

Les actions européennes : vers une nouvelle année de hausse en 2018 ?

Malgré une croissance économique vraisemblablement porteuse en 2018, les gérants ont récemment réduit leurs positions vis-à-vis de la classe d'actifs actions. En effet, s'ils considèrent généralement les actions de la zone euro plus attractives, les asset managers craignent les conséquences de la normalisation de la politique monétaire américaine et la reprise de l'inflation outre-Atlantique, tout en regrettant l'absence de géants du Net dans les indices européens.



A lors que les marchés européens connaissent une phase de consolidation en cette fin d'année, la reprise de la croissance apparaît robuste dans la zone euro. Toujours soutenus en 2018 par la politique monétaire de la Banque centrale européenne, les marchés actions européens vont-ils reprendre leur expansion dans les prochains mois ?

Des indices européens à la traîne

Pour Eric Tibi, gérant du fonds Sextant Europe chez Amiral Gestion, les marchés actions européens restent en retrait (cf. tableau page suivante) et pâtissent de plusieurs inconvénients majeurs. Il s'agit tout d'abord du contexte politique

de la zone euro. « La performance des actions européennes a été décevante en dépit des améliorations de l'environnement macroéconomique en Europe, de résultats des entreprises orientés à la hausse (pour la première fois depuis cinq ans) et d'une politique accommodante de la BCE. Les facteurs politiques (indépendance de la Catalogne, Brexit progressant très lentement) ont, à notre avis, peu influé sur cette performance décevante ». La vigueur de l'euro a également pénalisé les marchés : « En monnaies locales, les actions européennes ont monté de 10% depuis le début de l'année, alors que les indices américains et japonais ont progressé de plus de 15% et les pays émergents de 25%. Ceci s'explique en partie par la baisse du dollar depuis mai, qui a un impact négatif sur les anticipations de résultat

des sociétés européennes, notamment pour les exportatrices ». Troisième argument avancé par le gérant, l'absence de valeur technologique de dimension mondiale en Europe, qui représente « 5% de l'indice européen quand ce chiffre s'élève à 25% aux Etats-Unis ou 18% au niveau mondial. En effet, les valeurs technologiques ont progressé de 35% depuis le début de l'année. L'Europe a fait émerger peu de leaders technologiques, à la différence des Etats-Unis, bien sûr, mais aussi de la Chine (Baidu, Alibaba, JD.com, etc.) ». Igor de Maack, gérant et porte-parole de la gestion de DNCA Finance, regrette également la moindre valorisation du marché européen par l'absence de géant du Net : « Le marché américain tire parti du cyber-capitalisme symbolisé par les FAANG (Facebook, Amazon, Apple,

Netflix, Google), dont la hausse spectaculaire des cours ne semble pas pouvoir s'arrêter. Il est difficile d'appréhender le marché américain avec ses changements technologiques et comportementaux. A l'inverse, le marché européen ne dispose d'aucun acteur similaire aux FAANG : on sait donc pourquoi il est moins cher...»



Eric Tibi, gérant du fonds Sextant Europe chez Amiral Gestion



Igor de Maack, gérant et porte-parole de la gestion de DNCA Finance

rée par le renouvellement du mandat de Xi Jinping. Bref, la croissance mondiale est synchronisée, ce qui est favorable aux actifs risqués, d'autant plus que si l'inflation devait se réveiller l'impact serait difficile à supporter sur les marchés obligataires», analyse Igor de Maack.

De son côté, Frédéric Rollin, conseiller en investissement chez Pictet AM, se félicite de ce contexte porteur : « Nous sommes globalement positifs sur les marchés actions mon-

La zone euro poursuit sa croissance

Toujours est-il que, comme toutes les autres zones géographiques, la zone euro poursuit sa croissance qui devrait s'accélérer en 2018. Cette synchronisation de cette vigueur économique au niveau mondial est donc un signal positif pour la classe d'actif actions. « En 2018, le momentum macroéconomique devrait se prolonger. La croissance de la zone euro se situerait entre 2,3 et 2,4 % pour les plus optimistes et entre 1,8 et 2 % pour les plus pessimistes. En effet, aucun indicateur

n'indique que la croissance devrait dévier de sa voie. Aux Etats-Unis, le cycle se poursuit, mais en est plus à sa fin qu'à ses débuts. Aucun changement majeur n'est intervenu depuis l'élection de Trump. L'économie s'auto-alimente. En Asie, la croissance est au rendez-vous (entre 5 et 7 %) et 2017 n'a pas été le théâtre d'erreurs politiques, économique ou monétaire majeures. On y retrouve également l'émergence du cyber-capitalisme, en Chine en particulier et une stabilité politique assu-

riaux et plus particulièrement sur la zone euro. Au niveau mondial, plusieurs éléments sont orientés de manière positive durablement : la croissance économique est à la fois forte et synchronisée, les banques centrales accommodantes, l'inflation contenue, la consommation des ménages et les investissements à de bons niveaux, et la croissance bénéficiaire des entreprises solide. En Europe, la politique de taux bas devrait perdurer, car l'inflation est faible et le taux de chômage encore élevé ».

