



## ENTRE POLITIQUE ET RÉSULTATS

03/08/2015

### *La tendance globale et les choix d'investissement de Cogefi Gestion*

Les frimas habituels du printemps n'ont pas manqué de briser l'élan des marchés actions. Les indices ont marqué le pas à l'instar de l'Euro Stoxx 50 en baisse de 7,40% sur le trimestre. Si la reprise graduelle de l'économie européenne ne s'est pas démentie, certains éléments porteurs se sont inversés et des turbulences politiques, liées au sort de la Grèce, sont venues assombrir le tableau.

En premier lieu, les taux longs européens, après avoir atteint des niveaux proches de zéro, ont connu un violent rebond. **Les investisseurs se sont focalisés un peu vite sur l'importance des achats de la BCE, oubliant qu'ils se limitent à 6% du stock de dette souveraine en euro.** La matérialisation de la stratégie de reflation de M. Draghi - par un retour en territoire positif de l'indice des prix en mai - et la confirmation de la reprise économique en zone euro, mois après mois, ont entraîné des ventes de titres obligataires souverains surévalués. Si une accalmie est fort probable durant l'été, cette tendance devrait se poursuivre à terme vu l'écart subsistant entre les rendements à 10 ans allemands et la croissance nominale du PIB mais à un rythme contrôlé par la BCE soucieuse de préserver la reprise du Vieux Continent.

Dans le même temps, le prix du baril de pétrole a rebondi de plus de 25% et l'euro de plus de 4% face au dollar. **Même si ces tendances ne nous paraissent pas durables, l'inversion à court terme de ces trois éléments porteurs exogènes a entraîné une première phase de consolidation des marchés d'actifs risqués.**

Enfin, le énième acte du vaudeville grec est également venu hanter l'esprit des investisseurs, la probabilité d'un *Grexist* passant temporairement au-delà des 50% ! Un accord à l'arraché maintient finalement **la Grèce** dans la zone euro mais de nouveaux rebondissements en fin d'été (nouvelle échéance de remboursement de 3,2 Mds à la BCE le 20 août et finalisation du nouveau plan de financement sur 3 ans d'ici la fin août) ou d'année (bilan sur l'avancement des réformes en Grèce) ne sont pas exclus. **La feuille de route reste en effet chargée et compliquée !**

Les marchés ont cependant été largement soulagés de voir le sujet hellène provisoirement mis de côté. La hausse de plus de 10% de l'Euro Stoxx 50 en quelques jours atteste d'une quasi disparition de la décote politique en Europe. **Il ne faudra cependant pas perdre de vue les élections espagnoles de décembre** où Podemos tentera de capitaliser sur ses récents succès. Or, l'Espagne est un des piliers de la zone euro et la forte **croissance attendue - plus de 3%** - en fait un modèle de réussite de la stratégie de l'offre.

Si l'activité se confirme en Europe, elle s'affermir également outre-Atlantique après un trimestre poussif. Aidé par le niveau des prix actuels du pétrole, le consommateur profite également de créations d'emplois régulières, d'un salaire réel positif et d'un fort désendettement. L'investissement est un peu à la traîne, mais un rattrapage est probable. Si la faiblesse de l'inflation et la médiocrité du début d'année ont conduit la Fed à décaler ses hausses de taux, la première devrait intervenir à l'automne avec une visibilité désormais forte. Un sujet qui nous incitera à la vigilance !

**A plus court terme, nous abordons avec confiance les résultats semestriels à venir en Europe.** Les indicateurs économiques en zone euro sont orientés à la hausse à l'image de l'indice des directeurs d'achats au plus haut depuis 2011. Les dirigeants ont démarré l'année avec prudence, échaudés par les déceptions des années précédentes. Ils n'ont pas pris en compte le plein impact des taux de changes dans leurs prévisions. Un certain nombre d'entre elles seront donc relevées même s'il faudra être vigilants sur les sociétés les plus exposées aux émergents.

Nous continuons donc à privilégier les actions afin de profiter de la reprise européenne qui se transmet aux entreprises. Notre orientation vers des valeurs domestique et des valeurs « dollar » nous paraît toujours aussi pertinente pour la période à venir. Nos inquiétudes au sujet de la Chine renforcent encore cette conviction. Les questions politiques et monétaires constitueront une nouvelle fois la principale menace alors que l'environnement économique se normalise peu à peu.

Pour Hugues Arousseau, Directeur général délégué de Cogefi Gestion, « L'Europe n'a pas que des inconvénients... ». Dans la construction d'un portefeuille, le choix de l'allocation géographique, et celui de l'Europe dans le cas présent, n'est pas un choix dicté uniquement par des considérations macroéconomiques, de valorisation ou de flux. La diversification européenne, hors de France, peut être le fruit d'une approche de pur stock-picking (sélection de titres) et se révéler source de performance sous réserve de grande sélectivité compte tenu de l'éloignement du management des sociétés.

Des titres de qualité dans des secteurs de croissance forte... Si, dans certains secteurs, la diversification peut apparaître d'un apport limité (citons le pétrole, la finance, le luxe ou les télécoms), il existe des pans entiers de l'économie peu, pas ou mal représentés sur le marché français. C'est par exemple le cas dans les secteurs de la consommation, des brasseurs (Sabmiller) ou de certains producteurs de denrées spécialisées (Lindt et Sprungli), dans l'industrie chimique de producteurs d'arôme (l'allemand Symrise), d'industrielles très représentées sur les marchés d'Europe du Nord (l'ascensoriste Kone), d'Allemagne (Kuka dans la fabrication de robots) ou d'Italie (Brembo pour les systèmes de freinage), de laboratoires pharmaceutiques spécialisés (Novo Nordisk dans le diabète), voire de compagnies aériennes low cost (Ryanair) ou de croisiéristes (Carnival).