



Par Augustin Picquendar

Co-Gérant de DNCA Evolutif.

« Volatilité historique et opportunité européenne »

Les marchés se reconstruisent peu à peu après avoir subi un épisode de forte volatilité sur toutes les classes d'actifs en début d'année mais les risques monétaires (Fed), politiques (Brexit, élections espagnoles et américaines) et économiques (Chine) demeurent prégnants.

Les craintes sur la croissance mondiale ne se sont toujours pas entièrement dissipées en raison des difficultés de certains pays émergents confrontés à des crises internes ou à des surcapacités industrielles.

Les actions européennes n'ont pas été épargnées par le sentiment négatif malgré la reprise économique en zone Euro. Leur valorisation est certes proche de la moyenne historique mais les anticipations de bénéfices par action s'avèrent peu ambitieuses.

Dans un environnement de taux historiquement bas, le rendement des actions constitue un soutien indéniable. C'est pourquoi il faut continuer à privilégier les actions européennes qui devraient bénéficier du potentiel de croissance économique toujours intact de la zone €.

Les marchés actions internationaux ont connu leur pire début d'année depuis presque trente ans. Les révisions à la baisse des projections de croissance mondiale qui s'accumulent depuis l'été 2015 et leur impact sur les prévisions bénéficiaires des sociétés cotées sont la manifestation d'une défiance qui émanent essentiellement de l'Asie, de l'Amérique latine et des Etats-Unis. Mais c'est surtout la Chine qui a inquiété les marchés depuis 2015. A chaque occurrence, l'appréhension d'un « hardlanding * » chinois, qui entraînerait une baisse structurelle de la productivité de cette économie, se propage à l'ensemble de l'économie mondiale. L'ajustement en cours réalisé par le gouvernement français pour réduire les surcapacités industrielles provoque au niveau mondial une

pression baissière sur les matières premières et sur les commandes de biens manufacturiers. La politique monétaire accommodante de la PBoC (*Banque Populaire de Chine*) semble aussi trouver ses limites dans un pays où l'endettement cumulé des agents économiques privés et publics pourrait commencer à devenir insoutenable.

Les inquiétudes quant à la croissance américaine commencent à peser sur l'équation macroéconomique mondiale notamment après les chiffres du premier trimestre 2016. La croissance du PIB a finalement ralenti à +0,80% (Source : US Bureau Of Economic Analysis, Bloomberg) dans sa dernière estimation au premier trimestre. Sur l'année, le potentiel de croissance US diminue à +1,40% d'après certains économistes (Source : recherche économique de JP Morgan) soit un niveau très au-dessous du potentiel passé. Le deuxième trimestre devrait cependant être meilleur au vu des statistiques récemment publiées sur l'immobilier, le chômage et la consommation. Les conséquences d'une élection risquée où les candidats non conformistes (Trump et Sanders) ont animé les débats durant les élections primaires, ne sont pas à négliger. Enfin, la Fed a récemment réinstallé la perspective d'une hausse des taux plus rapide. Un énième revirement de sa part sèmerait aussi le doute parmi les investisseurs.

Dans ce contexte, les actions européennes demeurent la classe d'actifs à privilégier. L'Europe sera en 2016 la grande région économique qui enregistrera en relatif la variation de croissance positive la plus forte. En effet, la zone Euro est attendue en croissance d'environ +1,8% en 2016, vs. +1,6% en 2015 (Source : Factset Economic Aggregates). La distribution de crédit aux ménages comme aux entreprises témoigne de la vigueur relative du mouvement économique. Cette dynamique positive laisse supposer que le potentiel de croissance bénéficiaire des entreprises s'avère le plus fort en zone €. Le potentiel d'accroissement des volumes de transactions dans les services, les biens d'équipements etc... au travers des ventes de détail et des investissements des entreprises est donc encore intact en zone Euro. Cette reprise des volumes, qui commence à montrer des signes de concrétisation jusque dans le secteur de la construction, traditionnellement le plus long à se retourner, permettra aux entreprises de bénéficier enfin de leur levier opérationnel. Ce dernier a été renforcé par les managements pendant la crise et tout au long de la fragile période de 2010 à 2015 où la crise de l'Euro et le ralentissement chinois ont pesé sur le commerce mondial.

L'Europe n'est certes pas à l'abri des chocs extérieurs, mais les facteurs intrinsèques de croissance sont à l'oeuvre. L'accélération de la croissance au 1er trimestre (grâce à la France et à l'Espagne) à +0,60% (Source : Eurostat), au dessus des attentes s'accompagne d'une montée en puissance du soutien de la BCE (achat d'obligations privées à partir du mois de juin). Le référendum du 23 juin au Royaume-Uni visant à statuer quant à une possible sortie du pays de l'Union européenne pèse toutefois sur le sentiment des

investisseurs. Tout regain de crédibilité politique en Europe sera favorable à la valorisation de la classe d'actifs actions. Le pessimisme du consensus sur les marges bénéficiaires en Europe semble relativement exagéré. En attendant une décroissance des bénéfices par action de presque 1,50% sur l'Eurostoxx 50 contre une progression de près de 13% réalisée en 2015 (Sources : Factset Estimates Aggregates), le consensus de marché se montre excessivement prudent dans la traduction bénéficiaire des hypothèses de croissance économique de près de 2% pour l'Eurozone. Les publications trimestrielles et le discours positif des entreprises contredisent pourtant les visions les plus noires sur la zone €.

L'écart entre les valorisations des actions américaines et européennes laisse apparaître une décote de l'ordre de 20% en faveur des actions européennes alors que la dynamique économique se trouve plutôt en Europe. Cette prime de risque relative n'a jamais été atteinte depuis la crise de la zone euro alors que les fondamentaux européens s'améliorent. Sans cataclysme politique majeur (Brexit, dislocation de la nation espagnole) qui exacerberait les craintes des investisseurs, le marché devrait finir par corriger cette anomalie.

* Hardlanding : atterrissage brutal

Texte achevé de rédiger le 3 juin 2016 par Augustin Picquendar, Gérant.

Avertissement :

Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement.

Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion.

A propos de DNCA :

DNCA est une société de gestion créée en 2000 à Paris par des spécialistes d'une approche patrimoniale de la gestion pour le compte d'investisseurs privés et institutionnels. Adoptant un biais défensif, la société cherche à optimiser le couple rendement/risque des portefeuilles. Forte d'une équipe de plus de 98 collaborateurs, DNCA a développé des expertises dans les actions européennes et internationales (« long only » et « absolute return »), la gestion diversifiée, les obligations convertibles et les obligations zone euro. La qualité de sa gestion, régulièrement récompensée par la presse spécialisée, lui a permis de connaître une croissance rapide au cours des quinze dernières années. Ses encours atteignent 19.7 milliards (au 31/05/2016).

Contact presse:

Anne de Genouillac

Téléphone: +33 1 58 62 55 07

E-mail: agenouillac@dnca-investments.com