INVESTISSEMENT CONSEILS
LE MAGAZINE DES CONSEILS EN INVESTISSEMENT

PAYS :France
PAGE(S) :26-31
SURFACE :460 %
PERIODICITE :Mensuel

DIFFUSION :(14000)

► 1 février 2019 - N°818

Actions européennes : après la tempête, les gérants attendent des éclaircies

Même s'ils écartent le scénario d'une récession, les gérants abordent 2019 avec des incertitudes toujours aussi vives. La tendance reste globalement favorable aux titres de qualité et aux valeurs de croissance, même si certains ont – voire comptent – bien profiter des opportunités de marché sur des valeurs cycliques et dévalorisées.

L'année 2018 fut très compliquée pour les marchés et les gérants de portefeuille, surtout le dernier trimestre et le mois de décembre en particulier. Le conflit commercial entre la Chine et les Etats-Unis, l'épisode du budget italien, le ralentissement de la croissance en Chine, les mouvements des taux aux Etats-Unis, la dégradation des indicateurs avancés de la croissance ou encore l'approche du Brexit sont autant de facteurs ayant pesé sur la visibilité et la confiance des investisseurs sur les marchés actions européens. *« 2018 a finalement surpris beaucoup d'intervenants de manière négative ; tout comme 2017, mais cette fois-ci de manière positive grâce à une synchronisation inattendue de la croissance à l'échelle mondiale,* rappelle Michel Saugné, directeur associé de la gestion de Tocqueville Finance. *La fin d'année s'est terminée quasiment dans la panique, avec des réactions virulentes à chaque nouvelle…Alors qu'il s'agit traditionnellement du mois de l'espoir sur les marchés, décembre a été celui de la pire correction jamais enregistrée depuis 1931 avec une baisse de -5,5 % sur l'Eurostoxx 50, par exemple.»* En ce début d'année, les marchés se redressent quelque peu, sans que tous les doutes se dissipent. *« Alors que les marchés ont progressé depuis dix ans, nous nous approchons de plus en plus de la fin du cycle »,* note, pour sa part, Eric Tibi. gérant coordinateur du fonds Sextant Europe chez Amiral Gestion.

Serions-nous entrés dans une phase de baisse prolongée des marchés ou le fléchissement de 2018 offre-t-il un bon point d'entrée pour les investisseurs ? Tous les acteurs restent suspendus à la macroéconomie et attendent des réponses aux interrogations qui se sont multipliées l'an passé.

Une année 2018 de sous-performance marquée

L'ensemble des Bourses mondiales a ainsi dévissé l'an passé (cf. tableau). Par exemple, en France, le CAC 40 s'est replié de 11 % et les CAC Small de 28,6 % en 2018. Pour autant, ces contre-performances ne sont pas homogènes. Certains secteurs ont souffert plus que d'autres, en particulier les banques et l'automobile, respectivement - 28,1 % et - 28 % pour leurs indices sectoriels basés sur l'Eurostoxx 600, tandis que les *utilities* ne reculaient que de - 2,1 %.

Côté style de gestion, les valeurs défensives européennes tiraient leur épingle du jeu avec une performance quasi-nulle sur l'année (-0,6 %). *« 2018 a été très difficile en valeur absolue, mais aussi en valeur relative,* constate Marco Bruzzo, directeur général délégué chez Mirabaud Asset Management. *Dans les indices, on peut s'apercevoir que quelques valeurs ont connu une belle performance. Au sein du CAC 40, six valeurs (Total, Sanofi, LVMH, L'Oreal, Airbus et Air liquide qui représentent 40 % de l'indice) ont connu une performance d'en moyenne + 6,5 %, alors que les trente-quatre autres valeurs ont chuté de 19,5 %. Pour un gérant de portefeuille, par nature diversifié, il a donc été très difficile de surperformer l'indice. La deuxième partie de l'année, à cause d'une plus faible lisibilité, a été celle d'une forte aversion au risque, avec une forte chute des valeurs cycliques et des* mid-caps, *le tout avec des volumes étroits.»*