Evolution des principaux marchés actions européens et mondiaux

	Cours	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	YtD
Indices européens						
DJ Stoxx 600	387,06	-0,9 %	0,0 %	-1,1 %	13,5 %	7,1 %
Eurostoxx 50	3562,65	-1,3 %	0,1 %	-0,5 %	17,0 %	8,3 %
MSCI EU Small	410,77	-0,2 %	3,6 %	2,4 %	21,7 %	16,1 %
CAC 40	5352,76	-0,6 %	1,6 %	0,3 %	17,7 %	10,1 %
CAC Mid & Small	14135,43	-1,7 %	6,3 %	2,1 %	28,1 %	19,3 %
CAC Small	13012,87	-2,5 %	7,9 %	1,6 %	28,4 %	17,6 %
DAX 30	13015,04	0,1 %	4,6 %	3,3 %	21,5 %	13,4 %
FTSE 100	7419,02	-1,4 %	3,0 %	-1,7 %	8,8 %	3,9 %
IBEX 35	10013,90	-1,5 %	-6,6 %	-8,2 %	15,7 %	7,1 %
Indices mondiaux (en devises locales)						
S&P 500	2599,03	0,9 %	9,0 %	7,6 %	18,2 %	16,1 %
Dow Jones Ind	23590,83	1,1 %	12,7 %	11,9 %	24,4 %	19,4 %
Nasdaq	6862,48	3,5 %	13,5 %	10,6 %	27,8 %	27,5 %
MSCI USA Small	642,67	1,1 %	9,0 %	9,7 %	16,4 %	13,6 %
MSCI World	2047,15	0,6 %	9,0 %	6,9 %	19,7 %	16,9 %
MSCI EM	1150,98	2,8 %	17,7 %	13,4 %	35,8 %	33,5 %
Nikkei 225 (Japon)	22416,48	4,5 %	16,8 %	13,1 %	23,8 %	17,3 %
Hang Seng (HK)	11874,37	2,7 %	16,2 %	12,3 %	25,7 %	26,4 %
Shanghai SE (Chine)	3410,50	0,9 %	8,1 %	9,7 %	6,0 %	9,9 %
BSE Sensex (Inde)	33478,35	3,4 %	11,9 %	8,9 %	29,9 %	25,7 %
RTS Index (Russie)	1147,61	1,2 %	3,0 %	5,9 %	13,1 %	-0,4 %
Bovespa (Brésil)	74594,61	-2,4 %	14,1 %	18,0 %	22,1 %	23,9 %

Avec Amilton AM : données au 22/11/2017

BOURSE / Croissance

Un risque politique en net retrait

Malgré l'épisode catalan, 2017 a marqué une rupture vis-à-vis du risque d'éclatement de l'Europe, notamment depuis les élections françaises, ce qui rassure les investissements. « Nous estimons que la construction européenne doit et va encore progresser malgré les stress locaux, notamment en Espagne, note Igor de Maack. Parallèlement, le Brexit reste selon nous un problème, surtout pour les Britanniques. » Un sentiment que partage Frédéric Rollin : « Le risque politique semble aujourd'hui moins important qu'en début d'année. Néanmoins, il conviendra de surveiller les événements en Italie où le paysage politique est moins clair. En revanche, l'épisode catalan reste local et n'a pas perturbé les marchés. A surveiller, le Brexit s'enlise dans des négociations loin d'être scellées... »

Toutefois, les difficultés – inattendues – d'Angela Merkel de constituer un gouvernement outre-Rhin pourraient déstabiliser les marchés et prouvent bien que le contexte politique reste délicat dans la zone euro.

Une politique monétaire toujours accommodante

Outre une croissance économique et une stabilité politique retrouvées, les marchés restent favorisés par les politiques monétaires des banques centrales.

