

# LES TABLES RONDDES

## DE FUNDS MAGAZINE

### La zone euro offre-t-elle encore des opportunités ?

Le scénario macroéconomique de cette année a finalement été moins favorable pour la croissance mondiale et pour la zone euro. Funds s'interroge sur les risques qui pèsent sur la zone euro :

- Sont-ils bien intégrés par les marchés ?
- Que peut-on attendre en matière de croissance économique ?
- Du côté des entreprises, quelles sont désormais les prévisions de progression des profits ? Comment sont-elles valorisées ?
- Quels sont les secteurs ou les thèmes à privilégier ?

#### LES INTERVENANTS



**Julien Bonnin,**  
gérant, BFT IM



**Alexis Charveriat,**  
responsable de la gestion  
actions européennes,  
Financière de la Cité



**Arnaud Chesnay,**  
responsable de  
la gestion,  
Athymis Gestion





**Le consensus était très favorable aux actions européennes début 2018, mais l'année ne s'est pas déroulée comme prévu sur les marchés. Quels facteurs ont pesé sur la classe d'actifs ? Comment expliquer l'évolution décevante des indices européens par rapport aux indices américains ?**

**Arnaud Chesnay :** L'année 2018 a bien commencé, parce que tous les indicateurs macroéconomiques étaient en phase. La zone euro était protégée par une accélération de la croissance économique et des publications de résultats plutôt bons. Durant le premier trimestre, nous avons eu quelques épisodes de tension sur les taux d'intérêt en provenance des Etats-Unis, avec quelques incursions du taux à dix ans américain au-dessus de 3 %. Il y a eu des moments de stress sur le marché obligataire, avec le spectre d'un retour de l'inflation au niveau mondial. Se sont ajoutées des tensions politiques en Europe, le Brexit mais aussi la situation en Italie, ainsi que des tensions dans les pays émergents. Pour toutes ces raisons, l'évolution des marchés actions en zone euro a été plus compliquée qu'anticipé. Cependant, la première partie de l'année a été favorable pour des sociétés à forte visibilité, en particulier les valeurs de croissance qui ont surperformé durant cette période.

**Julien Bonnin :** Parmi les risques qui ont pesé sur les marchés, je citerais également la guerre commerciale lancée par Donald Trump. Il a commencé par les pays frontaliers, puis la Chine, mais également le Japon. Nous pouvons imaginer que l'Europe ne sera pas épargnée, puisqu'il a déjà évoqué le secteur automobile. Pour

résumer, dès que les bons résultats des entreprises redonnaient de l'avant aux marchés, une annonce politique venait casser cette dynamique. L'année est particulièrement compliquée car, même si la croissance des bénéficiaires a été jusque-là solide, l'environnement extérieur continue de peser négativement.

**Cette année devait être celle d'un retour aux fondamentaux, après plusieurs années de quantitative easing. Finalement, c'est la politique qui a pris le dessus ?**

**Arnaud Chesnay :** En effet, pendant les périodes de publication, le marché arrive à se concentrer sur la qualité des résultats. Ces séquences durent environ six semaines, avec de belles performances pour certains titres. Jusqu'à l'été, les marchés étaient en territoire positif, notamment pour les valeurs à forte visibilité. En dehors de ces périodes et très récemment, les marchés subissent les événements politiques et, dans ces moments-là, nous constatons que, d'un seul coup, des pressions vendeuses s'exercent sur certains secteurs ou certaines valeurs, de façon globale et homogène. Nous sommes au paroxysme de ces séquences depuis la fin de l'été. La zone euro est un excellent terrain de jeu pour les gérants long/short, en particulier les fonds spéculatifs anglo-saxons. Il y a désormais peu d'acheteurs et pas mal de décollecte sur les marchés actions, les assureurs ne pouvant plus acheter d'actions quand les marchés sont bas. Les montants en jeu de ces acteurs, qui ont la pression de leurs clients pour avoir des rendements élevés, sont colossaux.