Tous droits de reproduction réservés

INVESTISSEMENT CONSEILS
PAYS :France
PAGE(S) :26-31
SURFACE :460 %
PERIODICITE :Mensuel
DIFFUSION :(14000)
► 1 février 2019 - N°818

Un rebond en ce début d'année

Sur les premières semaines de janvier, les indices de l'ensemble des places européennes repartaient à la hausse. Par exemple, au 21 janvier, le CAC 40 reprenait +2,9 % et l'Eurostoxx 600 +5,5 % ; tandis que les petites valeurs surperformaient (+8,2 % pour le MSCI EU Small), elles qui avaient été « massacrées » durant 2018.

Pour autant, il ne s'agit pas d'un retournement de tendance ferme, selon les acteurs du marché. *« Les quelques paramètres déstabilisants sont toujours présents, même si certains se sont un peu dissipés,* estime Christophe Blanchot, directeur général de Fox Gestion d'Actifs (auparavant Financière de l'Oxer). *Depuis début 2019, les marchés ont rebondi après la gueule de bois de fin 2018. Le passage à une nouvelle année est, en Bourse, une période propice à la prise de risque chez certains investisseurs, notamment sur les titres qui se sont fait attaquer l'année précédente. On observe ainsi que certaines petites et moyennes valeurs qui ont souffert l'an passé, car moins liquides, ou des valeurs* value *ont déjà progressé de 30 à 40 % depuis le début de l'année. »*

Michel Saugné, directeur associé de la gestion de Tocqueville Finance.

Eric Tibi, gérant coordinateur du fonds Sextant Europe chez Amiral Gestion.

Ralentissement de la croissance mondiale

Pour les gérants, la chute généralisée des marchés est à mettre au crédit d'une croissance mondiale au ralenti. *« En Europe, la croissance du PIB a été de 0,3 % au quatrième trimestre, avec notamment la faiblesse de l'Allemagne et de la France, soit le plus faible trimestre depuis quatre ans »,* rappelle Marco Bruzzo.

Les gérants jugent le repli violent des dernières semaines de 2018 comme excessif puisqu'il s'apparente, pour eux, à une situation de récession. *« Au regard des données macroéconomiques et des discours des managements des sociétés, on peut considérer que la baisse assez forte enregistrée sur l'ensemble des classes d'actifs est exagérée. Elle revient à considérer que l'économie mondiale va entrer en récession, or aucun choc majeur n'est intervenu aujourd'hui. La croissance mondiale a été relativement solide en 2018 et celle attendu cette année, environ 3 %, est une base suffisante pour adopter une position de prudence positive »,* observe Christophe Blanchot.

Eric Turjeman, directeur des gestions actions et convertibles chez Ofi AM, partage le sentiment de ce pessimisme exagéré des investisseurs : *« Une baisse de 20 % sur le MSCI World, cela ne s'est produit que six fois sur les vingt-cinq dernières années ! par deux fois, en 2001 et 2008, la baisse a atteint - 50 % avec de vraies récessions à la clé ; et pour les quatre autres baisses, les marchés ont rapidement rebondi. Les investisseurs se sont inquiétés d'une récession mondiale. Ce n'est pas ce que nous observons chez Ofi à la lecture des indicateurs macro et microéconomiques qui font état d'un ralentissement de l'économie, mais pas d'une récession. »*

Chez Eleva Capital, ce ralentissement économique avait été pris en compte : *« Depuis début 2018, nous évoluons dans un contexte négatif et nous ne voyons pas de rebond sur l'activité économique de la zone euro,* juge Eric Bendahan, le CIO. *En effet, les indicateurs avancés que nous observons (PMI, indices de confiances des sociétés et des consommateurs), s'ils ne sont pas désastreux, sont mal orientés, notamment dans le monde industriel. La moindre lisibilité sur l'économie chinoise depuis dix-huit mois et les difficultés à exporter pour les entreprises européennes pèsent, tout comme le chômage élevé a incité les épargnants européens à davantage épargner plutôt qu'à consommer. »*

