



SEPTEMBRE 2017

Le Comité stratégique repose sur une analyse économique et financière menée suivant trois approches complémentaires :

- ~ La dimension contextuelle *intègre l'ensemble des facteurs et des événements pouvant conditionner la psychologie et le comportement des opérateurs au point d'impacter de façon prédominante l'évolution des marchés ;*
- ~ La dimension « E.C.O. » (Economie. Corrélations. Opérationnel.) *propose une étude des principales grandes corrélations macro et microéconomiques devant permettre d'identifier le contexte conjoncturel et l'évolution du cycle économique;*
- ~ La dimension « Relative Market » *propose une étude des niveaux de marché relatifs aux médians des différents cycles boursiers identifiés historiquement et comparés entre eux.*

Achévé de rédiger le 4 septembre 2017

Ce Comité de rentrée intervient alors que les marchés européens ont poursuivi cet été leur glissade entamée début mai. Des marchés d'actions en baisse alors même que la conjoncture économique en Europe n'a jamais paru autant porteuse.

La dimension contextuelle

« Les marchés prennent le contrepied de la conjoncture »



Cela fait presque quatre mois désormais que les marchés d'actions européens reculent, en considérant le comportement du DJ Stoxx 600. Août s'inscrit dans le prolongement des semaines qui l'ont précédé.

Nous notons des contradictions manifestes dans ce constat : les marchés européens baissent alors que la conjoncture européenne ne cesse de s'améliorer (généralisation et accélération) ; ce sont précisément les places européennes qui sont concernées par la baisse alors que les interrogations les plus profondes portent sur la capacité réelle de l'économie américaine de décoller. L'Oncle Sam voit paradoxalement ses places financières poursuivre leur avancée sur cette période.

Les fondamentaux économiques ont donc été laissés de côté cet été, les opérateurs de marché ayant manifestement focalisé leur attention sur des considérations autres. Quelles sont-elles ?

Au-delà de quelques variations liées à des aspects plus techniques que fondamentaux, les cours du pétrole sont à peu près stables depuis quatre mois sur WTI alors que le Brent s'est apprécié d'un peu moins de 6%. A la différence de ce que l'on a pu observer durant de longs mois l'an passé, le pétrole n'a donc pas été un déterminant de marché sur la période.

Les banques centrales ? Le symposium de Jackson Hole était en ligne de mire, en août, les investisseurs attendant d'éventuelles précisions quant à la suite que nos banquiers centraux souhaitaient donner à leur politique monétaire au cours des prochaines semaines. La montagne a accouché d'une souris. A l'évidence, ni Janet Yellen ni Mario Draghi n'ont souhaité prendre le risque de perturber davantage des marchés financiers aux prises à une psychologie adverse. Mario Draghi se souvient évidemment d'avoir été douché après son intervention de Sintra, laquelle avait engendré une appréciation de l'euro. Compte tenu de cette appréciation et des pressions désinflationnistes qu'elle entraîne, Mario Draghi s'est bien gardé d'adopter une posture volontariste. En revanche, on a assisté à une salve en règle contre les risques induits de politiques protectionnistes qui ne pourraient qu'abaïsser à l'avenir le potentiel de croissance mondiale. Sans avoir été directement désigné, on comprend que ce sont Donald Trump et sa politique qui étaient directement visés. Rendez-vous donc en septembre pour en savoir davantage sur la question, même si nous considérons désormais que la thématique des banques centrales ne devrait pas constituer un point de crispation pour les marchés tant celles-ci se sont appliquées depuis des mois à baliser le chemin de la normalisation monétaire.

Evoquons également les tensions avec la Corée du Nord. Suite aux tirs de missiles balistiques répétés, quelle sera la réaction de Donald Trump ? Les observateurs redoutent évidemment une escalade mais s'inquiètent surtout de l'immaturité du Président américain dont la personnalité imprévisible ne contribue pas à rassurer en de telles circonstances.

Les heurts à Charlottesville ont également marqué les esprits cet été, ces événements portant la marque d'une division jugée potentiellement attentatoire à l'établissement d'un climat général serein. Les détracteurs de Donald Trump estiment que sa campagne et son accession au pouvoir ont en quelque sort « libéré » la parole raciste. En conséquence, le Président américain a de nouveau traversé une crise, étant une nouvelle fois la cible des médias. Le risque est que la multiplicité de ce type de crise ne finisse par affecter le moral des décideurs économiques.

