



REVUE TRIMESTRIELLE
EUROPE - Q3 2017

La croissance revient,
mais pas l'inflation.

La croissance revient, mais pas l'inflation.

Daniel Pfund, Senior Financial Analyst, Fund Manager

Juillet 2017

Macroéconomie

Fig. 1: Inflation Eurozone
Sources: IAM research, Datastream



L'objectif principal de la Banque centrale européenne (BCE) est de «maintenir la stabilité des prix». Pour la BCE, cet objectif représente concrètement une hausse des prix proche mais inférieure à 2% par année.

Qu'en est-il en réalité dans l'économie? Les chiffres fournis par Eurostat montrent l'inflation générale (dite «headline» en anglais) ainsi que d'autres niveaux d'inflation, notamment sans les coûts d'énergie, de nourriture, d'alcool et de tabac («core»).

Comme le montre la *Figure 1*, l'inflation «headline» est beaucoup plus volatile, en particulier à cause du prix du pétrole (qui représente un poids de 9.5% dans le calcul de l'indice). C'est donc bien l'inflation «core» qu'il faut observer, car c'est sur celle-ci que la BCE peut avoir une influence. C'est également l'inflation «core» qui permet d'avoir une meilleure représentation de la santé de l'économie.

Dans ces conditions, il est certain que la BCE n'a pas encore atteint ses objectifs. Il serait donc prématuré que celle-ci arrête son plan de stimuli monétaires.

Ainsi, son programme de rachats d'obligations (gouvernementales, mais également d'entreprises) devrait continuer jusqu'à fin 2017 au moins. Cela devrait logiquement maintenir les taux d'intérêt bas, à l'inverse des attentes que nous avons en début d'année.

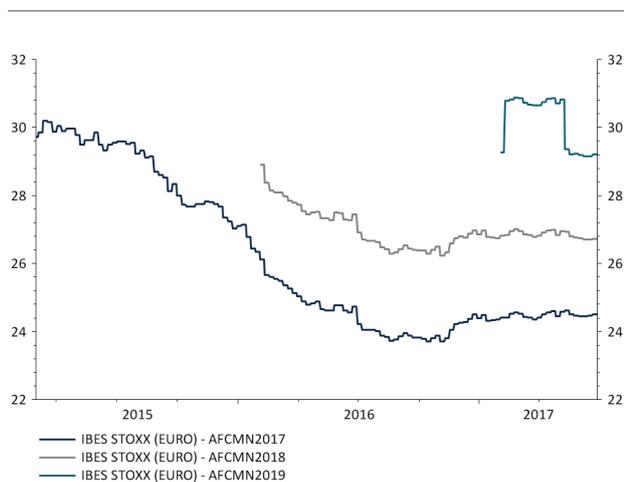
En politique, l'année 2017 se déroule sans encombre. Suite à la défaite de l'extrême droite aux Pays-Bas, la France a également confirmé ce mouvement en élisant Emmanuel Macron. Si Angela Merkel est réélue en septembre, cela confortera encore plus l'avenir de l'euro. A noter que la monnaie commune est déjà en train de se raffermir vis-à-vis du dollar américain.

En dehors de l'euro, cela fait maintenant une année que les Britanniques ont voté sur le Brexit. Malgré ce temps, les négociations n'ont pas progressé. On ne sait toujours pas si le Royaume-Uni veut un «hard» Brexit, et combien ils vont devoir déboursier pour couper les liens avec l'Union européenne. De plus, l'Ecosse voudrait relancer l'idée d'un second référendum pour sortir du Royaume-Uni et ainsi rester dans l'Union Européenne. On comprend bien que toutes ces discussions sont complexes et prendront encore des années avant d'être réglées.

Au niveau des entreprises, le secteur bancaire européen est en pleine restructuration. Ce trimestre nous avons assisté au rachat de Banco Popular par Santander en Espagne, pour la somme symbolique d'un euro. Ce rachat est directement imputable aux conséquences financières de la crise de 2008 lorsque l'immobilier espagnol s'est effondré. Le pays est en train de rationaliser tout le système bancaire. L'Espagne est passée de 55 banques à une douzaine, et le processus de consolidation n'est sûrement pas terminé. En contrepartie, les banques restantes sont beaucoup plus solides et profitent actuellement de la meilleure croissance économique des grands pays de la zone euro.

Nous assistons à une consolidation similaire en Italie, où la banque Intesa Sanpaolo a acquis Veneto Banca et Banca Popolare di Vicenza pour également la somme symbolique d'un euro. Ces deux banques

Fig. 2: Révision des bénéfices attendus en Europe
Sources: IAM research, Datastream



ont été préalablement purgées de leurs prêts non-performants qui seront pris en charge par l'Etat italien. In fine, Intesa Sanpaolo grandit et ne prend pas de risque, en sachant que ces prêts non-performants pourraient coûter jusqu'à 17 milliards d'euros à l'Etat.

Marchés boursiers

Les marchés boursiers sont bien orientés depuis le début de l'année. Les grandes capitalisations sont en progression de 7% (en CHF), tandis que les plus petites sociétés progressent encore mieux (10%). En général les plus petites sociétés sont plus volatiles et amplifient les mouvements boursiers, ce qui est bien le cas ici. Cela provient d'un effet de levier opérationnel plus important, ainsi que d'une exposition plus locale.

On remarquera particulièrement la hausse suite à l'élection de M. Macron en France au mois d'avril. La bourse anticipant des réformes structurelles dans ce pays, mais également un certain soulagement concernant toute la zone euro.