Des perturbations politiques multiples

Les éléments accentuant le ralentissement de la croissance mondiale demeurent, notamment sur le plan politique avec l'accroissement des votes de réaction (Brexit, élection de Trump…) et des mouvements sociaux, tels que les gilets jaunes en France. *« Le contexte politique reste assez dégradé,* précise Eric Tibi. *Trump est un danger pour les équilibres mondiaux, et les résultats des élections qui renforcent les populistes à travers le monde ne sont pas un bon ciment pour les marchés. Nous nous attendons à ce que le partage de création de richesse entre travail et capital soit à l'avenir plus favorable au travail. »* →

Performances des styles des actions européennes

	Cours	YtD	2018	2017	2016
Growth	189,49	5,2 %	-9,5 %	12,3 %	-2,2 %
Value	210,52	5,7 %	-11,6 %	8,3 %	7,4 %
Defensives	2317,23	3,7 %	-0,9 %	5,1 %	-2,5 %
Cyclicals	1684,48	7,4 %	-16,6 %	14,4 %	6,3 %
Dividends	1458,98	5,6 %	-5,2 %	4,5 %	3,9 %
Minimum Vol	2882,08	4,0 %	-4,1 %	8,9 %	-2,6 %

Source : Tableau de bord d'Amilton AM, données au 21 janvier 2019

Tous droits de reproduction réservés

INVESTISSEMENT CONSEILS
PAYS :France
PAGE(S) :26-31
SURFACE :460 %
PERIODICITE :Mensuel
DIFFUSION :(14000)
► 1 février 2019 - N°818

La guerre commerciale Chine/Etats-Unis dure...

Le conflit commercial entre les deux nations continue de freiner l'appétit pour le risque, même si de timides avancées sont intervenues. *« Depuis le G20, la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine marque une pause, après une escalade virulente,* note Christophe Blanchot. *Je reste convaincu, tout en restant prudent, qu'un terrain d'entente sera trouvé. Le président Trump s'est rendu compte que sa démarche commençait à se retourner contre les sociétés et les consommateurs américains qui subissent, d'ores et déjà, des hausses de prix plus rapidement que prévu. Or son ambition est de se faire réélire...»*

Chez Tocqueville, on se montre tout aussi optimiste... et prudent: *« Quelques signes montrent que la dynamique économique s'essouffle aux Etats-Unis. Le président Trump a tout intérêt à trouver un accord,* affirme Michel Saugné. *Cela serait un bon signe pour l'Europe, très exportatrice, qui, dans ce conflit, se montre malheureusement désunie.»*

Pour autant, rien n'est encore réglé et les investisseurs restent attentifs aux tweets du président américain.

Quelle issue pour le Brexit?

En Europe, le Brexit reste un gros point d'interrogation pour les acteurs du marché. *« Personne n'en connaît l'issue. Attention, comme lors du vote du Brexit, que cela ne débouche pas sur une surprise majeure que pourrait être un non-accord »*, prévient Michel Saugné.

En Europe, un contexte politique toujours instable

Si les élections européennes arrivent à grands pas, elles ne semblent (pour l'heure?) pas être de nature à perturber les gérants habitués à l'incertitude politique chronique de l'UE. Certains observent même un renforcement du poids de l'Europe. *« Les élections européennes ne devraient pas perturber les marchés. Les fluctuations qui suivent sont généralement rapidement corrigées,* rassure Christophe Blanchot. *En revanche, on peut constater, au travers des exemples grecs et italiens, que si ces votes démontrent la phobie des peuples vis-à-vis de l'Europe, cela ne se traduit pas forcément par une volonté de sortir de la zone euro. La hausse des votes populistes est inéluctable, tant que les écarts au sein des populations ne se réduisent pas ; mais la fermeté de Bruxelles prouve que la zone a franchi un cap. Au final, nous sommes convaincus que la zone euro est là pour durer.»*

