

La zone euro au cœur de la croissance mondiale.

- Une croissance mondiale forte au-delà du potentiel
- En Europe, les craintes de déflation s'estompent
- Prudence sur les marchés obligataires
- Cap maintenu sur les actions européennes et la "value"

PAR PASCAL GILBERT, GÉRANT OBLIGATAIRE ET JEAN-CHARLES MÉRIAUX, DIRECTEUR DE LA GESTION

La dynamique de la zone euro a surpris en bien les économistes tout au long de l'année. La croissance européenne sera supérieure à 2,2% fin 2017. La bonne surprise peut se reproduire en 2018 avec peut-être 2%, voire 2,2% ou 2,3% de croissance, contre 1,8% attendus. **Les indicateurs avancés semblent montrer depuis l'été une accélération importante de la croissance mondiale et particulièrement en zone euro, avec l'Italie, la France, et l'Allemagne en tête.**

Une croissance mondiale forte au-delà du potentiel

La croissance mondiale est synchrone, saine et équilibrée dans ses composantes. L'investissement et le commerce international amorcent un vrai redémarrage. Ces deux moteurs de croissance viennent enfin prendre le relais de la consommation alimentée par les plans de relances. Autre bonne nouvelle, l'output gap (l'écart à la production potentiel) se referme dans les pays développés **laissant anticiper une reprise de l'investissement des entreprises.** Porté par l'amélioration des fondamentaux, le mouvement de réappréciation de l'euro va se poursuivre. Le risque devise reste donc bien présent pour les investisseurs qui sortent de la zone euro.

En Europe, les craintes de déflation s'estompent

L'inflation recule dans les pays émergents alors qu'elle progresse légèrement dans les pays développés. A moins de 3% en moyenne pour les premiers et autour de 2% pour les seconds, la pression sur les banques centrales se fait moins forte. Pour autant l'éclatement de la bulle des matières premières en 2008 a mis longtemps à se diffuser dans l'économie. On n'a observé en Chine 5 années ininterrompues de recul des prix à la production qu'entre 2012 et 2016. Depuis le début de l'année, la hausse de la croissance mondiale se traduit maintenant par un net rebond des prix à la production.

Pour le moment, la vague d'innovation technologique, portée par les objets intelligents et les énergies nouvelles, marquant probablement le début d'un cycle économique haussier n'apparaît pas porteur d'un fort risque d'inflation. La hausse, même de faible ampleur des prix, pourrait cependant surprendre les marchés financiers encore enclins à surpondérer les risques de déflation. Dans cette perspective, nous maintenons nos positions sur les obligations indexées inflation.

Prudence sur les marchés obligataires

Les Banques Centrales vont continuer à accompagner les marchés par une normalisation en douceur des conditions monétaires. Les achats de dette souveraine (quantitative easing) décélèrent mais se poursuivent. Seule la Réserve Fédérale (FED) a amorcé le dégonflement de son bilan. La contrepartie est la cherté des marchés obligataires.

L'environnement macroéconomique est favorable aux actions, défavorable aux obligations. Le Bund est certainement l'un des actifs les plus chers au monde, pour 0,4% de rendement seulement. Prudence encore sur le high yield (obligations à haut rendement), malgré la violente correction de début novembre.

Les conditions sont tellement exceptionnelles aujourd'hui que la question de la normalisation des politiques monétaires va périodiquement revenir à l'ordre du jour. Nos portefeuilles obligataires sont gérés en anticipation d'un durcissement monétaire devenu inévitable. Nous élevons le niveau de qualité de signature et nous réduisons la durée.

Cap maintenu sur les actions européennes et la "value"

Nous gardons le cap sur les actions de la zone euro. Avec 3,2% de rendement, la classe d'actifs présente toujours un net avantage par rapport aux obligations qui n'offrent aujourd'hui, catégories high-yield et investment-grade confondues, que 0,76% de rendement. Les progressions bénéficiaires sont au rendez-vous et s'établissent parfois même un peu au-delà des 14% attendus en début d'année. Avec 9 à 10% de croissance bénéficiaire déjà prévus pour l'année prochaine, les sociétés de la zone euro devraient être à même de poursuivre leur politique généreuse en matière de distribution de dividendes.

L'appréciation des actions de la zone euro est plus la traduction boursière de la croissance bénéficiaire, que pour le marché américain qui a progressé par expansion des multiples. En effet, ce dernier se paie 3,2 fois les actifs comptables, contre 1,7 fois seulement pour la zone euro. Et la valorisation des actions américaines est de 18 fois les résultats des entreprises, contre 15 fois les résultats des 12 prochains mois dans la zone euro. La place que les GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft) occupent aujourd'hui dans les indices américains rend, certes, la comparaison plus difficile. Mais l'avantage est clairement, de notre point de vue, à l'investissement en actions de la zone euro.

L'équipe maintient sa forte conviction également sur la "value", qui se traduit par une politique d'investissement dans des actifs peu chers. Ses niveaux de valorisation restent encore loin du point haut de 2007. Alors que les valeurs de croissance affichent un gain de 40% depuis le haut de cycle.

La correction récente offre des opportunités, à condition de se montrer plus sélectif. Avec une préférence pour les sociétés à forte exposition domestique et un petit biais en faveur des larges caps (les grandes capitalisations) dans un marché de flux.

Texte achevé de rédiger le 22 novembre 2017.

Source : DNCA Finance.