérée négativement, etc...). Ainsi c'est sans surprise que les acteurs clés voient leurs capitalisations fondre et quittent les grands indices boursiers. De la même manière, les banques souffrent de l'innovation, du coût du risque, et de la réglementation. Ainsi ces secteurs traditionnels périssent, tandis que les sociétés innovantes (Entreprises du Secteur Numérique), basées sur des modèles « Asset Light » voient leurs profits augmenter, et remplacent leurs aînées dans les indices boursiers, malgré des chiffres d'affaires bien plus faibles.

Ainsi, si la microéconomie reste vigoureuse dans un contexte macroéconomique terne, c'est parce que le poids des « perdants » dans les profits globaux ne cesse de diminuer tandis que les sociétés de services et les sociétés industrielles très innovantes parviennent à voir leurs profits croître vivement année après année. Et cette tendance pourrait bien se prolonger dans les années à venir.

### *Que faire sur les marchés ?*

Dans un environnement de taux zéro, les erreurs se payent cher. Ainsi il faut éviter d'être trop gourmand et rester focalisé sur la réalité des entreprises.

Quelques marqueurs actuels dictent notre conduite :

- Garder à l'esprit que les marchés vont rester volatils, en investissant de manière raisonnable sur une optique de long terme dans des sociétés dont la progression des résultats finira bien par se retrouver dans les cours de bourse...
- Revenir graduellement sur les petites et moyennes valeurs. Si la liquidité est un facteur à ne pas négliger, la correction sur l'année passée laisse de nombreuses valeurs de croissance fortement décotées alors que celles qui sont présentes dans les indices de grandes valeurs enchaînent les records (L'Oréal, Dassault Systèmes, etc...). La réaction du marché à l'OPA de Cap Gemini sur Altran est intéressante à ce sujet. S'il est étonnant de voir le marché trouver une offre trop basse sur un titre dont personne ne voulait 6 mois plus tôt, il est encore plus surprenant de voir Cap Gemini bondir de 10% en achetant avec une prime une société plus de 6 fois plus petite. Cela en dit long sur la sous-valorisation de certains dossiers.
- Rester attentif sur les marchés américains. Il est difficile de rester à l'écart de ces grands indices dont la résilience liée à sa forte liquidité est un atout de poids, tout comme la présence de sociétés uniques (leaders mondiaux) au sein de sa côte. Attention toutefois, la surperformance depuis l'élection de Donald Trump s'explique largement par les cadeaux fiscaux qui ont impacté les bénéfices par action de près de 20% et pourraient ne pas survivre à la prochaine campagne électorale face à l'envolée du déficit public américain. Il ne faut toutefois pas négliger les programmes massifs de rachats d'actions des sociétés américaines. Au-delà de la hausse régulière du bénéfice de ces sociétés, la diminution du nombre de titres en circulation induit une forte hausse des bénéfices par actions (même si la trésorerie ainsi utilisée diminue d'autant la flexibilité de ces entreprises). Ainsi ces indices qui sont promis chaque année à une sous-performance progressent année après année.
- Sur les marchés obligataires, nous restons confiants, à condition de privilégier un investissement raisonné. En étant trop ambitieux, le risque est grand de prendre des risques démesurés. Compte tenu de la forte solvabilité dans un contexte de taux bas, un investissement raisonnable devrait porter ses fruits. Nous privilégions ainsi les investissements dans les titres subordonnés perpétuels, qui donnent accès à des taux attractifs sur des émetteurs de bonnes qualités de signatures au prix d'un risque de subordination. Par ailleurs ces titres sont très liquides, ce qui semble particulièrement sensible actuellement.

Nous restons donc globalement confiants et réaffirmons nos convictions de stock-picker dans une période où la lisibilité réside dans la micro-économie et non pas dans les mouvements volatils d'un marché toujours dopé par les banques centrales.

*Rédigé par l'équipe de gestion, le 17/07/2019.*