Eric Turjeman abonde dans ce sens: *« Le facteur politique sera toujours une source d'inquiétude pour la zone euro. Les gouvernements populistes, même s'ils sont europhobes, ne souhaitent pas réellement quitter la zone euro. Pour les élections européennes, nous nous attendons à des votes sanction, sans pour autant que les populistes prennent la majorité ».*

Néanmoins, pour les investisseurs internationaux, ce climat n'incite pas à investir en euro: *« Le contexte politique européen reste délicat et il freine l'appétit des investisseurs internationaux »*, rappelle Eric Bendahan.

Marco Bruzzo, directeur général délégué chez Mirabaud AM.

Christophe Blanchot, directeur général de Fox Gestion d'Actifs.

Vers un ralentissement de la hausse des taux outre-Atlantique

Le marché des taux influe également sur la prise de risque actions. Si les taux d'intérêt sont globalement orientés à la hausse, la Fed devrait marquer une hausse dans sa politique de normalisation, tandis qu'en Europe, les taux devraient rester à des niveaux encore bas.

L'an passé, l'évolution des taux US a grandement influé sur les marchés actions, comme le rappelle Christophe Blanchot: *« La politique des banques centrales reste aussi un sujet pour les marchés. Si elles avaient bien expliqué leur démarche, les réactions des marchés ont été violentes. L'agitation a gagné les marchés lorsque les taux US ont dépassé les 3,20 % début octobre, puis début décembre quand la courbe des taux s'est aplatie. Cette hausse des taux a également redirigé les flux des investisseurs. Ces derniers ont quitté les actifs risqués – nous avons dépassé les quarante semaines de rachats sur les fonds actions européens – à un moment où la prime de risque sur les marchés actions était basse. Et cela a accéléré la baisse des marchés. Aujourd'hui, la Fed semble attentive ; elle s'interroge sur la poursuite de son programme de hausse des taux et devrait adopter une attitude pragmatique ».*

Chez Ofi, on partage cet avis: *« Le ralentissement économique s'accompagne d'une plus forte volatilité et de la fin des politiques accommodantes des banques centrales. Or ces dernières restent terrorisées par 2008 et ne devraient pas augmenter leurs taux de manière rapide et/ou massive. Néanmoins, la baisse des taux est derrière nous et, en Europe, ils devraient encore rester à un faible niveau encore longtemps ».*

Quelles orientations donner à son portefeuille?

La baisse des marchés a donné plus de souplesse aux valorisations des titres, en particulier les valeurs cycliques et *value*. Pour autant, les gérants restent globalement très prudents, même si embarquer plus de risque dans leurs portefeuilles leur brûle les doigts.

Tous droits de reproduction réservés

INVESTISSEMENT CONSEILS
PAYS :France
PAGE(S) :26-31
SURFACE :460 %
PERIODICITE :Mensuel
DIFFUSION :(14000)
► 1 février 2019 - N°818

Les valeurs défensives favorisées chez Fox Gestion d'Actifs

Au sein de ses portefeuilles actions, Christophe Blanchot a fait progresser, depuis plusieurs mois, son niveau de cash vers les 8-10 % ; tout comme au sein de ses fonds diversifiés (jusqu'à 12 %) car toutes les classes d'actifs ont souffert l'an passé. Sur la partie investie en actions, la société reste orientée de manière prudente. *« Sur nos fonds, nos positions dominantes restent sur des grandes capitalisations défensives, c'est-à-dire distribuant un bon dividende pérenne, ayant des* free cash-flows *solides et une dette maîtrisée. Sur le plan sectoriel, nous surpondérons les valeurs de la pharmacie et des biens de consommation, et les valeurs à dimension internationale, notamment liées au marché américain qui continue à tourner à plein régime ».*

