

DÉBATS &
OPINIONS

ACTIONS EUROPÉENNES

PLUS QUE JAMAIS ATTRACTIVES



Romain Boscher
Amundi AM



Isaac Chebar
DNCA Finance



Bruno Fine
Roche-Brune AM



Éric Turjeman
OFI AM





EN DÉPIT D'UNE CROISSANCE FAIBLE EN EUROPE, LES ACTIONS PRÉSENTENT, DANS UN ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS, UN REGAIN D'INTÉRÊT EN MATIÈRE DE RENDEMENT. SURTOUT, LES ÉCHÉANCES ÉLECTORALES POST-BREXIT DEVRAIENT FAVORISER LES POLITIQUES DERELANCE BUDGÉTAIRE ET AMÉLIORER SENSIBLEMENT LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE D'ENTREPRISES EUROPÉENNES QUI ONT RETROUVÉ DE BONS NIVEAUX DE SOLVABILITÉ.

Comment définissez-vous l'environnement économique actuel ? En quoi est-il porteur ou non pour les entreprises et les actions européennes ?

Isaac CHEBAR : La croissance mondiale est faible mais se porte correctement. Dans ce contexte, il faut savoir dissocier les entreprises européennes, qui ont fait un important travail sur leurs coûts depuis 2009, des autres, car cet effort commence à se voir dans leurs résultats. Les chiffres d'affaires augmentent timidement et les progressions de marge viennent essentiellement du levier opérationnel de ces sociétés. Paradoxalement, il y a une dichotomie entre la reprise de la croissance européenne et cette croissance cyclique des entreprises. Parallèlement, ces dernières années, il y a eu une importante injec-

tion monétaire. Cela se vérifie au niveau des crédits des entreprises, des crédits domestiques et tout ce qui est hypothécaire... Les renégociations de crédit se font à des taux de plus en plus bas, ce qui injecte énormément de pouvoir d'achat. Donc l'environnement économique n'est peut-être pas au beau fixe, mais il n'est pas dramatique pour autant. Sur douze mois glissants, l'amélioration de l'économie européenne est patente. Même si la dette est très importante, nous avons retrouvé des niveaux d'équilibre macroéconomique sur la zone euro, que ce soit au niveau des déficits ou du chômage. Sur ce dernier point, nous pouvons observer 2,5 points de chômage en moins par rapport au point le plus haut en 2010. Cela est plutôt profitable aux actions. Les bénéficiaires sont attendus en croissance de 2 %,

1,7%

C'EST LA PRÉVISION DE CROISSANCE POUR LA ZONE EURO EN 2016 PUBLIÉE DANS LE DERNIER RAPPORT DU FMI SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE (OCTOBRE). CE RYTHME DEVRAIT, SELON L'INSTITUTION, RALENTIR À 1,5% EN 2017

peut-être 3 % cette année. A l'inverse, si l'on regarde sur l'Europe en prenant la Grande-Bretagne, nous sommes entre moins 1 % et moins 2 %.

Bruno FINE : En Europe, il faut considérer la dimension micro et macroéconomique. D'un point de vue microéconomique, les sociétés ne se sont jamais aussi bien portées. Elles ont reconstitué un niveau de solvabilité anormalement bon. Entre-temps, elles ont travaillé leur effort de productivité, réduit leurs actifs engagés, restauré leurs marges. Avec leur *cash-flow* disponible, elles ont par ailleurs cherché à maintenir des investissements à un niveau raisonnable et à rembourser leur dette. Parallèlement et paradoxalement, d'un point de vue macroéconomique, les Etats, trop endettés, vont moins bien que les entreprises. L'économie réelle est relativement faible mais stabilisée autour de 1 % à 1,5 % en zone euro. Une croissance molle donc qui tend à signifier que, jusqu'ici, les politiques monétaires accommodantes n'ont pas porté leurs fruits car elles n'ont pas été accompagnées de réformes structurelles comme aux Etats-Unis. Vous voyez donc poindre aujourd'hui une deuxième tentative de relance budgétaire, cette fois. Dans un contexte électoral, elle tient sur la promesse d'une baisse des impôts et d'une sortie de l'austérité. Nous estimons, de notre côté, que cette relance devrait être plus incitative pour l'investissement. Comme l'a fait le Royaume-Uni en 2009, cela passerait par ce que j'appelle des « amortissements dérogatoires », à savoir les capacités que les Etats offrent aux entreprises d'amortir plus vite des investissements et qui réduisent donc l'assiette de l'impôt. Ce serait une manière habile de faire de la relance budgétaire sans que cela se voit... En résumé, le paradoxe actuel est que, du côté de l'économie privée, les entreprises sont en bonne santé, et « risquent » de mourir en bonne santé si aucune reprise économique n'a lieu.