Enfin, n'oublions pas non plus les attentats de Barcelone qui, s'ils ne sauraient constituer un déterminant quelconque de l'évolution économique et financière, peuvent potentiellement contribuer à alourdir le climat des affaires en pesant inévitablement sur le moral des agents économiques.

En fait, il semble que les marchés aient nourri une inquiétude sur deux sujets à la fois distincts et inévitablement liés :

Une défiance désormais patente à l'égard de Donald Trump et des craintes quant aux conséquences prochaines de l'appréciation de la monnaie unique jugée défavorable pour les perspectives de profits en Zone Euro.

L'élan boursier qui avait suivi l'élection de Donald Trump, président jugé pro-business, s'épuise... en Europe. Les espoirs suscités par la perspective d'une déréglementation et par la mise en place d'une politique de grands travaux sont douchés. Les marchés se montrent aujourd'hui désabusés face à la personnalité d'un Président auquel ils ne semblent plus accorder de crédit. Des doutes profonds s'installent quant à la capacité d'action d'une administration Trump en plein chaos (limogeages en série, défections, grippage entre Congrès et Maison Blanche). Les réformes tant « achetées » par les marchés cafouillent (fiscalité, budget, plafond de dette, grands travaux...). Les errances « trumpiennes » (tweetmania, menaces judiciaires, illisibilité de la politique extérieure, disgrâce médiatique et mise au ban politique) finissent par épuiser. Bref, ce massif désaveu présidentiel créerait en quelques sortes un climat délétère, particulièrement adverse et potentiellement très pénalisant pour la dynamique économique de l'Oncle Sam. Pour autant, à la différence de leurs homologues européens, les indices actions américains poursuivent leur ascension.

Aussi, compte tenu de cette défiance mais également de la confirmation désormais régulière que l'Europe devient une zone de croissance crédible et auto-entretenu, les investisseurs nourrissent aujourd'hui une préférence pour la monnaie unique au détriment du dollar. Ceci d'autant plus après la mise en échec de mouvements populistes lors des diverses échéances électorales européennes et l'idée que le sentiment européen devrait plutôt se renforcer. L'Europe pourrait désormais être perçue comme un nouveau pôle de stabilité par les investisseurs (après avoir été ces dernières années une source d'inquiétude), notamment après le Brexit et la prise de distance de la Grande-Bretagne. L'euro progresse contre toutes les devises et contre billet vert. Cette appréciation s'élève à près de 9% depuis le début mai.

Le problème est qu'une hausse aussi sensible et aussi rapide de cette parité fait craindre non seulement pour l'activité des groupes exportateurs européens mais surtout pour leurs profits, alors que 2016 constitue la première année où ceux-ci n'avaient pas subi de révisions baissières depuis janvier. Cet été on a donc assisté à un recul des perspectives de résultats que les marchés d'actions n'ont évidemment guère goûté. Voilà pourquoi, paradoxalement, alors que la dynamique conjoncturelle est jugée plus porteuse de ce côté-ci de l'Atlantique, les indices boursiers européens s'inscrivent en recul. L'interrogation n'en demeure pas moins concernant leurs homologues américains qui, en dépit d'une forte défiance vis-à-vis de l'administration Trump et d'une véritable réserve quant à la capacité d'accélération de l'économie américaine telle qu'elle avait été programmée par les marchés à l'issue de l'élection de Donald Trump, ont poursuivi quant à eux leur progression cet été, le S&P 500 et le Dow Jones alignant quatre mois d'affilée de hausse.

Toutes ces interrogations ou préoccupations sont responsables du regain d'aversion au risque reflété dans la tension des cours de l'or (+ de 4% de hausse en août et 6.60% de hausse depuis le début mai).

Pour autant et jusqu'à preuve du contraire, en dépit des craintes que nous jugeons pour notre part exagérées, l'économie américaine ne cale pas tandis que la généralisation et le raffermissement de la croissance européenne sont désormais incontestables. Pour cette raison, nous considérons que la correction estivale devrait être mise à profit pour renforcer les positions.