L'équipe de gestion de Fox reste suspendue à la résolution des grands thèmes ayant agité 2018 pour se positionner de manière plus agressive. *« Nous pourrions prendre davantage de risque si le dénouement du Brexit était plus lisible, et lorsque nous serons certains que la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis sera derrière nous. Il est donc prudent d'attendre, d'autant plus que les prochaines publications des entreprises risquent de ne pas être très favorables. Nous estimons que les prévisions des analystes reposent sur une croissance des bénéfices de 9 % sur l'EuroStoxx qui, pour nous, devrait être revue à la baisse. En revanche, certains secteurs qui ont connu une année difficile devraient, grâce à l'effet de base, proposer de beaux chiffres lors des publications des trimestres prochains, notamment l'automobile et les équipementiers ».*

Eric Turjeman, directeur des gestions actions et convertibles chez Ofi AM.

Eric Bendahan, CIO d'Eleva Capital.

Légères prises de risque chez Ofi AM

« Selon nous, confie Eric Turjeman, *ce ralentissement est conjoncturel et déjà bien intégré dans les cours, notamment sur les marchés européens. Les managements des entreprises restent confiants dans leurs perspectives, même s'ils commencent à s'inquiéter de l'environnement économique. C'est pourquoi nous nous attendons à peu de déceptions sur les résultats prochainement publiés. »*

Dans ses allocations, la société s'affichait neutre en mai dernier, lorsque le CAC 40 était à 5 600 points. En revanche, fin 2018, alors que le CAC était inférieur à 4 750, elle redevenait positive. *« Le marché anticipe une situation de récession que nous n'observons pas. Les valeurs cycliques ont été massacrées, trop selon nous. Le secteur automobile en est le plus bel exemple. Or si les ventes de véhicules ont fléchi de 2 millions d'unités, nous restons à 100 millions de véhicules vendus dans le monde, un chiffre qui reste très élevé ! Aujourd'hui, les indices sont déformés et font la part belle aux valeurs défensives, comme Dassault ou Hermès, par exemple, qui ont rejoint le CAC 40 au détriment de valeurs cycliques. Dans ce contexte, au sein des fonds investis sur la zone euro, nous surpondérons actuellement les valeurs industrielles, de l'automobile et les bancaires d'environ 6 à 7 % pour un fonds à dominante plus cyclique, comme Ofi Euro Large Cap. Nous estimons que les valeurs défensives, qu'il fallait détenir en 2018, sont aujourd'hui à leur prix et il est désormais trop tard pour les surpondérer dans les portefeuilles ».* →

Performances sectoriels de l'indice DJ Stoxx 600

	Cours	YtD	2018	2017	2016
Financial Services	456,32	8,9 %	-13,7 %	17,1 %	-7,4 %
Automobiles	480,77	8,8 %	-28,1 %	13,3 %	-3,9 %
Retail	292,51	7,9 %	-11,1 %	-3,0 %	-6,7 %
Industrial G & S	489,62	7,5 %	-14,6 %	14,7 %	8,5 %
Banks	142,11	7,3 %	-28,0 %	8,1 %	-6,8 %
Basic Resources	424,40	7,2 %	-16,4 %	19,3 %	61,9 %
Insurance	277,57	7,0 %	-10,1 %	6,9 %	-5,6 %
Real Estate	168,09	7,0 %	-13,1 %	7,2 %	-8,0 %
Construction	396,83	6,3 %	-18,8 %	8,2 %	9,2 %
Oil & Gas	319,74	6,2 %	-4,6 %	-2,2 %	22,9 %
Technology	413,85	5,4 %	-10,6 %	19,3 %	3,4 %
Chemicals	840,96	5,0 %	-15,6 %	10,7 %	3,9 %
Media	275,56	4,6 %	-4,2 %	-2,5 %	-7,6 %
Travel & Leisure	233,58	4,4 %	-16,2 %	13,2 %	-11,1 %
Food & Beverage	639,10	4,2 %	-8,9 %	10,4 %	-5,4 %
Utilities	297,35	4,0 %	-2,1 %	5,5 %	-8,9 %
Health Care	734,28	3,6 %	-2,7 %	2,0 %	-10,2 %
P&H Goods	734,23	3,4 %	-15,7 %	9,3 %	2,0 %
Telecom.	244,59	-0,1 %	-13,0 %	-3,6 %	-15,8 %

