

Des alternatives aux taux d'intérêt négatifs

Les obligations à rendement négatif représentent un encours de plus de 16 000 milliards de dollars soit presque 30% du gisement mondial des obligations d'États et d'entreprises échangées sur les marchés. C'est un véritable casse-tête pour les investisseurs à la recherche de rendement et de sécurité.

Les taux d'intérêt proposés sur les marchés obligataires ont atteint des niveaux qui dépassent l'entendement. En juin dernier, l'adjudication de l'obligation autrichienne à 100 ans avec un rendement de seulement 1% a été sursouscrite plus de 4 fois. Pourtant, une hausse des taux d'intérêt de 100 points de base entrainerait une perte en capital immédiate de 40% à moins de porter le titre jusqu'à l'échéance... De même, souscrire à l'émission par l'Allemagne d'un emprunt à 30 ans, sans coupon, à un rendement négatif de -0,11% revient à anticiper une baisse du PIB nominal de l'Allemagne au cours des 30 prochaines années, c'est absurde. L'Italie, qui faisait partie du club des PIGS (Portugal, Italy, Greece, Spain) lors de la crise de 2011-2012 affiche désormais un rendement à 10 ans inférieur à 1,0% soit 50 bps de moins que le rendement américain. La notion de couple rendement-risque, ce principe fondamental qui guide les marchés, semble avoir tout simplement disparu.

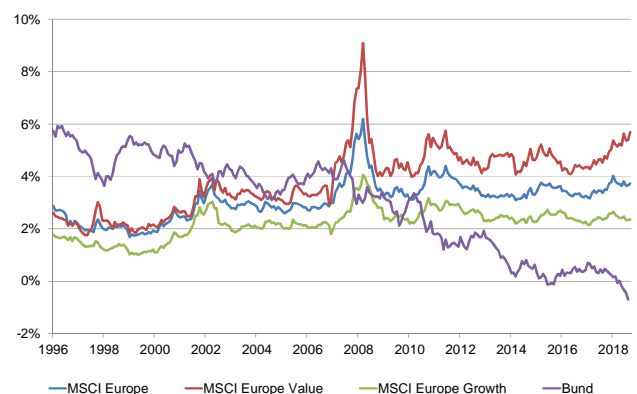
Les marchés actions dans leur globalité n'ont pas bénéficié d'un effet de report lié à la faiblesse des taux d'intérêt. Les contraintes réglementaires et l'aversion pour le risque suscitée par les tensions géopolitiques ont détourné les investisseurs d'une classe d'actif qui continue d'offrir des dividendes stables et attractifs d'années en années. Malgré la langueur de l'économie européenne, le rendement de l'indice MSCI Europe se situe à 3,6% soit un écart positif et jamais vu de 4,3% contre le Bund allemand.

L'aversion pour le risque et le mouvement de baisse continue des taux d'intérêt ont néanmoins provoqué une polarisation extrême des valorisations entre les styles de gestion. L'écart entre le PER de l'indice MSCI Europe Value à 10x et l'indice MSCI Europe Growth proche du plus haut historique à presque 19x n'a jamais été aussi élevé sauf au moment de la bulle technologique en 2000. Cet écart de valorisation grandissant au cours des 3 dernières années ne saurait s'expliquer par la différence de rentabilité (ROE) ou de croissance des bénéfices des sociétés qui composent ces indices. La décote historique du style de gestion Value s'illustre également par le niveau de rendement des dividendes qui se situe à 5,3% pour l'indice MSCI Europe Value et 4,8% pour le compartiment METROPOLE Sélection.

Il faut néanmoins prendre en compte l'éventualité d'une récession dont la probabilité de survenue suggérée par l'inversion de la courbe des taux aux États-Unis est particulièrement élevée. De nombreuses sociétés qui distribuent les dividendes les plus élevés seraient dans l'incapacité de les verser en cas de crise. Il existe toutefois bon nombre de valeurs que nous avons sélectionnées, au bilan sain, engagées dans une démarche de développement durable, capable de traverser les crises économiques et de distribuer un dividende attractif et pérenne même en cas de récession. Ces titres présentent aussi des décotes de valorisation importantes par rapport à leur valeur industrielle de milieu de cycle qui intègrent un scénario de récession sévère. C'est le cas, par exemple, du leader mondial des roulements à bille **SKF** qui affiche un rendement de 3,9% et un ratio valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires inférieur à 1,0x qui se rapproche des plus bas niveaux enregistrés lors de la récession de 2009. Selon notre analyse, en cas de récession aussi sévère qu'en 2009, c'est-à-dire une baisse du chiffre d'affaires de 20%, la société serait en mesure de maintenir un dividende équivalent à un rendement de 2,9% couvert par la génération de cash-flow.