Romain BOSCHER : Pour nous, l'actualité politique, lourdement chargée en Europe, ne doit pas masquer une toile de fond économique et financière raisonnablement engageante. Elle tient au fameux triptyque, l'alignement des planètes tant évoqué ces derniers trimestres : un euro faible, des taux bas et des matières premières tant énergétiques qu'agricoles basses. La nouveau-



LE PARADOXE ACTUEL EST QUE, DU CÔTÉ DE L'ÉCONOMIE PRIVÉE, LES ENTREPRISES SONT EN BONNE SANTÉ, ET « RISQUENT » DE MOURIR EN BONNE SANTÉ SI AUCUNE REPRISE ÉCONOMIQUE NE SE FAIT"

Bruno Fine



té, c'est que les taux sont toujours et encore plus bas ; l'autre nouveauté, c'est qu'ils sont là pour durer. La bonne nouvelle, c'est que cet environnement rappelle que dans un tel contexte, l'ultime source de rendement, avant même de parler d'espérance de gain, provient bien des actions. Cette toile de fond est clairement de nature à inciter, pour ne pas dire parfois « à forcer », les investisseurs à maintenir, voire à renforcer leur exposition aux actions, sauf à se contenter d'un rendement nul qui va demeurer. Il ne faut pas espérer un retour à des taux de 4 % ou 5 % que nous avons connus ces dernières décennies. C'est une norme qu'il faut oublier. Le nouveau paradigme, ce que l'on appelle le « nouveau normal », c'est plutôt un rendement voisin de zéro.

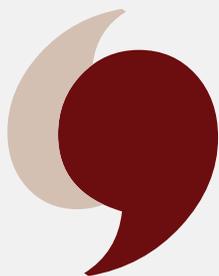
Éric TURJEMAN : La croissance mondiale, d'une façon générale, va rester beaucoup plus faible que dans les décennies précédentes. Structurellement, la démographie mondiale ralentit, notamment dans les pays occidentaux. Cela pèse sur la croissance. Par ailleurs, la technologie, les nouveaux modes de consommation envoient des

signaux déflationnistes. La croissance mondiale va donc rester durablement faible, mais pas négative. Cela veut dire autour de 3 %. En Europe, elle est en train de croiser celle des Etats-Unis, ce sur quoi personne n'aurait parié en début d'année. Le corollaire, c'est que les taux d'intérêt vont rester bas pour longtemps, sans être pour autant négatifs. Cet environnement de rendement zéro, de taux sans risque – si tant est qu'il y en ait un – est une aubaine pour les actions si l'on sait qu'un rendement Actions Europe tourne autour de 3,5 % et qu'il ne donne pas de signe de baisse. Nous constatons en effet depuis le deuxième trimestre une petite inflexion en matière de profits des entreprises. Nous ne sommes pas en train de parler d'une hausse de 35 % des résultats, mais dans un monde à taux zéro, il n'y a pas d'alternative aux marchés actions, en tout cas en Europe si tant est que vous puissiez supporter la volatilité. Les actions américaines sont en revanche plus chères. Enfin, cet environnement se conjugue avec un contexte politique européen chargé d'incertitudes. Sous la menace des prochaines échéances

électorales qui vont être nombreuses en Europe, les gouvernements en place vont être tentés par moins d'orthodoxie budgétaire. Autrement dit, l'Allemagne notamment va peut-être regarder à deux fois avant de continuer sa politique d'austérité.

Comment anticipez-vous l'impact du calendrier politique – y compris américain - sur les marchés actions européens ?

Éric TURJEMAN : Les échéances électorales à venir sont nombreuses. Il est très difficile de faire des pronostics... Surtout lorsque l'on regarde a posteriori l'issue du référendum anglais et la « victoire » du *Brexit* sur laquelle personne n'avait parié. Pour ma part, je pense que le pire des scénarios serait qu'un pays de la zone euro voie arriver au pouvoir par les urnes un parti populiste. Si tant est qu'il tienne ses promesses de campagne, celui-ci opérerait une fois au pouvoir pour une sortie de la zone euro. Et là, il y aurait un problème majeur. Or nous sommes dans ce cas de figure un peu partout en Europe. En comparaison, les enjeux de la présidentielle américaine sont beaucoup moins graves. Donald Trump est ce qu'il est.