Source : Tableau de bord d'Amilton AM, données au 21 janvier 2019

Tous droits de reproduction réservés

INVESTISSEMENT CONSEILS
PAYS :France
PAGE(S) :26-31
SURFACE :460 %
PERIODICITE :Mensuel
DIFFUSION :(14000)
► 1 février 2019 - N°818

Eleva Capital dans les starting-blocks

Chez Eleva Capital, qui développe une gestion de pur *stock-picking*, l'équipe de gestion définit en premier une toile de l'environnement macroéconomique pour aiguiller la structuration des portefeuilles. Or le scénario n'est aujourd'hui pas positif pour Eric Bendahan : *« A ce stade, il n'y a pas de raison d'être plus confiant, même si une inflexion peut intervenir rapidement, d'ici la fin du premier trimestre. Alors le marché pourrait se redresser sensiblement, tant il a désormais tendance à amplifier les mouvements macroéconomiques. Pour être plus optimiste, nous attendons des signaux d'outre-Atlantique, comme la baisse du prix du pétrole, plus de sérénité sur le conflit commercial entre la Chine et les US, ou encore une pause de la Fed dans son programme de hausse des taux »*.

Le dirigeant d'Eleva Capital juge les niveaux de valorisation actuels bas, voire très bas : 12,5 x le PE en Europe, contre une moyenne historique à 14,5. *« Nous avons assisté à une dichotomie entre des résultats d'entreprise positifs et des marchés à la baisse, ce qui fait chuter les multiples de valorisation de 20 % l'an passé, ce qui reflète la détérioration macroéconomique. A ce niveau, on peut considérer que nous disposons d'une marge en cas de prochaines publications décevantes. Néanmoins, il existe un potentiel de déception sur certaines valeurs, notamment celles liées à la Chine et les industrielles »*. Outre cette sous-valorisation, Eric Bendahan indique que le niveau des dividendes, environ 4 % en Europe, reste un facteur de soutien pour la classe d'actifs.

Les fonds Eleva European Selection et Eleva Euroland Selection avaient basculé dès le T1 2018 vers des sociétés défensives – immobilier, santé… – après avoir tenu des positions cycliques sur la période 2016-2017. Les gérants conservent ce positionnement, même si les valorisations se sont détendues. *« Nous privilégions les valeurs résilientes dans toutes les conditions de marché, visibles, internationales et aux* cash-flows *solides. Nous nous préparons à devenir plus agressifs dès lors que le point d'inflexion macro sera intervenu. Nous nous orienterions alors vers des titres* value, *cycliques ou des secteurs qui ont déjà bien souffert, comme les matériaux de base ou l'automobile »*.

Sur le *long-short* Eleva Absolute Return Europe, les gérants ont augmenté la prime de risque, avec une exposition nette de 26 % environ, contre 13-14 % en 2018. *« Nous misons sur un rebond technique et sur la détente des valorisations »*, précise Eric Bendahan.

Performances des indices actions internationaux

	Cours	YtD	2018	2017	2016
DJ Stoxx600	356,36	5,5 %	-13,2 %	7,7 %	-1,2 %
Eurostoxx50	3125,07	4,1 %	-14,3 %	6,5 %	0,7 %
MSCI EU Small	383,22	8,2 %	-15,9 %	19,0 %	0,9 %
CAC40	4867,78	2,9 %	-11,0 %	9,3 %	4,9 %
CAC Mid & Small	12035,83	6,2 %	-21,6 %	22,0 %	7,2 %
CAC Small	10630,92	8,3 %	-26,8 %	21,1 %	9,9 %
DAX30	11136,20	5,5 %	-18,3 %	12,5 %	6,9 %
FTSE100	6970,59	3,6 %	-12,5 %	7,6 %	14,4 %
S&P500	2670,71	6,5 %	-6,2 %	19,4 %	9,5 %
Dow Jones Ind	24706,35	5,9 %	-5,6 %	25,1 %	13,4 %
Nasdaq	7157,23	7,9 %	-3,9 %	28,2 %	7,5 %
MSCI World	2000,77	6,2 %	-10,4 %	20,1 %	5,3 %
MSCI EM	1018,45	5,5 %	-16,6 %	34,3 %	8,6 %
Nikkei 225 (Japon)	20719,33	3,5 %	-12,1 %	0,4 %	