In fine, de nombreux investisseurs sont visiblement contraints d'investir, non sans risque, dans des obligations de maturités extraordinairement longues à des rendements ridiculement bas voire négatifs. Alors pourquoi ne pas investir à horizon 5 ans dans des actions européennes décotées dont la valorisation intègre le risque d'une récession (*qui ne dure généralement jamais plus de 2 ans*) et qui offrent un dividende attractif même en bas de cycle?

Rendement du dividende en Europe vs Bund



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
ACTIONS EUROPE ET ZONE EURO												
METROPOLE SELECTION A												
FR0007078811	7,71%	-18,25%	8,03%	-0,53%	9,19%	-0,02%	-8,90%	3,02%	6,46%	61,58%	180,32%	14,06%
STOXX Europe Large 200 NR	15,91%	-10,53%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	4,11%	19,49%	24,34%	104,10%	147,91%	12,45%
Ecart de performance	-8,20	-7,71	-0,89	-2,42	1,50	-7,11	-13,02	-16,48	-17,88	-42,51	32,41	560,64
METROPOLE EURO SRI A												
FR0010632364	5,94%	-16,28%	4,27%	2,93%	6,73%	1,24%	-8,08%	2,03%	4,76%	51,43%	45,59%	14,34%
Euro STOXX Large NR	16,01%	-12,85%	10,81%	3,97%	8,66%	4,30%	1,28%	20,82%	27,26%	79,71%	50,83%	13,98%
Ecart de performance	-10,07	-3,43	-6,54	-1,04	-1,93	-3,06	-9,37	-18,79	-22,50	-28,28	-5,24	291,17
METROPOLE AVENIR EUROPE A												
FR0007078829	7,30%	-24,11%	13,26%	3,64%	9,49%	-1,70%	-12,62%	-1,44%	3,85%	102,43%	197,33%	15,49%
STOXX Europe Small 200 NR	14,80%	-12,88%	18,10%	0,52%	15,68%	4,93%	-2,43%	23,97%	39,34%	159,26%	354,78%	14,10%
Ecart de performance	-7,51	-11,23	-4,84	3,12	-6,20	-6,64	-10,19	-25,41	-35,49	-56,83	-157,45	594,66
METROPOLE FRONTIERE EUROPE A												
FR0007085808	8,63%	-10,14%	15,33%	0,89%	6,19%	-1,86%	0,32%	19,99%	17,47%	17,31%	106,45%	9,31%
STOXX Europe Large 200 NR	15,91%	-10,53%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	4,11%	19,49%	24,34%	104,10%	163,70%	12,45%
Ecart de performance	-7,28	0,39	6,41	-0,99	-1,50	-8,95	-3,79	0,49	-6,87	-86,79	-57,25	412,90
OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES												
METROPOLE CONVERTIBLES A												
FR0007083332	2,62%	-7,98%	-0,67%	1,98%	2,88%	0,71%	-1,39%	-2,69%	-0,56%	22,96%	60,95%	3,49%
ECl-EURO	7,63%	-5,18%	6,99%	-0,21%	6,08%	3,06%	1,17%	9,62%	16,56%	49,97%	92,78%	3,98%
Ecart de performance	-5,01	-2,80	-7,66	2,18	-3,20	-2,34	-2,56	-12,31	-17,12	-27,01	-31,83	321,90
METROPOLE CORPORATE BONDS A												
FR0010695874	1,74%	-2,64%	0,26%	0,51%	0,96%	3,78%	2,19%	-0,94%	1,16%	32,61%	51,47%	1,68%
FTSE MTS 3-5 Y	2,72%	-0,24%	0,14%	1,46%	1,39%	5,93%	3,94%	2,31%	6,28%	27,98%	34,24%	1,42%
Ecart de performance	-0,98	-2,40	0,12	-0,95	-0,42	-2,15	-1,76	-3,25	-5,13	4,63	17,23	302,94

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

*Données au 30 août 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) 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. 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. 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.