

## Le cycle économique et boursier est-il sur le point de se retourner ?

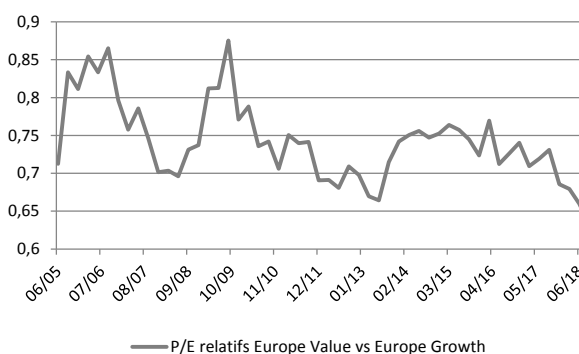
Au cours de l'été, la conjonction de nombreux facteurs d'inquiétude a perturbé les marchés actions européens. Un environnement économique qui ressemble à un haut de cycle aux États-Unis, le resserrement monétaire en cours, l'aplatissement de la courbe des taux US, les tensions commerciales, la crise turque et plus généralement les déséquilibres financiers de certains pays émergents, le tassement des indicateurs avancés de type PMI en zone euro, la crainte d'un dérapage des finances publiques italiennes ainsi que l'échec des négociations sur le Brexit sont autant d'éléments qui font craindre un risque de retournement brutal du cycle économique et boursier mondial. Ces inquiétudes ont déclenché une remontée de l'aversion pour le risque et un repli généralisé des investisseurs vers les titres dits défensifs et de « qualité » en faisant abstraction de leur valorisation. Ce mouvement s'est traduit par une sous-performance du style de gestion « Value » typique des périodes de stress sur les marchés. Elle est injustifiée à bien des égards.

Aux États-Unis, le marché boursier présente certaines caractéristiques d'un haut de cycle : les indices boursiers sont au plus haut tout comme les marges des entreprises américaines et leurs bénéfices qui sont 65% au-dessus du dernier pic de 2008 dans un environnement économique de plein emploi. C'est le plus long marché haussier de l'histoire. Néanmoins, le haut de cycle ne signifie pas la fin du cycle. Si l'on se fie à l'analyse factuelle des données économiques, l'activité ne présente aucun signe de faiblesse ni de surchauffe avec un indicateur avancé PMI Manufacturier à 54,5 et une inflation sous-jacente à 2,4%. D'autre part, le resserrement monétaire en cours et l'aplatissement de la courbe des taux ne constituent pas des signes avant-coureurs d'un retournement du cycle économique. Historiquement, au cours des 60 dernières années, l'économie américaine n'a jamais enregistré de récession lorsque le taux court réel est négatif comme c'est le cas actuellement (-0,40%). La politique monétaire américaine qui reste accommodante ne fait qu'accompagner la réalité économique, c'est plutôt bon signe. De même, la configuration actuelle de la courbe des taux, sa platitude, n'a pas été synonyme de baisse des marchés actions dans le passé, c'est un phénomène récurrent lors des phases de remontée des taux directeurs de la Banque centrale. L'Europe est très loin d'une situation de haut de cycle. Elle affiche même un retard important dans le cycle économique mondial après avoir subi deux récessions successives en 2009 et en 2012 : les marges des entreprises s'améliorent graduellement mais elles n'ont toujours pas rejoint leur point haut enregistré il y a plus de 10 ans. Les bénéfices des entreprises européennes se situent toujours 18% sous le précédent pic de 2008. Les entreprises européennes sont actuellement au début de la phase de reprise de l'activité et elles affichent une excellente santé : les restructurations massives menées au cours de la dernière décennie ont permis un abaissement drastique de leurs coûts fixes et leur endettement a été réduit à un niveau parmi les plus bas des 20 dernières années. Les résultats des entreprises européennes publiés au titre du second trimestre 2018 confirment cette perspective avec une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 6% et une hausse des bénéfices de 11% en accélération par rapport au premier trimestre. On peut citer les résultats du groupe italien **CNH Industrial** qui a enregistré une hausse de 12,8% de son chiffre d'affaires à taux de change constant et une hausse

de sa marge opérationnelle de 140 points de base qui se sont traduits par une hausse de 56% du bénéfice par action. Dans ce contexte, le tassement de l'indicateur PMI Manufacturier de la zone euro correspond davantage à un effet de base avec un niveau de 54,9 en baisse par rapport au niveau exceptionnellement élevé de 60,6 enregistré en décembre dernier mais qui indique une poursuite de la reprise économique à un rythme soutenu.