**Alexis Charveriat :** Traditionnellement, les marchés actions européens ont été perçus par les investisseurs internationaux comme des marchés à fort bêta, plutôt pro-cycliques. Dès lors qu'il y a eu des doutes sur le rythme de la croissance mondiale, le marché européen a toujours sous-performé. Nous avons également observé un mouvement de fuite vers la qualité, en direction des marchés actions américains perçus comme moins affectés par la guerre commerciale. L'économie américaine a profité en début d'année du plan de réforme fiscale qui a permis, grâce au rapatriement de capitaux en provenance de filiales de groupes américains, de soutenir les marchés actions. Ces derniers ont bénéficié de flux positifs importants.

Par ailleurs, il y a eu cette année un changement de paradigme. Nous sommes passés d'un monde en croissance synchronisée et sans inflation à un monde où la croissance s'est désynchronisée, en raison notamment de l'accélération aux Etats-Unis. Ce surcroît de croissance a conduit à une normalisation de la politique monétaire et à une appréciation du dollar qui a entraîné des sorties de capitaux des marchés émergents, provoquant une crise dans certains pays. Le changement de paradigme s'opère également au niveau de politiques monétaires. En zone euro, la BCE a pris la décision de stopper son quantitative easing au quatrième trimestre, même si l'objectif cible d'inflation n'a pas été atteint. Les marchés s'interrogent sur ce nouveau monde dans lequel les banques centrales ne seront plus les amies des investisseurs...

**«NOUS ESSAYONS DE PROFITER, QUAND C'EST POSSIBLE, DES ÉCARTS DE VALORISATION ENTRE LES SECTEURS.»**

**Julien Bonnin,**  
gérant, BFT IM

**Comment prendre en compte cette nouvelle donne ? Comment travaillez-vous avec cette perspective ? Par ailleurs, qu'implique le retour de l'inflation pour les marchés actions ?**

**Alexis Charveriat :** L'inflation va avoir un impact sur la hausse des coûts et sur la croissance des chiffres d'affaires des sociétés ne disposant pas d'un certain pricing power, c'est-à-dire la capacité de relever les prix de vente. Cela va imposer aux gérants d'être encore plus sélectifs dans leurs choix d'investissement. L'impact s'observe également via la hausse des prix des matières premières, et surtout de l'énergie. Il ne faut pas oublier que nous avons subi un mini-choc pétrolier avec les cours du Brent qui ont progressé de plus de 50 %.

**L'ampleur de cette hausse vous a-t-elle surpris ?**

**Arnaud Chesnay :** Pas totalement ! Il y avait un consensus sur la hausse du prix du pétrole pour les raisons que nous avons évoquées, notamment l'accélération de la croissance mondiale et le conflit entre les Etats-Unis et l'Iran. Par ailleurs, on observe également des positions très longues des hedge funds sur le prix du pétrole, parallèlement à des positions longues sur les taux US à dix ans.

**Alexis Charveriat :** On observe également aux Etats-Unis une hausse des coûts salariaux. Le marché de l'emploi y est en surchauffe. En Europe, le chômage baisse, mais il y a encore un réservoir de main-d'œuvre. Dans certains segments, il y a un surenchérissement des coûts de transport et des pénuries de composants. Globalement, les coûts augmentent pour les entreprises et pèsent sur les marges, ce qui incite à une certaine prudence avant la saison des résultats.

**Julien Bonnin :** Nous l'avons déjà constaté dans les résultats semestriels de certaines sociétés industrielles dont l'exposition aux Etats-Unis est importante. En revanche, en Europe, les coûts salariaux restent contenus.

**«IL NE FAUT PAS SOUS-ESTIMER L'IMPACT DU RESSERREMENT MONÉTAIRE SUR LA VALORISATION DES ACTIFS À DURÉE LONGUE OU QUI GÉNÈRENT DES CASH-FLOWS RÉCURRENTS.»**

**Alexis Charveriat,**  
responsable de la gestion actions européennes,  
Financière de la Cité



**Arnaud Chesnay :** La bonne nouvelle pour les Etats-Unis, c'est que la baisse du chômage et la hausse des revenus disponibles via la hausse des salaires sont très positifs pour la consommation. Je ne pense pas qu'il faille extrapoler cette tendance de rebond de l'inflation. Aujourd'hui, l'intensité concurrentielle est telle dans de nombreux secteurs qu'il y a peu de sociétés capables de passer des hausses de prix. La politique des taux bas que nous avons vécue au niveau mondial ces dernières années a permis de lever beaucoup de capitaux et de créer de nouvelles capacités. L'offre est très importante et appuyée de façon structurelle sur les prix, car cela apporte beaucoup de compétition. Autre phénomène : le digital et des sociétés comme Amazon qui agissent comme des rouleaux compresseurs sur les prix.