Source : Tableau de bord d'Amilton AM, données au 21 janvier 2019

Des opportunités à saisir pour Tocqueville

« Pour 2019, nous sommes dans l'inconnu. Les marchés ont pris en compte un ralentissement macroéconomique marqué par la dégradation des indicateurs économiques depuis l'été en Chine et en Europe. Reste à savoir quelle sera l'ampleur de cette dégradation ? Si elle sera longue ? Et s'il s'agit d'une récession ou d'une respiration comme en 2015-2016 ?, s'interroge Michel Saugné. *Aujourd'hui, les niveaux de valorisation sont plus attractifs, mais nous restons méfiants vis-à-vis des prochaines publications de résultats pour le T4 2018. Nous nous attendons à des déconvenues ou à des avertissements de la part des sociétés. Néanmoins, ces mauvaises annonces sont, peut-être, d'ores et déjà dans les cours. Récemment, on a pu s'apercevoir que des avertissements de sociétés étaient tout d'abord sanctionnés par les marchés, puis les valeurs finissaient dans le vert, comme cela a été le cas pour Citi Group et JPMorgan aux Etats-Unis. Le marché se dit sans doute qu'il est peut-être allé un peu trop loin. »*

En juin-juillet 2018, Tocqueville avait renforcé le poids des valeurs défensives dans ses portefeuilles, notamment celles du secteur de la santé et les télécoms pour leur visibilité. Aujourd'hui, les gérants reprennent une dose de risque de manière graduelle, et les portefeuilles sont désormais équilibrés entre valeurs cycliques et défensives. *« Nous nous posons la question de l'opportunité de revenir sur le style* value *: depuis dix ans, nous*

Tous droits de reproduction réservés

INVESTISSEMENT CONSEILS
PAYS :France
PAGE(S) :26-31
SURFACE :460 %
PERIODICITE :Mensuel
DIFFUSION :(14000)
► 1 février 2019 - N°818

observons une sous-performance des valeurs value *par rapport aux valeurs de croissance. Le point d'entrée est intéressant sur certaines valeurs, notamment les bancaires valorisés 0,6 fois leurs fonds propres en moyenne et qui pourraient profiter de la hausse des taux qui finira bien par arriver, et les valeurs de l'automobile qui se paient moins de cinq fois leurs résultats en moyenne et certaines seulement deux fois. Ces niveaux de valorisation sont ceux d'un scénario extrêmement dégradé».*

La société garde un œil sur l'évolution des marchés des petites et moyennes valeurs : *« Si les flux se stabilisaient, nous pourrions nous repositionner sur les titres qui ont bu la tasse l'an passé».* Et, de manière plus risquée, les gérants suivent quelques titres britanniques. *« Les valorisations sont très dégradées, alors que ce sont des sociétés de qualité. Nous nous tenons prêts à investir en cas de nouveau coup de boutoir lié aux développements autour du Brexit».*

Prudence chez Mirabaud AM

« Les bonnes nouvelles se font attendre et les indicateurs avancés sont toujours orientés à la baisse. Les résultats des entreprises devraient, selon nous, être révisés à la baisse jusqu'à 500 pb sur l'Eurostoxx 600 (9 % pour le consensus), notamment ceux des valeurs cycliques. Même si les valorisations se sont détendues (PE à 12 pour 2019), ces révisions à la baisse ne sont pas encore totalement dans les cours», estime Marco Bruzzo. Dans les portefeuilles, la société reste équilibrée, sans une trop grande exposition aux valeurs cycliques. *« Nous réduisons actuellement les valeurs* mid-caps *domestiques et augmentons les* large caps. *Pour nous, les sociétés d'assurance et les valeurs pétrolières restent attractives, car valorisées raisonnablement et toujours aptes à servir un bon dividende».*