Il est intéressant de noter que les attentes de bénéfices faites par les analystes sell-side sont stables pour 2017. Cette stabilité contraste avec la baisse régulière des attentes que nous avons connue ces cinq dernières années. Typiquement, les années commençaient toutes avec des attentes de croissance de l'ordre de 10%, pour finir avec des attentes très en deçà (pour ne pas dire négatives).

Depuis le début de l'année, on remarque de grandes divergences de performance entre secteurs. Le meilleur secteur est celui des services financiers (sociétés de gestion de fortune, bourses cotées) qui profite de la remontée des bourses. Le secteur des technologies (tout petit en Europe) profite de la reprise cyclique et d'un engouement particulier pour le prochain iPhone, qui marquera son dixième anniversaire et qui devrait comporter plusieurs nouveautés.

Au chapitre des contre-performances, le secteur des pétrolières accuse la forte baisse du prix du brut (qui est passé de 57 francs le baril au début de l'année à 45 actuellement). Le secteur de la distribution est quant à lui sous pression par les ventes en ligne, et a fortement chuté suite à l'acquisition de Whole Foods Market par Amazon.

Valorisations

Depuis le début de l'année, les analystes sell-side ont maintenu leurs estimations pour 2017, comme le montre la figure suivante.

Etant donné cette stabilité des bénéfices et un marché en hausse depuis le début de l'année (en EUR encore plus qu'en CHF), le ratio cours/bénéfices (P/E) a légèrement augmenté. Nous sommes actuellement à 14.5x le forward P/E (contre 14.0x au début de l'année), au-dessus de la moyenne de long terme de 11.7x. Cette valorisation supérieure à la moyenne pourrait justifier un marché sans tendance ces prochains mois.

Fig. 3: P/E du marché européen
Sources: IAM research, Datastream

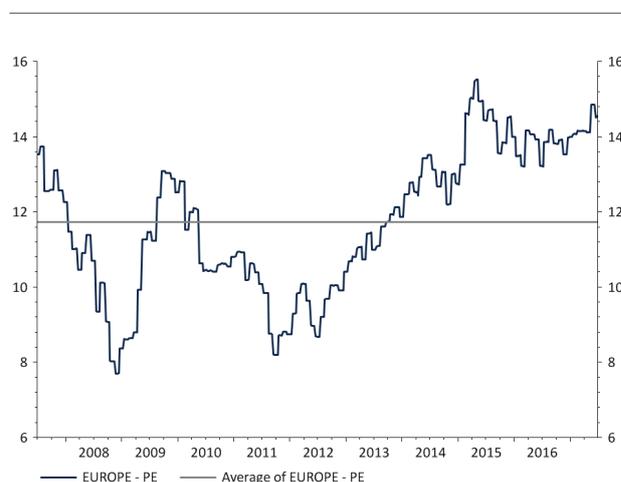


Fig. 4: Evolution des indices boursiers par pays
Sources: IAM research, Datastream

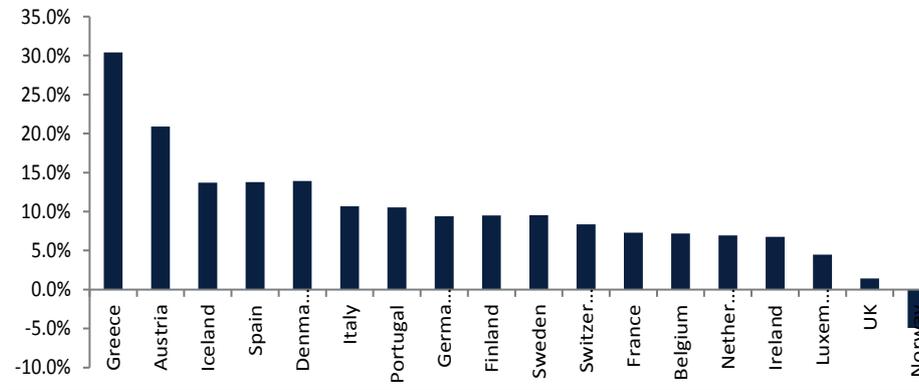


Fig. 5: Evolution des secteurs boursiers
Sources: IAM research, Datastream

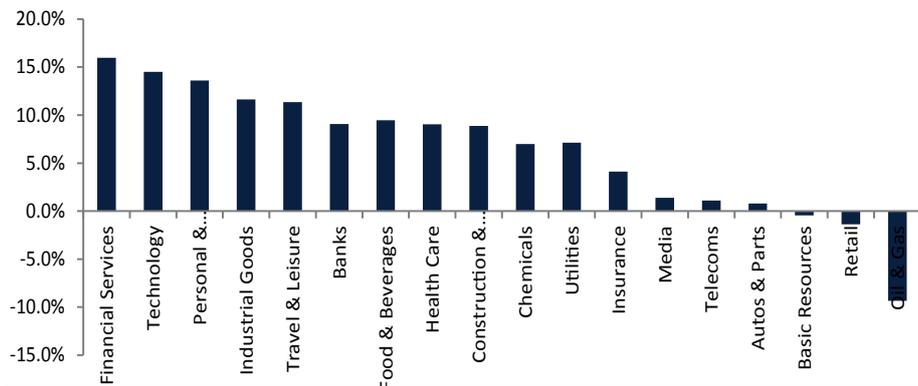


Fig. 6: Meilleures et moins bonnes performances
Sources: IAM research, Datastream