EN L'ABSENCE DU MOTEUR « COMMERCE MONDIAL », LA CONNOTATION DOMESTIQUE EST UNE RÉALITÉ QUI S'IMPOSE AU CADRE MACROÉCONOMIQUE."

Romain Boscher

S'il était élu, cela ferait peut-être un peu de bruit sur les marchés. Mais sur le fond, son programme étant un peu plus laxiste d'un point de vue budgétaire, cela ne serait pas forcément un drame. La situation est très différente en Europe. Certes en Italie, le sort de Matteo Renzi n'est désormais plus lié à celui du prochain référendum. Mais il y a d'importantes échéances à venir en France et en Allemagne. Rien n'est fait, mais il y a la menace de voir un pays sortir de la zone euro. Dans ces conditions, il y a de fortes chances de voir les gouvernements de centre-gauche ou de centre-droit, actuellement au pouvoir, faire en sorte de lâcher un peu de lest pour que cela n'arrive pas. En Italie, par exemple, le gouvernement ne lâchera pas les banques... Il y a la théorie, avec des règles qui ont été édictées, et puis la pratique avec des hommes et des femmes au pouvoir qui n'ont pas envie de le perdre.

Romain BOSCHER : Il est important de prendre un peu de recul vis-à-vis des risques politiques actuels. D'une part, il y a une forme de convergence dans les propositions politiques de tous bords. Partout en Europe ou aux Etats-Unis, il y a un consensus pour moins d'austérité. Il y a une forme de certitude sur le fait que le pire de l'austérité est probablement derrière nous. D'autre part, il y a un fait avéré, au cours des cinq dernières années, le commerce mondial a ralenti au point d'être pour la première fois moins dynamique que la croissance mondiale elle-même. De sorte qu'aujourd'hui, l'impératif qui se pose à tous les candidats quel que soit leur bord, c'est : plus d'investissements de dépenses domestiques. En l'absence du moteur « commerce mondial », la connotation domestique est une réalité qui s'impose au cadre macroéconomique. Au-delà, l'électorat ne veut de toute façon plus se voir servir la sauce d'une globalisation heureuse mais veut aussi être rassuré sur le plan domestique. On essaie donc de leur dresser une voie où moins de mondialisation n'est pas forcément malheureux. Ce contexte influence notamment sur notre lecture des marchés



et notre vision de la croissance demain. Tout porte à croire actuellement que ce sera une croissance, certes, plus faible mais plus domestique et incontestablement soutenue par les Etats. D'autant que les liquidités sont là et les taux bas particulièrement incitatifs. Clairement, l'environnement actuel est une sorte de triptyque autour de la relance à caractère plus domestique : elle est attendue au niveau populaire, voulue par les politiques et finançable avec des taux « zéro ».

Bruno FINE : Ces échéances électorales, quel que soit le pays concerné, sont une chance. Elles sont l'occasion de dire que si la montée des populismes est réelle, elle l'est pour une bonne raison : c'est qu'à un moment donné, l'austérité a poussé les gens de la rue à dire « trop, c'est trop ! ». Si bien que le populisme a permis la pêche aux voix et que l'on se retrouve face à des échéances électorales avec des pourcentages pour ces candidats généralement supérieurs à 15 %, ce qui est un signal fort. Encore une fois, si ces partis-là sont en tête de certains sondages, c'est que fondamentalement, il y a une bonne raison à cela. Ce qui veut dire que cela peut provo-

quer, de la part de nos démocraties, une volonté de desserrer l'étai budgétaire. Le point délicat pour réussir ce pari, c'est de s'assurer en même temps des réformes structurelles. Et la « chance », c'est que généralement, les élections et les lendemains des élections permettent d'oser plus de réformes structurelles un peu plus vite.