« L'euphorie monétaire est généralisée, observe Igor de Maack. Mario Draghi a tracé la voie de la politique monétaire de la BCE au moins jusqu'en 2019, ce qui continue de rassurer les investisseurs. Une erreur d'une banque centrale engendrerait une correction sur les valorisations actions qui sont actuellement généreuses, mais restent moins chères que les valorisations obligataires. »

Anne d'Anselme, directeur général adjoint de Cogefi Gestion, précise que « Dans la zone euro, Mario Draghi a



Frédéric Rollin, conseiller en investissement chez Pictet AM.



Anne d'Anselme, directeur général adjoint de Cogefi Gestion



Françoise Rochette, responsable de l'allocation d'actifs chez Mandarinne Gestion.

apporté de la visibilité en annonçant des rachats d'actifs pour 30 milliards d'euros par mois jusqu'en septembre 2018. La Fed, de son côté, a entamé son processus de resserrement monétaire avec une troisième hausse de taux prévue en ce mois de décembre »

Prudence à court terme

Après plusieurs mois de hausse, le marché semble faire une pause en novembre.

« Actuellement, la macroéconomie se porte bien, avec une révision à la hausse des croissances, ce qui n'avait plus été le cas depuis longtemps, et surtout une croissance synchronisée dans toutes les zones géographiques. Néanmoins, cette bonne situation est aujourd'hui intégrée par tous les investisseurs », observe Françoise Rochette, responsable de l'allocation d'actifs chez Mandarinne Gestion.

Pour la gérante, la normalisation attendue de la politique monétaire américaine et ses répercussions incitent à la prudence : « nous sommes dans une situation où les banques centrales entament une sortie de leurs politiques monétaires exceptionnelles, hormis le Japon. Dans ce mouvement, la Fed se positionne en leader, tandis que la zone euro suit. Or, eu égard à la qualité du cycle aux US, la

Fed est en retard dans la normalisation de sa politique monétaire. En effet, les tensions sur le marché de l'emploi sont vives et l'inflation pourrait s'apprécier, surtout en cas de rebond du cours du pétrole. Le taux 10 ans se tend et il n'est pas impossible qu'il atteigne 3% d'ici au mois de mars. Or, il nous semble que le marché est retardé quant à la prise en compte de ces éléments, tandis qu'à l'inverse il avait suranticipé le discours de Mario Draghi ». Dans ce contexte, Mandarinne a décidé d'alléger ses positions en

actions : « Nous restons constructifs sur les actions européennes. Néanmoins, nous prenons actuellement quelques profits car la hausse des cours de bourse est aujourd'hui supérieure (+15%) à celle des résultats (environ +13%). De son côté, le marché US est cher, mais n'est pourtant pas entré dans une bulle. Ainsi, les actions de la zone euro sont entre deux eaux : soit

la réforme de Trump passe et cela provoque une hausse des taux, et par conséquent une consolidation des marchés aux US et en Europe, soit Trump ne fait passer aucune réforme, alors la croissance US va mollir car en bout de cycle et l'euro va s'apprécier face au dollar...

Après plusieurs mois de hausse, le marché actions européennes semble faire une pause en novembre...

Selon nous, aucun catalyseur ne permet d'entrevoir une forte hausse des marchés, bien que les scénarios macro et micro soient favorables, mais dans les cours. En revanche, les risques d'accident outre-Atlantique sont bien réels. Chez Cogefi, la prise de risque a aussi été réduite, également en attendant d'observer les mouvements des banquiers centraux et l'évolution de l'inflation.

« La hausse du prix des matières premières pourrait faire progresser les anticipations d'inflation, analyse Anne d'Anselme. Cela pourrait pousser la Fed à accélérer son processus de resserrement monétaire, surtout si les salaires progressent outre-Atlantique. Au final, cela rend les décisions d'investissement sur les actifs risqués moins aisées... »

Chez DNCA Finance, c'est aussi de l'autre côté de l'océan Atlantique qu'on identifie les principaux facteurs de risque : *« Si le nouveau président de la Fed s'inscrit dans la continuité de Janet Yellen, il reste encore à connaître la nature de son leadership. L'accord sur la réforme du code fiscal reste à obtenir. L'incertitude est peut-être plus élevée aux Etats-Unis ».*

Exposé à hauteur de 15 % sur les actions européennes

Sophie Chauvellier et Gustavo Horenstein nous présentent le fonds Dorval Global Convictions (FR0010687053) dont ils sont cogérants et dont la poche action est principalement investie sur les marchés européens (80 millions d'euros d'encours).