**Doit-on s'attendre à de mauvaises surprises sur les marges ?**

**Arnaud Chesnay :** En effet, nous avons déjà eu de mauvaises surprises en matière de marges au premier semestre, notamment dans l'industrie.

**Julien Bonnin :** Certains secteurs ont toutefois un peu de pricing power, en particulier les sociétés technologiques, celles qui ont des modèles disruptifs ou bien des secteurs comme l'emballage qui se sont restructurés ces dernières années et ont fermé des capacités de production.

**Alexis Charveriat :** Le secteur de l'énergie a également un pouvoir de fixation des prix. Dans la chimie, il y a eu un déficit d'investissement ces dernières années. Une société comme Arkema bénéficie de facteurs de croissance structurels dans la chimie verte et dispose d'un véritable pricing power. A l'inverse, certaines sociétés de biens d'équipement peuvent être affectées par la guerre commerciale : leurs clients peuvent reporter des décisions d'investissement car ils ne savent pas comment gérer leurs chaînes de production dans la perspective du nouvel ordre mondial que veut imposer Donald Trump.

**Arnaud Chesnay :** Les seuls acteurs capables de compenser ces hausses

de coût sont ceux qui sont en innovation structurelle, beaucoup dans des secteurs de l'environnement B to C. Les grandes marques du luxe ont par exemple une capacité structurelle à avoir du pricing power.

En B to B, les sociétés sont toujours rattrapées par leurs clients, à l'exception peut-être du secteur de l'aéronautique, où il existe des positions de duopole couplées avec un effort important en matière d'innovation produit. Dans l'industrie, il faut vraiment avoir deux ou trois coups d'avance sur les concurrents pour avoir un peu de pricing power. Pour un gérant, il ne faut pas raisonner par secteur, mais avoir une approche quasi chirurgicale, valeur par valeur.

**Alexis Charveriat :** Il est quasiment impossible de déterminer une allocation sectorielle. Les portefeuilles sont surtout construits à partir de positions de conviction et en fonction de certains critères de sélection des titres tels que le pricing power, la capacité d'innovation, un faible endettement, la génération de cash-flows, etc. Reste le problème de la valorisation dans un contexte de remontée de taux. Avec la normalisation des politiques monétaires, le coût du capital augmente pour les entreprises, ainsi que le taux d'actualisation des modèles de valorisation que les analystes utilisent. Il faut être prudent sur la valorisation de certaines valeurs de croissance. Pour autant, ce n'est pas parce que ces dernières sont chères qu'il faut se précipiter sans discrimination sur les valeurs «value». Certaines sociétés sont décotées pour de bonnes raisons, notamment

à cause d'un déclin structurel. Le secteur bancaire, par exemple, subit le coût de la réglementation, la remise en cause du modèle de développement, la concurrence des fintechs ou encore les problèmes politiques pour les banques européennes, en particulier en Italie.

**Arnaud Chesnay :** Une dégradation de la situation en Italie pourrait remettre en cause le scénario de fin de la politique monétaire accommodante de la BCE. C'est la raison pour laquelle je reste prudent sur la perspective d'un retour à la normale des taux dans la zone euro. L'Italie n'est clairement pas la Grèce !

**Vous pensez donc que l'Italie constitue aujourd'hui un risque majeur pour la zone euro...**

**Arnaud Chesnay :** Oui, l'Italie est le risque majeur pour la zone euro, le Brexit affectant l'Europe plus largement. Cependant, la situation italienne, qui n'est pas nouvelle, pourrait être réglée rapidement avec la nomination de quelques personnes chargées de restaurer l'équilibre budgétaire.

**Alexis Charveriat :** Je suis plutôt négatif sur la zone euro, en raison des différents échecs structurels qui n'ont jamais été corrigés. La zone euro s'est construite sur une succession de crises. La crise migratoire de 2015 a favorisé la montée des populismes, notamment en Italie. Il n'y a pas eu d'harmonisation fiscale, la problématique du recyclage des excédents budgétaires de l'Allemagne n'est pas réglée... Le manque de convergence interne conduit à une fragmentation de la zone euro. Elle manque de pragmatisme et de flexibilité et a une attitude très doctrinaire. Elle a tardé à faire l'union bancaire et, de façon générale, les problèmes sont réglés avec un temps de retard.