La dimension économique (E.C.O.)

« L'Europe confirme, les Etats-Unis... aussi »

Commençons par l'Europe, désormais fer de lance de l'activité, au sein de pays de l'OCDE. La croissance a été confirmée à 0.6% en rythme séquentiel au deuxième trimestre et se caractérise par une généralisation parmi les pays de la Zone Euro, notamment en France et en Italie, jusque-là parents pauvres de la croissance.

En variation annuelle, la performance s'élève à 2.2%, un rythme désormais peu ou prou équivalent à celui des Etats-Unis.

En dépit d'une nette accalmie voire d'un infléchissement de ses indicateurs économiques avancés (IFO est à peu près stable en août - 115.9 contre 116 en juillet – et le ZEW en revanche se replie nettement, sans doute négativement influencé par toutes les inquiétudes géopolitiques, à 10 contre 17.5 en juillet), l'Allemagne devrait poursuivre une solide trajectoire de croissance au troisième trimestre, soutenue par une bonne dynamique de ses exportations, en plus de la vigueur non démentie de la demande intérieure. L'économie allemande a crû de 0.6% au deuxième trimestre par rapport au premier, soit 2.1% sur un an contre 2.9% au premier trimestre et 2.5% en termes annualisés. La Bundesbank informe que les carnets de commandes sont bien remplis, ce qui laisse envisager une poursuite de la croissance de la production industrielle au cours de l'été. Les 1.9% de croissance estimés en juin par la banque centrale pourraient ainsi être même dépassés. Toujours est-il que, pour le troisième mois d'affilée, le taux de chômage s'est maintenu sur ses plus bas niveaux depuis la réunification (5.7%).

En Italie, le PIB a crû de 1.5% en rythme annuel au deuxième trimestre. L'Italie recolle enfin.

En France, deuxième économie de la zone, les choses continuent de s'améliorer en dépit d'un nouveau coup de froid sur les chiffres du chômage en juillet (35 000 destructions de postes). Pour autant, le taux de chômage en France revient à son niveau de 2012 (huitième trimestre consécutif de baisse). Sur un an, la croissance s'élève à 1.7% au deuxième trimestre contre 1.1% au premier. De surcroît, les indices PMI s'inscrivent au plus haut depuis 2011, tandis que le climat des affaires calculé par l'INSEE s'établit sur un sommet depuis 2007 (109 contre 108 en juillet).

A l'échelle de l'ensemble de la zone, l'indice du sentiment économique calculé par la Commission européenne atteint son plus haut de dix ans en août, porté par une confiance croissante dans l'industrie et les services. L'indicateur, qui regroupe le climat des affaires et la confiance des ménages, a progressé à 111.9 en août contre 111.3 le mois d'avant. Signe que la confiance se propage, l'amélioration la plus importante a été enregistrée en Italie, puis en France, puis en Espagne. A noter que cette confiance s'installe en dépit de la vigueur de l'euro qui semble pourtant tant préoccuper les marchés.

Le crédit au secteur privé continue de croître à un rythme élevé en Zone Euro (+2.6% sur un an), contribuant ainsi à soutenir et à alimenter la croissance.

Enfin, les indices PMI d'août confirment également la bonne dynamique d'ensemble en se stabilisant sur des niveaux élevés alors qu'un tassement était attendu. L'indice composite atteint 55.8 après 55.7 en juillet. Au-delà d'une confiance des consommateurs qui réaccélère en août, le dynamisme économique est également porté par l'industrie manufacturière. Le PMI manufacturier s'installe à 59.4 en Allemagne contre 58.1 en juillet et à 55.8 en France contre 54.9. Ces niveaux élevés sont gage d'une installation pérenne de la croissance économique sur le Vieux Continent.

Outre-Atlantique, la perception de l'activité économique semble quelque peu faussée par les polémiques visant Donald Trump et par la déception quant aux diverses mesures « achetées » par les marchés après son élection. Pour autant, si, effectivement, on n'enregistre pas l'accélération attendue (de manière excessive) par ces marchés, l'économie américaine continue de bien se porter, par-delà cette perception.