Investissement Conseils : Pourriez-vous nous présenter le fonds Dorval Global Convictions ?

Gustavo Horenstein : Ce fonds a été créé fin 2008 et a vocation à être le fonds le plus patrimonial de la gamme. Son objectif est de délivrer une performance en ligne avec la croissance mondiale dans la durée. Son processus top-down s'appuie sur les travaux de l'équipe de recherche économique et d'allocation d'actifs composée de François-Xavier Chauchat, Sophie Chauvellier et moi, dont les vues sont partagées par l'ensemble de la maison. Sont alors déterminés le scénario central et différents scénarios alternatifs.

Sophie Chauvellier : Ce fonds se différencie de ses concurrents car suite à cette approche macroéconomique, il n'investit pas dans des indices, mais dans des paniers d'actions les plus sensibles au cycle économique, ce par pays, par thème ou par typologie d'entreprise. Il s'agit, en effet, d'exprimer une conviction de la manière la plus pure possible via des paniers de vingt à quarante titres équilibrés.

Comment est-il actuellement positionné ?

S. C. : Les marchés ont bien progressé ces derniers temps, ce qui nous a encouragés à prendre nos bénéfices et à nous positionner de manière plus prudente en réduisant le poids des actions à 35 % et en ayant une importante partie du fonds en cash pour sécuriser notre performance ou saisir des opportunités. Si nous n'avons pas d'inquiétude sur la croissance, nous estimons, en effet, que les valorisations sont assez tendues et que les récentes baisses des marchés sont une saine respiration.

Quel regard portez-vous sur le marché des actions européennes ?

G. O. : Depuis 2012, nous avons beaucoup privilégié les thèmes de la politique monétaire accommodante de la BCE et la reprise du cycle européen via des entreprises domestiques dans les secteurs de la construction, les valeurs financières et les *Mid* et *Small Caps* européennes pour leur croissance de résultats supérieure.

Aujourd'hui, le portefeuille est exposé à hauteur de 35 % sur les actions mondiales. Le poids des actions européennes représentant 15 % du fonds, nous conservons un biais positif sur ces titres car nous n'avons pas d'inquiétude sur la croissance.

Quelles sont les autres thématiques privilégiées ?

G. O. : Nous avons identifié trois autres thématiques fortes d'investissement. Il s'agit tout d'abord des marchés émergents qui représentent 16 % du portefeuille, 8 % en actions et 8 % en obligataire. Ces marchés avaient touché leur point bas au premier trimestre 2016. Il s'agit ici de tirer parti de la désinflation de ces pays qui devrait se prolonger. C'est le cas dans des pays comme l'Inde, le Brésil, le Mexique, l'Argentine... Nous mettons en œuvre cette thématique via des obligations émises en devises locales émergentes pour jouer la baisse des taux ; et via les actions domestiques (banques, construction, consommation, immobilier). Le Japon représente 8 % du fonds également, en actions. Outre le yen, nous misons sur l'amélioration de l'économie locale via des *Mid-Caps* à l'activité domestique peu sensible à la variation du yen.

S. C. : Le troisième thème est la technologie, avec un panier des plus grandes entreprises de cet univers. Certes, ce secteur fait débat quant à son niveau de valorisation, mais pour capter la croissance mondiale il apparaît impossible de s'en écarter. Néanmoins, nous avons réduit son poids dans le portefeuille à 3 % en étant plus sélectifs. Nous estimons que, dans certains cas, les valorisations tendues augmentent les risques de correction ou que certaines valeurs sont arrivées en pic de cycle, notamment dans les semi-conducteurs.



Sophie Chauvellier,
cogérant du fonds
Dorval Global Convictions.



Gustavo Horenstein,
cogérant du fonds
Dorval Global Convictions.

BOURSE / Croissance

Un sentiment que partage Frédéric Rollin : « Les facteurs de risque sont, selon nous, le niveau de valorisation des marchés US qui est au plus haut selon plusieurs indicateurs (ratio dit de Warren Buffet, PE de Shiller, indicateur de complaisance PE/Vix), et le resserrement de la politique monétaire américaine. Nous estimons en effet que l'inflation va progressivement reprendre aux Etats-Unis. Cela explique pourquoi nous n'avons pas porté notre exposition aux actifs risqués à son maximum ».

Toujours du potentiel

Pourtant, les actions apparaissent toujours comme une classe d'actifs à privilégier vis-à-vis des obligations.

