

## ***Des décotes de valorisation inédites en Europe***

2018 s'achemine vers une nouvelle année de surperformance du marché américain des actions par rapport au marché européen frappé par la morosité. Ce contraste semble, à première vue, justifié par l'écart entre les niveaux de croissance bénéficiaire qui s'élève à plus de 20% pour les entreprises américaines contre environ 9% pour les entreprises européennes. Néanmoins, près de la moitié de la croissance des bénéfices des sociétés américaines provient de la réforme fiscale américaine qui ne se reproduira pas, et par le rachat d'actions. D'autre part, l'engouement pour les valeurs technologiques dont les valorisations atteignent des sommets et qui représentent environ un quart du poids de l'indice MSCI USA et la moitié de l'indice MSCI USA Growth contribue également à l'écart de performance entre le marché américain et le marché européen où le poids de la technologie y est 5 fois moins important. En d'autres termes, si l'on considère les performances opérationnelles des entreprises européennes à leur juste valeur et le potentiel de remontée de leurs marges opérationnelles, en faisant abstraction des querelles politiques qui minent la confiance des investisseurs, la sous-performance du marché européen semble injustifiée.

Si l'Europe est objectivement très en retard dans le cycle économique mondial, faut-il alors s'inquiéter d'un ralentissement imminent de l'économie américaine qui serait suggéré par la platitude de la courbe des taux ? À ce stade, on ne constate aucun signe de ralentissement de l'activité américaine aussi bien au niveau des grands agrégats économiques comme les indicateurs avancés de type PMI ou au niveau des entreprises dont les carnets de commandes sont florissants. Au contraire, tout semble indiquer une remontée de l'inflation qui justifie la fin de la politique monétaire expansionniste de la Fed et une remontée des taux d'intérêts qui se situent à un niveau toujours très bas. C'est une situation qui présente des similitudes avec celle qui a prévalu à partir de 1994, lorsque la Fed avait remonté ses taux directeurs de 3% à 6% provoquant un aplatissement de la courbe des taux similaire à la configuration actuelle, ce qui n'a pas empêché le PIB américain de croître au cours des 6 années suivantes à un rythme annuel moyen de 4%.

Le mouvement de remontée des taux d'intérêt aura

surtout un impact déterminant sur la performance des styles de gestion. Au cours des 10 dernières années, la baisse continue des taux d'intérêt s'est traduite par une sous-performance inédite du style de gestion « Value ». La fin des politiques monétaires expansionnistes en cours aux États-Unis et à venir en Europe devrait ainsi marquer un point d'inflexion à un moment où les écarts de valorisation entre le style de gestion « Value » et le style de gestion « Growth » n'ont jamais été aussi importants depuis la bulle internet en 2000. À titre d'exemple, la valorisation du titre Wirecard dans le métier des moyens de paiement culmine à 32 fois l'EBITDA contre 9 fois pour son concurrent **Ingenico** alors que les fusions et acquisitions dans ce métier se concluent à 15 fois en moyenne. Autrement dit, un investisseur en Wirecard doit attendre 4 ans pour que la valorisation du titre revienne à un niveau normal et à condition que la société maintienne un taux de croissance de ses résultats de 35% tous les ans ! On peut également citer le cas d'Ocado, distributeur alimentaire sur internet dont le multiple Valeur d'Entreprise sur Chiffre d'Affaires de 3,5 fois est 10 fois supérieur à celui de **Carrefour** (0,35 fois) alors que la marge opérationnelle d'Ocado est négative et n'a jamais dépassé 2,3% au cours des 10 dernières années contre une marge historiquement basse de 2,5% pour Carrefour. L'écart des rythmes de croissance (+12,7% de croissance pour Ocado en 2017) ne saurait justifier un tel écart de valorisation. Il faut en effet attendre 18 ans pour que le titre Ocado revienne à un niveau de valorisation raisonnable c'est-à-dire 0,5 fois son chiffre d'affaires pour une marge qui ne dépassera pas 5% tout en faisant l'hypothèse que le groupe maintiendra une croissance constante de 12% par an pendant 18 ans.

