

## **Faut-il se détourner des valeurs cycliques ?**

L'évolution des marchés actions est parfois déconcertante. Le rebond considérable des indices boursiers en janvier a effacé la chute d'une ampleur exceptionnelle enregistrée en décembre 2018 alors que les risques géopolitiques ne sont pas levés et que les signes de ralentissement économique s'accumulent en Europe. Face à un environnement économique devenu incertain qui fait craindre aux investisseurs un risque de récession en 2019, nous avons réévalué l'opportunité de détenir des valeurs cycliques en portefeuille en faisant fi des performances très pénalisantes en 2018.

Du strict point de vue de la valorisation des entreprises, bon nombre de valeurs cycliques intègrent d'ores et déjà un scénario de récession comparable à celui de 2012 et parfois 2009, c'est-à-dire une baisse du chiffre d'affaires ainsi qu'une contraction des marges et des multiples de valorisation. C'est le cas des valeurs du secteur automobile ou de la construction comme **BMW** et **Saint Gobain** ainsi que des banques **Banco Santander**, **BNP Paribas**, **Société Générale**, **Unicredit** et **Intesa Sanpaolo** que nous avons déjà citées et dont les ratios de valorisation se situent à leur plus bas niveau historique.

La valorisation considérée seule ne suffit pas. Il faut également minimiser le risque d'acheter trop tôt. À ce stade, investir en valeurs cycliques pourrait sembler prématuré si l'on se réfère aux estimations de croissance des bénéfices qui commencent tout juste à être révisées en baisse par la communauté des analystes financiers. On constate ainsi que la prévision de croissance des bénéfices de l'année 2019 pour l'indice MSCI Europe qui était estimée à +8,8% il y a un an se situe encore à +7,6% actuellement. Pour Saint Gobain, en particulier, le consensus anticipe toujours une croissance de 7% des bénéfices en 2019 qui paraît irréaliste si l'Europe rentre en récession.

L'expérience des cycles passés nous enseigne néanmoins qu'attendre le point bas des estimations de

bénéfices, si on le connaissait avec certitude, ne serait pas le meilleur moment pour acheter les valeurs les plus cycliques. À titre d'exemple, le spécialiste suédois des roulements à bille **SKF** dont l'activité est hautement cyclique avec une très faible visibilité, a enregistré une baisse de 60% de ses résultats entre 2011 et 2013. Le cours a pourtant enregistré son point bas en septembre 2011 lorsque les estimations de bénéfices n'avaient été révisées en baisse que de 5% seulement. C'est également le cas des sociétés de travail temporaire comme **Randstad**, **Adecco** et **Hays** que nous avons aussi récemment introduit dans nos portefeuilles. En 2008, les bénéfices estimés de Randstad pour l'année 2009 ont été révisés en baisse de 46%. En réalité, le résultat opérationnel a baissé de 56% et les bénéfices nets de 88% en 2009. Le titre a pourtant enregistré une performance de +140% en 2009.

Plus généralement, on constate que les cours des valeurs cycliques touchent leur point bas lorsque leur valorisation intègre une récession après une forte baisse et que les estimations de bénéfices commencent à être révisées en baisse, ce qui correspond à un PER estimé faible comme c'est le cas actuellement. Les marchés anticipent les retournements de cycle économique très en amont de leur réalisation. Et parfois, il arrive que les marchés se trompent. Une entrée en récession imminente est loin d'être certaine. Historiquement, les années de récession économique figurent parmi les meilleures années de performances boursières.

Performances boursières en période de récession économique

Années de récession	Indice Stoxx Europe 600 dividendes réinvestis
2012	+18,2%
2009	+32,4%
2003	+15,9%
1993	+40,7%

Source : Bloomberg

## Performances\*

PERFORMANCES	2019	2018	2017	2016	2015	2014	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	4,49%	-18,25%	8,03%	-0,53%	9,19%	-0,02%	-17,51%	-0,19%	-1,01%	113,74%	171,94%	13,59%
STOXX Europe Large 200 NR	5,96%	-10,53%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	-6,71%	12,01%	23,81%	133,21%	126,63%	13,07%
Ecart de performance	-1,47	-7,71	-0,89	-2,42	1,50	-7,11	-10,81	-12,21	-24,82	-19,47	45,31	543,88
<b>METROPOLE EURO SRI A</b>												
FR0010632364	4,62%	-16,28%	4,27%	2,93%	6,73%	1,24%	-16,29%	1,96%	1,00%	103,37%	43,78%	13,79%
Euro STOXX Large NR	6,15%	-12,85%	10,81%	3,97%	8,66%	4,30%	-10,45%	13,67%	24,13%	108,85%	38,00%	13,87%
Ecart de performance	-1,52	-3,43	-6,54	-1,04	-1,93	-3,06	-5,84	-11,71	-23,13	-5,49	5,78	287,56
<b>METROPOLE AVENIR EUROPE A</b>												
FR0007078829	4,90%	-24,11%	13,26%	3,64%	9,49%	-1,70%	-21,04%	1,86%	-0,44%	161,70%	190,70%	14,32%
STOXX Europe Small 200 NR	7,93%	-12,88%	18,10%	0,52%	15,68%	4,93%	-7,81%	21,44%	36,07%	244,67%	327,56%	13,68%
Ecart de performance	-3,03	-11,23	-4,84	3,12	-6,20	-6,64	-13,24	-19,58	-36,51	-82,97	-136,87	581,39
<b>METROPOLE FRONTIERE EUROPE A</b>												
FR0007085808	2,24%	-10,14%	15,33%	0,89%	6,19%	-1,86%	-12,18%	16,52%	11,26%	64,94%	94,30%	10,08%
STOXX Europe Large 200 NR	5,96%	-10,53%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	-6,71%	12,01%	23,81%	133,21%	141,06%	13,07%
Ecart de performance	-3,72	0,39	6,41	-0,99	-1,50	-8,95	-5,48	4,50	-12,55	-68,27	-46,75	388,61
<b>OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES</b>												
<b>METROPOLE CONVERTIBLES A</b>												
FR0007083332	0,38%	-7,98%	-0,67%	1,98%	2,88%	0,71%	-8,49%	-4,53%	-4,05%	41,59%	57,44%	3,52%
ECl-EURO	2,25%	-5,18%	6,99%	-0,21%	6,08%	3,06%	-3,48%	7,57%	13,53%	64,06%	83,15%	4,63%
Ecart de performance	-1,87	-2,80	-7,66	2,18	-3,20	-2,34	-5,01	-12,10	-17,58	-22,47	-25,71	314,88
<b>METROPOLE CORPORATE BONDS A</b>												
FR0010695874	0,50%	-2,64%	0,26%	0,51%	0,96%	3,78%	-2,00%	-1,26%	2,47%	46,47%	49,62%	2,89%
FTSE MTS 3-5 Y	0,37%	-0,24%	0,14%	1,46%	1,39%	5,93%	0,51%	1,08%	7,77%	30,20%	31,18%	2,27%
Ecart de performance	0,13	-2,40	0,12	-0,95	-0,42	-2,15	-2,51	-2,34	-5,31	16,27	18,44	299,24

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

\*Données au 31 janvier 2019

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.