C'est avant tout la valorisation des entreprises européennes qui guide nos investissements. Dans ce domaine, nous constatons d'importantes sous-valorisations sur des pans entiers de la cote boursière dans de nombreux métiers comme les télécommunications (**Orange, Vodafone**), les médias (**Pearson, Publicis**), la distribution alimentaire (**Carrefour**), l'industrie (**ABB, CNH Industrial**), les banques (**Unicredit, Banco Santander**) ou l'énergie (**TechnipFMC, Royal Dutch Shell**). Nous constatons également que l'aversion pour le risque qui domine sur les marchés a accentué les écarts de valorisation entre les valeurs délaissées par les investisseurs et celles qui sont recherchées pour leurs qualités défensives supposées ou leur croissance. Cet écart de valorisation n'a jamais été aussi élevé depuis la bulle internet en 2000.

Valorisation MSCI Europe Value vs Growth



Source : Consensus Bloomberg – Données au 31/08/18

À titre d'exemple, la valorisation de la banque italienne Unicredit est retombée à un niveau de 0,6 fois ses fonds propres tangibles proche des plus bas atteints au plus fort de la crise de la zone euro en 2012 alors que la banque a réduit le montant de ses actifs non-performants au niveau de 2008 avant la crise et que ses fonds propres sont 50% plus élevés.

En définitive, toutes les menaces qui planent sur l'activité économique mondiale nous semblent largement prises en compte par les marchés qui exagèrent les risques. L'expérience des crises passées nous démontre que les anomalies de valorisation finissent toujours par se corriger. Elle nous a également appris que ces périodes créent des opportunités d'investissement et des points d'entrée exceptionnels. C'est pourquoi, malgré les incertitudes, nous ne modifions pas notre stratégie d'investissement : la sélection de titres décotés.