En somme, le contexte actuel qui se distingue par un mouvement inéluctable de remontée des taux d'intérêts et des écarts de valorisation inédits entre les valeurs dites de croissance et les titres délaissés par les investisseurs marque très probablement la fin d'une longue période de sous-performance du marché des actions européen et du style de gestion « Value » en particulier. Le marché des actions européennes constitue surtout un gisement formidable d'opportunités d'investissements tant les décotes de valorisation sont nombreuses et trop souvent exagérées.

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	-2,43%	8,03%	-0,53%	9,19%	-0,02%	28,44%	-3,80%	7,99%	21,90%	79,27%	210,60%	10,54%
STOXX Europe Large 200 NR	0,32%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	0,47%	16,96%	35,86%	86,32%	139,83%	10,68%
Ecart de performance	-2,75	-0,89	-2,41	1,49	-7,11	8,76	-4,27	-8,97	-13,96	-7,05	70,77	621,20
<b>METROPOLE EURO SRI A</b>												
FR0010632364	-2,61%	4,27%	2,93%	6,73%	1,24%	27,74%	-5,78%	9,32%	21,21%	66,34%	59,87%	11,15%
Euro STOXX Large NR	-0,20%	10,81%	3,97%	8,66%	4,30%	22,69%	-1,52%	22,42%	40,23%	65,45%	48,88%	11,49%
Ecart de performance	-2,41	-6,54	-1,04	-1,93	-3,06	5,05	-4,26	-13,10	-19,02	0,89	10,99	319,73
<b>METROPOLE AVENIR EUROPE A</b>												
FR0007078829	-8,65%	13,26%	3,64%	9,49%	-1,70%	28,99%	-9,31%	10,66%	25,92%	135,48%	233,56%	10,65%
STOXX Europe Small 200 NR	1,08%	18,10%	0,52%	15,68%	4,93%	26,73%	3,35%	28,71%	58,02%	163,68%	359,63%	10,42%
Ecart de performance	-9,73	-4,84	3,12	-6,19	-6,63	2,26	-12,66	-18,05	-32,10	-28,20	-126,07	667,12
<b>METROPOLE FRONTIERE EUROPE A</b>												
FR0007085808	-3,91%	15,33%	0,89%	6,19%	-1,86%	18,97%	-3,28%	13,35%	24,55%	7,31%	103,24%	8,46%
STOXX Europe Large 200 NR	0,32%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	0,47%	16,96%	35,86%	86,32%	155,10%	10,68%
Ecart de performance	-4,23	6,41	-0,99	-1,51	-8,95	-0,71	-3,75	-3,61	-11,31	-79,01	-51,86	406,47
<b>OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES</b>												
<b>METROPOLE CONVERTIBLES A</b>												
FR0007083332	-3,46%	-0,67%	1,98%	2,88%	0,71%	7,22%	-4,48%	-1,56%	3,21%	35,60%	64,56%	3,19%
ECl-EURO	0,84%	6,99%	-0,21%	6,08%	3,06%	9,81%	2,35%	11,11%	19,29%	65,29%	90,48%	4,06%
Ecart de performance	-4,30	-7,66	2,19	-3,20	-2,35	-2,59	-6,83	-12,67	-16,08	-29,69	-25,92	329,12
<b>METROPOLE CORPORATE BONDS A</b>												
FR0010695874	-2,61%	0,26%	0,51%	0,96%	3,78%	3,68%	-2,46%	-1,20%	4,69%	-	48,91%	2,65%
FTSE MTS 3-5 Y	-1,50%	0,14%	1,46%	1,39%	5,93%	2,32%	-1,49%	0,56%	8,70%	-	29,04%	2,20%
Ecart de performance	-1,11	0,12	-0,95	-0,43	-2,15	1,36	-0,97	-1,76	-4,01	-	19,87	297,83

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

\*Données au 28 septembre 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.