« En relatif, les actions européennes délivrent un dividende – en hausse grâce à la croissance bénéficiaire – de plus de 3%, tandis que les obligations ont un rendement inférieur à 1%, rappelle Frédéric Rollin, qui préconise le marché européen. Les actions européennes sont également meilleur marché que les actions US. Nous constatons également que, malgré le rallye récent sur les actions, les investisseurs ne sont pas excessivement optimistes. Le PE du marché euro, 16, est proche de son niveau moyen de ces dernières années, et la croissance bénéficiaire attendue par le consensus est toujours bonne, à plus de 9% en 2018. »

Chez Pictet AM, les valeurs domestiques (banques, détaillants, construction...) sont favorisées afin de profiter de la reprise économique locale. « Les banques devraient profiter de la repositionnement de la courbe des taux et aussi de moindres défauts de la part de leurs emprunteurs », précise Frédéric Rollin. La société de gestion apprécie également le secteur de la pharmacie, « dont la croissance des profits reste solide et qui continue de profiter des thèmes séculaires que sont l'innovation et le vieillissement de la population mondiale ».

Toujours selon Pictet, certaines Small Caps qui, malgré leurs bonnes performances récentes, restent à un niveau attractif. « Nous apprécions également

le caractère plus domestique de leurs activités ».

Chez Cogefi, la prise de risque a été réduite. L'exposition actions est revenue à un niveau « neutre », à environ 40%, contre aux alentours de 50% durant l'année 2017.

Néanmoins, l'Europe reste la zone la plus attractive selon Anne d'Anselme : « Les niveaux de valorisation sont moins élevés qu'aux US avec une moyenne de 20% de décote mais, encore une fois, ces niveaux assez élevés ne sont pas très confortables, d'autant plus que la classe d'actif obligataire est elle aussi très chère ».

Pourtant, les actions européennes demeurent toujours une classe d'actifs que les gérants aiment à privilégier.

La gérante est exposée à des sociétés bénéficiant de la croissance de l'économie mondiale. « Certes la croissance s'accélère en Europe, mais les taux de croissance sont supérieurs dans les autres zones géographiques ». Elle privilégie les thématiques du luxe (qui bénéficie de l'excellente forme des marchés émergents) ; la technologie (semi-conducteurs, services informatiques, intelligence artificielle...), les banques et la construction.

De son côté, Eric Tibi se montre beaucoup plus prudent : « Le meilleur environnement économique ne s'est pas traduit par des révisions en hausse des résultats. Force est de constater que nous avons observé de nombreux "profits warnings" ces dernières semaines, qui se sont accompagnées de réactions boursières très violentes (par exemple Burberry's, Europcar, le fabricant d'armement italien Leonardo, ou Altice). Ceci incite certainement le marché à une certaine prudence. En termes de valorisation, les marchés européens accusent une décote signi-

ficative par rapport au marché américain avec un P/E de 15x pour les premiers, contre 18x pour ce dernier. Le P/E de Shiller, qui permet d'analyser les résultats sur plus longue période, montre aussi une décote de 30%, contre une moyenne historique de 12%. Ceci dit, l'indice Stoxx 600 dividendes réinvestis traite à 30% au-dessus du pic de 2007, et les niveaux de valorisation ne sont pas très attractifs en absolu. Dans ce contexte, il faudrait observer une poursuite de la rentabilité des sociétés européennes pour rendre les marchés attractifs. Les résultats récents des entreprises ne militent pas dans ce sens ».

DNCA privilégie la zone euro, avec un biais value. « Traditionnellement, nous privilégions les actifs moins bien valorisés, ce qui porte notre choix vers l'Europe, la zone euro et en particulier l'Europe du Sud – Italie et Espagne, et en France.

Nous privilégions les activités domestiques qui ne subissent pas, notamment, la hausse de l'euro ou du prix des matières premières, laquelle est difficile à répercuter dans les prix. Nous apprécions la thématique des semi-conducteurs actuellement en sous-capacité de production, les banques dans une perspective de hausse des taux, les télécoms ou encore les constructeurs automobiles. Les Large Caps les plus domestiques sont, selon nous, à privilégier car en retard de valorisation si on les compare aux Small et Mid-Caps dans leur globalité. Cet écart devrait se réduire d'autant plus qu'elles apportent davantage de liquidité ».

Néanmoins, le gérant prévient, l'année 2018 ne devrait pas être de tout repos : « Certes la volatilité et le Vix, l'indice de la peur, sont au plus bas actuellement, mais 2018 devrait être une année plus volatile ».

■ Benoît Descamps
Achévé de rédiger le 20 novembre