Ainsi, au-delà des inquiétudes, en deuxième estimation, la croissance a été révisée positivement à 3% en rythme annualisé (contre 2.6% en première estimation). Les deux principaux moteurs de la croissance, la consommation et l'investissement, sont revus à la hausse (à resp. +1.9% et +0.6% en glissement annuel). Au final, sans intégrer un quelconque effet-Trump, la croissance continue de présenter un caractère auto-entretenu qui devrait progressivement provoquer un rebond du dollar. De plus, les statistiques ADP confirment le dynamisme du marché du travail (237 000 contre 185 000) en dépit d'un chiffre un peu moins élevé qu'attendu publié par le département du travail (156 000 emplois nets en août contre 189 000 en juillet).

Ces chiffres suffisent quoi qu'il en soit à alimenter les revenus personnels des ménages (en hausse de 0.4% en juillet par rapport au mois précédent) ainsi que leurs dépenses de consommation. Les ventes de détail ressortent en forte hausse en juillet (+0.6% en rythme séquentiel). Ces chiffres sont de nature à rassurer quant à la dynamique de la consommation des ménages permettant de maintenir un rythme de croissance à plus de 2% en glissement annuel. La confiance des ménages reste d'ailleurs au beau fixe puisque l'indice de confiance des consommateurs mesuré par le Conference Board est ressorti en août à 122 contre 120 le mois d'avant. Idem, l'indice global de l'Université du Michigan, en forte progression en août (96.8 après 93.4 en juillet), s'inscrit sur un point haut depuis janvier.

Enfin, l'indice ISM manufacturier du mois d'août est ressorti à 58.8, largement supérieur au chiffre du mois précédent et au consensus de place (56.6), ce qui traduit une accélération de l'expansion de l'industrie manufacturière.

Ailleurs, dans le monde, les marchés émergents ne sont plus au cœur des préoccupations.

Idem pour la Chine qui, après l'épisode de l'été 2015, semble être en mesure d'assurer un niveau de croissance économique satisfaisant. Depuis l'an passé, les « leading indexes » poursuivent leur rétablissement, suggérant un renforcement de la croissance économique, ce qui contribue évidemment à apaiser les inquiétudes des investisseurs, dans un contexte de rééquilibrage structurel de la croissance souhaité par les autorités.

Conclusion

Les marchés d'actions européens marquent le pas sur l'idée que la hausse sensible et brutale de l'euro va entraîner des révisions baissières des profits 2017. Ces révisions baissières ont d'ailleurs débuté depuis juin, ce qui contribue intrinsèquement à tendre les valorisations. Ces dernières s'inscrivent désormais sur leurs niveaux les plus élevés depuis...2002. A ce prix-là, on comprend que la moindre contrariété puisse être l'occasion de prises de bénéfices.

En attendant, sur le premier semestre, les profits des sociétés cotées ont opéré un sacré bond par rapport aux années passées, à l'image du CAC pour lequel les résultats sont en hausse de 23.5%. Certes, l'effet de base va désormais être moins favorable au deuxième semestre ; certes, également, la hausse de la devise va peser sur les bénéfices et pourrait avoir un impact baissier de l'ordre de 5%. Mais la Zone Euro semble être entrée dans un cycle de croissance autoalimenté et pourrait bientôt renouer avec les niveaux de profitabilité qui étaient les siens en 2007.

C'est pourquoi, compte tenu de la faible progression des indices boursiers depuis maintenant plusieurs années (cette année ne fait pas exception à la règle, au vu des performances boursières de fin août) et en dépit de valorisations certes au-dessus de leur moyenne historique, nous continuons de penser que, toute chose égale par ailleurs, les marchés d'actions européens disposent d'autant plus d'un potentiel de rattrapage.

La prochaine rotation dans A7 PICKING devant intervenir mi-septembre, nous verrons dans quelle mesure ce sentiment est partagé sur la Place.

De surcroît, en dépit d'une excellente tenue transitoire cet été, due à un processus bien connu de « transfert vers la qualité », les marchés obligataires sont d'ores et déjà entrés, selon nous, dans une ère de dégradation tendancielle contre laquelle il nous paraît risqué de se positionner.