Pour un investisseur américain, la zone euro ressemble à un empire en déclin en raison d'un manque de cohérence globale. Il est normal qu'il préfère investir là où la croissance est la plus solide.

**Julien Bonnin :** Les pays sont rassemblés au sein de la zone euro sans qu'il y ait eu de réflexion sur de nombreux sujets, et notamment sur l'harmonisation des politiques fiscales. Ils sont nombreux à agir sans partager les mêmes idées : il est ainsi difficile d'arriver à un consensus. Il faudrait presque remettre à plat l'euro et harmoniser le plus possible les politiques économiques et fiscales. Cela va prendre du temps, et il est évident que, en dehors de l'Allemagne, qui a l'économie la plus solide, la zone euro n'est pas très attractive pour un investisseur américain. Il y a des opportunités à certaines périodes comme l'attestent les flux. Par contre, dès qu'un problème surgit dans la zone euro, on assiste à des retraits massifs de la part des investisseurs étrangers.

Cela fait plusieurs mois qu'il n'y a pas de collecte sur les marchés actions européens, à quelques exceptions près. La décollecte commence également à toucher le segment des mid & small caps, qui avait attiré beaucoup de flux. Tous ces rachats pèsent sur les valorisations et occasionnent des problèmes potentiels de liquidités.

**Arnaud Chesnay :** Ces ventes viennent également de gérants habituellement investis dans les large caps, qui se sont diversifiés sur cette classe d'actifs pour avoir de la performance et ont soldé leurs positions.

**Globalement, la zone euro sous-performe depuis le début de l'année. La baisse est-elle différenciée entre les marchés ou les secteurs ?**

**Alexis Charveriat :** Il y a eu une polarisation entre les pays cœur de la zone euro et les pays périphériques. Même s'il y a eu un net ralentissement de la consommation en début d'année qui a pesé sur la croissance, la France a surperformé. Cela s'explique par le poids de certains secteurs, le luxe et le pétrole, dans l'indice.

**Arnaud Chesnay :** Les valeurs du CAC 40 sont très internationalisées. La consommation domestique et l'investissement ont peu d'impact sur la performance financière et boursière de nombreux titres.

**Alexis Charveriat :** L'indice parisien est également plus défensif que le DAX, plus cyclique, et qui compte de nombreuses valeurs industrielles plus affectées par la guerre commerciale.

**Arnaud Chesnay :** Chaque marché a ses spécificités. En Allemagne, le secteur automobile, touché par le dieselgate, a un poids important. En Italie, ce sont les banques, et, de façon générale, le marché italien est affecté par le tsunami politique.

**Alexis Charveriat :** L'Espagne a été affectée, cet été, par la crise turque à laquelle les grandes banques sont exposées. La périphérie européenne a sous-performé le cœur de l'Europe. C'est assez symptomatique de la montée du risque de crédit. Il ne faut pas oublier que, depuis dix ans, le niveau d'endettement a augmenté. Raison pour laquelle se pose la question de la soutenabilité de certaines dettes souveraines. Certaines entreprises ont également profité de la faiblesse des taux pour s'endetter et financer des dividendes généreux ou des plans de rachats d'actions. Elles n'ont pas tellement investi dans leurs stocks de capital, ce qui explique que la croissance potentielle de la zone euro soit plutôt faible. Cette politique de taux d'intérêt bas menée ces dernières années a créé un sentiment de fausse sécurité mais, en période de remontée des taux, il faut être prudent vis-à-vis du risque de crédit pour les pays émergents et pour les entreprises. Ce risque ne peut être écarté dans la zone euro.