Prime à la qualité chez Amiral Gestion

Chez Amiral Gestion, on privilégie les valeurs de qualité. Eric Tibi indique que *« Dans les portefeuilles, nous sommes prudents notamment vis-à-vis des sociétés endettées. Si le coût d'emprunt est aujourd'hui faible, le coût de refinancement ne pourra qu'augmenter car les taux sont orientés à la hausse. Nous faisons aussi attention aux sociétés en retournement : à 1,5-1,6 % de croissance, auront-elles assez d'oxygène ? Les cycliques sont également peu présentes dans nos portefeuilles, car les révisions en baisse de résultats ne sont peut-être pas terminées et que les déceptions engendrent des réactions souvent violentes».*

Amiral Gestion privilégie ainsi les sociétés aux actifs mesurables et stables, ou opérant dans des secteurs défensifs et ayant de bons *cash-flows*, comme Sanofi ou Whitbread.

Benoît Descamps
Achevé de rédiger le 21 janvier

« Le scénario macroéconomique n'est pas si sombre »

Nicolas Boutry, partner d'Olifan Group en charge des allocations d'actifs, dévoile sa vision des marchés en ce début d'année 2019.

Nicolas Boutry, partner d'Olifan Group.

Investissement Conseils : Quel regard portez-vous sur la baisse des marchés actions de 2018?

Nicolas Boutry : Cette baisse d'environ 15 % des marchés, et de près de -25 % pour les petites capitalisations européennes, s'explique par une remontée de l'aversion au risque chez les investisseurs. Les primes de risque ont été réévaluées car la croissance mondiale fait face à certaines incertitudes, notamment liées aux tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Nous validons ce ralentissement, mais il ne s'agit pour autant pas d'une récession puisque la croissance chinoise devrait se maintenir au-delà de 5 %, celle des Etats-Unis est toujours aussi vivace, tandis qu'en Europe, la croissance devrait converger vers son potentiel autour de 1,5 %. Au final, le scénario macroéconomique n'est pas si sombre. Néanmoins, les investisseurs se sont montrés pessimistes au T4 2018, et certains titres en ont fait les frais, parfois de manière excessive, ce qui offre un bon terrain de jeu pour les *stock-pickers*.

« L'excès de pessimisme a incité à la prudence pour déterminer les anticipations de résultats des entreprises. »

Quelles sont vos perspectives pour le début de l'année?

N. B. : Nous restons dans l'incertitude. Même si les rumeurs sont positives autour du conflit commercial entre la Chine et les Etats-Unis, rien n'est réglé. Il règne aussi un certain chaos autour du Brexit. Et la croissance mondiale se ralentit. Nous avons besoin de clarté pour être plus sereins. L'excès de pessimisme a incité à la prudence pour déterminer les anticipations de résultats des entreprises. Celles-ci pourraient s'améliorer au fur et à mesure que les doutes se dissiperont. Or, les valorisations des titres de la zone euro sont correctes, autour de quinze fois les résultats de 2019. Un autre élément positif est le radoucissement du ton de la Fed vis-à-vis de ses intentions de hausse des taux.

Pour un portefeuille équilibré, quel est votre niveau d'exposition au marché de la zone?

N. B. : Globalement, nos allocations se veulent toujours très diversifiées et nous n'avons pas revu à la baisse nos expositions, autour de 20 % pour les marchés actions de la zone euro pour un fonds équilibré. Nous restons très équilibrés et misons sur l'*alpha* des gérants via des fonds de sociétés, telles qu'Alken, Moneta, Varenne, La Financière Responsable ou encore Comgest.

Tous droits de reproduction réservés