PERFORMANCES	2018	2017	2016	2015	2014	2013	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis l'origine	Volatilité Vol. indice VL
<b>ACTIONS EUROPE ET ZONE EURO</b>												
<b>METROPOLE SELECTION A</b>												
FR0007078811	-3,34%	8,03%	-0,53%	9,19%	-0,02%	28,44%	0,59%	1,47%	28,77%	62,67%	207,72%	10,38%
STOXX Europe Large 200 NR	-0,40%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	3,65%	11,13%	41,05%	65,68%	138,12%	10,56%
Ecart de performance	-2,94	-0,89	-2,41	1,49	-7,11	8,76	-3,06	-9,66	-12,28	-3,01	69,60	615,44
<b>METROPOLE EURO SRI A</b>												
FR0010632364	-3,51%	4,27%	2,93%	6,73%	1,24%	27,74%	-1,83%	1,80%	28,09%	50,50%	58,39%	10,99%
Euro STOXX Large NR	-0,18%	10,81%	3,97%	8,66%	4,30%	22,69%	3,19%	16,57%	49,06%	47,50%	48,91%	11,29%
Ecart de performance	-3,33	-6,54	-1,04	-1,93	-3,06	5,05	-5,02	-14,77	-20,97	3,00	9,48	316,78
<b>METROPOLE AVENIR EUROPE A</b>												
FR0007078829	-6,82%	13,26%	3,64%	9,49%	-1,70%	28,99%	-2,28%	5,71%	34,50%	112,86%	240,26%	10,60%
STOXX Europe Small 200 NR	2,50%	18,10%	0,52%	15,68%	4,93%	26,73%	9,33%	25,85%	68,16%	131,36%	366,09%	10,38%
Ecart de performance	-9,32	-4,84	3,12	-6,19	-6,63	2,26	-11,61	-20,14	-33,66	-18,50	-125,83	680,52
<b>METROPOLE FRONTIERE EUROPE A</b>												
FR0007085808	-2,70%	15,33%	0,89%	6,19%	-1,86%	18,97%	-1,32%	11,56%	30,88%	-4,87%	105,78%	8,31%
STOXX Europe Large 200 NR	-0,40%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	3,65%	11,13%	41,05%	65,68%	153,28%	10,56%
Ecart de performance	-2,30	6,41	-0,99	-1,51	-8,95	-0,71	-4,97	0,43	-10,17	-70,55	-47,50	411,57
<b>OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES</b>												
<b>METROPOLE CONVERTIBLES A</b>												
FR0007083332	-4,24%	-0,67%	1,98%	2,88%	0,71%	7,22%	-3,79%	-3,92%	4,45%	31,77%	63,22%	3,09%
ECl-EURO	0,87%	6,99%	-0,21%	6,08%	3,06%	9,81%	3,64%	10,87%	23,72%	50,34%	90,55%	4,01%
Ecart de performance	-5,11	-7,66	2,19	-3,20	-2,35	-2,59	-7,43	-14,79	-19,27	-18,57	-27,33	326,44
<b>METROPOLE CORPORATE BONDS A</b>												
FR0010695874	-3,06%	0,26%	0,51%	0,96%	3,78%	3,68%	-2,96%	-1,64%	4,48%	-	48,23%	2,54%
FTSE MTS 3-5 Y	-1,42%	0,14%	1,46%	1,39%	5,93%	2,32%	-1,53%	1,01%	9,46%	-	29,15%	2,15%
Ecart de performance	-1,64	0,12	-0,95	-0,43	-2,15	1,36	-1,43	-2,65	-4,98	-	19,08	296,46

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir.

\*Données au 31 août 2018

Le présent document a un caractère purement informatif et ne constitue ni 1) une invitation ou une incitation à investir dans les instruments financiers qui y sont décrits, ou une proposition de vente desdits instruments financiers, 2) ni un quelconque conseil en placement. Il convient de lire attentivement la dernière version du prospectus (disponible auprès de METROPOLE Gestion et sur notre site Internet : [www.metropolegestion.com](http://www.metropolegestion.com)) avant de décider d'investir dans les instruments financiers décrits dans le présent document. Les futurs investisseurs doivent prendre les dispositions nécessaires pour déterminer le montant qu'ils peuvent investir, en fonction des considérations légales, fiscales et comptables qui s'appliquent à leur situation particulière. La diffusion du présent document ou du prospectus pouvant être limitée par la loi dans certains territoires ou certains pays, les investisseurs sont tenus de s'informer des restrictions en question et de les respecter dans tout territoire ou pays concerné. Les opinions exprimées dans le présent document sont susceptibles d'être modifiées sans avis préalable. Les investisseurs doivent s'assurer qu'ils disposent de la dernière version disponible du présent document. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels ou à venir. Les données sur la performance ne prennent pas en compte les commissions facturées pour l'émission ou le rachat de parts ou d'actions. La valeur des investissements et le revenu qui en découle peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et il est possible que les investisseurs ne récupèrent pas le montant investi. METROPOLE Gestion est agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Pour toute information complémentaire, veuillez nous contacter à l'adresse suivante : [metropoleg@metropolegestion.fr](mailto:metropoleg@metropolegestion.fr). Ce document a été publié par la société de gestion de portefeuille : METROPOLE Gestion SA 9, rue des Filles Saint-Thomas, 75002 Paris, France – Tél. +33 (0) 1 58 71 17 00 – Fax : +33 (0) 1 58 71 17 93 - [www.metropolegestion.com](http://www.metropolegestion.com). METROPOLE Gestion SA a obtenu l'agrément de l'Autorité des marchés financiers, 17 place de la Bourse, 75082 Paris Cedex 2, France, sous la surveillance de laquelle elle est placée.