**Arnaud Chesnay :** Il ne peut être écarté ni dans la zone euro ni aux Etats-Unis, où les entreprises se sont endettées pour financer d'importants programmes de rachats d'actions. Les investissements sont certes importants, mais de nombreuses sociétés ont préféré faire des rachats d'actions massifs. Il ne faut donc pas sous-estimer le niveau de dettes aux Etats-Unis. Pour l'instant, tout va bien, mais, si la croissance ralentit, il faudra faire attention à toute la partie high yield, notamment, alors que le marché est aujourd'hui peu regardant. La dette cumulée des entreprises américaines est impor-



## «LES SEULS ACTEURS CAPABLES DE COMPENSER LES HAUSSES DE COÛT SONT CEUX QUI SONT EN INNOVATION STRUCTURELLE.»

**Arnaud Chesnay,**  
responsable de la gestion,  
Athymis Gestion

profiter des corrections, il faut rester très sélectif à l'intérieur des secteurs où il peut y avoir des différences importantes en matière de croissance et de valorisation.

**Alexis Charveriat :** Il ne faut pas sous-estimer l'impact du resserrement monétaire sur la valorisation des actifs à durée longue ou qui génèrent des cash-flows récurrents, comme certains éditeurs de logiciels. Ces dernières années, il y a eu une expansion des multiples de valorisation du marché tirée par les taux bas maintenus à des niveaux artificiellement bas et une inflation contenue. Or, la hausse du coût d'actualisation pour la valorisation de ces sociétés implique une contraction des multiples. Aujourd'hui, il y a des doutes sur le scénario cyclique de 2019. Il est donc normal que les investisseurs appliquent une décote sur les multiples de valorisation appliqués aux sociétés.

A l'intérieur de chaque secteur, nous observons une forte dispersion des performances opérationnelles des sociétés, ce qui est favorable au stock picking. Les valeurs de qualité se paient cher, surtout dans un contexte de remontée des taux et avec une visibilité plus faible sur le scénario de croissance en 2019. Je privilégie Alstom pour son recentrage sur le ferroviaire ou Arkema, qui affiche une décote dans un secteur où l'équilibre offre/demande lui est plutôt favorable. Je pense également à Sanofi, moins bien valorisée que ses pairs, qui devrait bénéficier d'un programme de restructuration interne.

**Arnaud Chesnay :** Chez Athymis Gestion, nous ne savons pas construire des portefeuilles à partir de variables comme la croissance, les taux d'intérêt, l'inflation ou le change. Nous avons préféré créer des fonds thématiques et investir dans des sociétés à prix raisonnables pour profiter de tendances mondiales durables qui reflètent notamment la montée en puissance des Millennials et du digital. Le digital marketing a des conséquences fortes pour de nombreuses sociétés, certaines perdant des parts de marché, d'autres profitant des nouveaux modes de consommation. Cela se traduit par de grands changements dans les usages, avec par exemple plus de modes locatifs. Une nouvelle révolution est en cours : le «digital manufacturing». Des entreprises sont en danger par rapport à leurs modèles économiques existants et d'autres, au contraire, vont arriver brutalement sur de nouvelles niches de marché et continuer à accroître leur leadership. ■

Propos recueillis par Catherine Rekek

tante, alors que plusieurs sociétés européennes ont des trésoreries excédentaires.

### **Les actions européennes sont-elles trop chères ? Les prévisions de résultats ont-elles été révisées en cours d'année ? La baisse des marchés a-t-elle créé des opportunités ?**

**Julien Bonnin :** De façon générale, les marchés actions européens se paient entre 12,5 et 13 fois les profits. Ce n'est pas particulièrement cher, sauf si la croissance faiblit et que les tensions s'exacerbent. En début d'année, le consensus table régulièrement sur une hausse de 10 % des résultats, mais on constate que cette progression est bien souvent moins importante que prévu.

Nous essayons de profiter, quand c'est possible, des écarts de valorisation entre les secteurs. Actuellement, les valeurs technologiques ainsi que les petites et moyennes entreprises sont dans leur ensemble correctement valorisées. En revanche, la santé, globalement délaissée en début d'année, présente des caractéristiques intéressantes : génération de cash-flow, faible valorisation. Nous avons investi dans ce secteur pour des raisons défensives mais avec une certaine prudence, de crainte que Donald Trump ne s'empare de la thématique et fasse pression sur le secteur. Le secteur pétrolier, dont les valorisations étaient à la casse il y a dix-huit mois, offre toujours des opportunités d'investissement. La défense est un secteur que nous apprécions également. Thalès est une valeur de fonds de portefeuille. Elle s'est restructurée et profite de la hausse des budgets de défense.

Mais, même s'il y a des périodes durant lesquelles il est possible de