



Par Igor de Maack
Gérant et porte parole de la gestion

"Une économie mondiale qui ralentit et des marchés suspendus aux grandes décisions de politique monétaire"

Les publications des entreprises au troisième trimestre s'avèrent mitigées et contrastées. La micro-économie a donc finalement rejoint la macro-économie. Si l'activité internationale des entreprises est décevante, les activités domestiques européennes affichent de bons résultats dans un environnement monétaire inondé de liquidités.

Les résultats du troisième trimestre témoignent de la décélération de l'économie mondiale. La lecture des comptes de résultats est par ailleurs brouillée par les perturbations provoquées par les variations des taux de change.

Lorsqu'il existe un changement de tendance macro-économique à la hausse comme à la baisse, la micro-économie finit toujours par rejoindre la macro-économie avec un décalage temporel. Ce sentiment de ralentissement général est actuellement visible avec des publications de résultats des sociétés assez décevantes au troisième trimestre (un des plus mauvais depuis 2008). Même si des sujets de satisfaction sont notables sur quelques activités domestiques (avec les télécoms par exemple), il ne faut plus espérer de révision en hausse des bénéfices pour cette année et l'année prochaine. Certains secteurs comme les matières premières (pétrole, acier...) vont connaître une année 2016 pire que 2015.

La demande chinoise affecte les grands groupes internationaux (producteurs de matières premières, constructeurs automobiles ou grands groupes de consommation). Par ailleurs, les entreprises globales sont impactées par des effets change défavorables à cause des monnaies émergentes qui restent sous pression. Si l'Europe bénéficie de l'effet change par rapport au dollar, à l'inverse, elle souffre des effets négatifs de la baisse des monnaies émergentes contre l'euro (ex : real brésilien).

Le point de jonction a donc été fait entre la macro-économie et la micro-économie. La question pour les investisseurs est désormais de savoir si le rythme du ralentissement s'accélère ou non. Il est possible que le point bas du PIB chinois ait été atteint pendant le troisième trimestre. La question du

ralentissement chinois et de la robustesse de l'économie américaine est cruciale car la zone euro n'est pas immunisée contre les chocs externes. Beaucoup d'investisseurs doutent de la solidité et de la durabilité de la reprise européenne notamment parce que les chiffres de l'investissement industriel sont toujours médiocres.

Pour autant, les entreprises européennes et particulièrement celles d'Europe du Sud (France comprise) attendent toujours des progressions de leurs bénéfices à deux chiffres pour 2015 et 2016. Ce n'est pas anormal puisque ce sont ces pays (France, Italie, Espagne) qui affichent la meilleure dynamique en termes de vélocité économique même si la croissance demeure plus faible que dans une reprise typique. L'Allemagne, puissance exportatrice par définition, est affectée par la faiblesse de la demande chinoise et dans une moindre mesure par l'affaire Volkswagen. Même s'il existe des disparités au sein de la zone €, sa reprise ne semble pas pour l'instant mise en danger par l'environnement mondial malgré les craintes estivales sur la Chine.

Alors que l'économie mondiale ralentit et que certaines entreprises sont confrontées à des révisions en baisse de leurs bénéfices, les marchés placent toutes leurs espérances dans l'activisme des banques centrales, notamment en Europe.

Le rythme de croissance de l'économie européenne (+1,5%e en 2015) ne permet pas de rassurer totalement la communauté financière. La stimulation de la demande interne par la politique monétaire accommodante de la BCE mérite d'être poursuivie, ce que Mario Draghi a laissé entendre pour sa prochaine réunion du 3 décembre.

Cet élément de soutien a immédiatement été identifié par les marchés boursiers : la prospective, déjà plus ou moins annoncée, d'un nouveau Quantitative Easing (élargissement, prolongation, nouvelles mesures...) a provoqué une remontée rapide des marchés actions européens. Cette annonce probable permettrait certainement d'absorber, à l'inverse, une décision de restriction monétaire du côté des Etats-Unis : la première hausse des taux américains pourrait en effet intervenir le 4 décembre.

L'investisseur doit désormais articuler son raisonnement entre une phase macro et micro-économique moins favorable et une divergence monétaire de plus en plus flagrante : il doit d'abord accepter psychologiquement la normalisation monétaire américaine qui semble inéluctable et saine au regard des performances de l'économie américaine (cf les derniers chiffres du chômage).

Par ailleurs sur l'Europe, il sait désormais qu'il dispose du parapluie de la BCE qui s'est résolument engagée à dynamiser le cycle économique européen, plus faible que celui des Etats-Unis. Il n'est pas surprenant que les politiques monétaires divergent si les deux économies sont à un stade de cycle différent. Ce n'est pas une désynchronisation totale mais un décalage de rythme.

Il est encore trop tôt pour tirer des conclusions sur la trajectoire des marchés financiers en 2016. A tout le moins, l'année prochaine devrait être marquée par une plus forte divergence des politiques monétaires et une préférence pour la zone euro en raison de l'afflux de liquidités.

Comment les marchés vont intégrer cette divergence de cycle économique et cette divergence monétaire ? La Chine va-t-elle continuer de perturber les marchés mondiaux ? A la première question, les investisseurs semblent avoir compris que les politiques monétaires devaient et pouvaient être différentes. Tant qu'il existe des zones monétaires à politique monétaire accommodante suffisamment larges pour investir, alors les investisseurs auront le choix de placer leurs liquidités. Ainsi, les investisseurs américains, acteurs dominants des marchés financiers, devraient selon toute vraisemblance privilégier la zone euro dopée par la triple reflation (pétrole bas, euro faible et coût de financement peu cher).

Il est toutefois assez difficile de prévoir le chemin de la croissance mondiale en 2016 et donc la performance boursière de certains marchés. On l'a vu en 2015, l'épisode de la dévaluation du renminbi chinois au cours de l'été a entraîné une baisse des prévisions sur la croissance par les grandes institutions internationales.

Les marchés obligataires américain et européen vont connaître un découplage historique avec probablement des mesures inverses et simultanées. Cela ne s'est jamais produit auparavant. Rappelons-nous que les marchés obligataires européens et américains sont étroitement liés (cf les tensions récentes sur les taux longs), et personne ne peut vraiment prédire comment la courbe des taux en Europe va réagir par rapport à la courbe des taux Outre-Atlantique. Ce sera sans doute aussi une question phare de 2016.

La BCE fera tout en son pouvoir pour que la situation ne dérape pas sur le marché obligataire et notamment sur le coût de financement des économies européennes. Aussi, il est raisonnable de penser que l'Europe pourrait encore être la meilleure zone d'investissement dans le futur. Pour autant, le risque institutionnel et politique en Europe continue de planer, même si son vol est à une altitude plus élevée. Nous en avons eu un bon exemple avec le référendum britannique sur sa participation ou non à l'union européenne et les tensions récentes au sein du gouvernement portugais.

Il ne faut pas se leurrer non plus sur les politiques monétaires car les programmes quantitatifs ont pour première conséquence d'affaiblir la monnaie de la zone monétaire en question mais pas de réformer en profondeur les systèmes économiques. Une banque centrale peut éviter certains risques (notamment le plus dangereux d'entre eux, le risque systémique) mais c'est bien la demande finale qui doit prendre le relais pour engendrer le cycle vertueux de la création de valeur chez les entreprises : progression des marges, amélioration du retour sur capitaux employés, croissance des bénéfices et investissement industriel. Les agents économiques ne peuvent pas éternellement vivre sous perfusion monétaire. L'optimisme devrait toutefois continuer de régner jusqu'à la fin de l'année. Les thèmes abordés par les marchés ne sont pas inconnus mais la nouveauté, comme toujours, est de se projeter dans un monde monétaire qui, lui, est inconnu.

Texte achevé de rédiger le 10 novembre 2015 par Igor de Maack, Porte parole de la Gestion.

« Cet article ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement.

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 86 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 17,8 milliards (au 30/10/2015).

Contact presse:

Anne de Genouillac

Téléphone: +33 1 58 62 55 07

E-Mail: agenouillac@dnca-investments.com