Isaac CHEBAR : Quelle que soit l'issue des prochaines échéances électorales, un constat s'impose : les Etats se retrouvent aujourd'hui avec un endettement très important. Dès lors, un arbitrage devra être effectué entre une relance budgétaire, fiscale et une augmentation des déficits. Les efforts entrepris par certains pays pour baisser le taux d'imposition des entreprises sont déjà bien visibles. Cela passera aussi par une baisse des impôts pour les ménages qui bénéficient déjà d'une augmentation de leur pouvoir d'achat via la baisse des taux. La fiscalité reste lourde en Europe et il y a là un moyen de relancer l'économie. En tout état de cause, nous avons plus de marge de relance que les Américains. Malheureusement, en termes de relance, tous les pays ne sont pas parve-

nus à rééquilibrer suffisamment leur déficit pour avoir une marge de manœuvre nécessaire à une relance budgétaire. Par ailleurs, on parle beaucoup de plans d'infrastructures aux Etats-Unis mais aussi en Europe où le besoin est réel, certaines infrastructures datant de la guerre. De fait, je suis confiant sur le fait que nous allons vers une politique d'offre. Cet environnement est en tout cas favorable pour l'économie privée et, par conséquent, pour les entreprises et leurs bénéficiaires. En prenant en compte les efforts des banques centrales, nous pouvons tabler à terme sur 1,5 % d'inflation. La croissance nominale de l'économie mondiale devrait tourner ainsi autour de 3,5 %, 4 %, soit une configuration propice pour les actions. D'ici là, les échéances politiques vont amener beaucoup de volatilité sur les marchés.

Quels sont les avantages et/ou inconvénients du niveau actuel des taux et des politiques monétaires sur les entreprises et donc les actions européennes ?

Bruno FINE : Cela fait vingt ans que nous avons un *bull market*, à la fois sur

l'immobilier et sur les taux. Nous nous retrouvons donc dans une configuration où le flux de liquidités vers le marché des taux et, dans une certaine mesure, de l'immobilier est encore important dans le cadre d'une recherche de rendements apparents positifs. Mais cette situation permet surtout à des émetteurs, les meilleures signatures de la place comme Sanofi, Bayer ou encore SAP, d'aller se refinancer à coupon zéro. Et qui sont les grands bénéficiaires de ces refinancements ? Ce ne sont bien sûr pas les investisseurs mais les entreprises. Donc, nous allons nous retrouver à vivre un reflux organisé où le marché des actions, qui est une classe d'actifs risquée, bénéficie d'une rémunération du risque fondée sur la lecture que l'on a de la prime de risques en considérant autre chose que le taux allemand comme taux sans risque. On va peut-être prendre le taux de 2 % de l'assurance-vie. Parce que je rappelle que dans la hiérarchie des rendements, ce qui compte, c'est de comparer des rendements sur une durée à peu près comparable. Donc, aujourd'hui, pour un investissement long, vous avez le choix de faire de l'immobilier - mais qui est supérieur à dix ans -

STOXX EUROPE 600 VS STOXX EUROPE 600 BANKS (DIVIDENDES NET RÉINVESTIS)

(02/01/2008 - 14/10/2016, BASE 100)



Source : Bloomberg

du *corporate* à taux très bas... donc, si vous voulez du rendement sur les emprunts d'entreprise, il faut aller sur du *high yield*. C'est tout à fait dommage parce qu'il existe sur les actions une meilleure rémunération du risque qui est, en termes de rendement économique, deux à trois fois supérieure que ce que délivre le marché obligataire. Au niveau actuel des taux, les entreprises européennes sont les grandes bénéficiaires et on va se rendre compte que le risque actions devient, non plus un gros mot, mais un élément essentiel de l'équation pour fabriquer du rendement dans les portefeuilles, fût-il pur, flexible, dilué, couvert ou structuré...

Éric TURJEMAN : Les banques centrales n'ont pas eu d'autre choix que de faire ce qu'elles ont fait. Maintenant, je pense que nous sommes arrivés au bout du processus. Premièrement, parce que la croissance mondiale n'est pas négative et, deuxièmement, je ne crois pas beaucoup au retour de l'inflation à court terme. Certes, si l'on déverse des milliards sur l'économie à coup d'« *helicopter money* », il y en aura. Il y a déjà de l'inflation sur certains actifs,

sur l'immobilier à Paris, par exemple. Mais c'est normal, c'est le résultat de calculs pragmatiques. Quand vous avez des taux à zéro, que l'on vous prête sur vingt-cinq ans et que vous remboursez moins d'emprunt que ce que vous payez en loyer, les particuliers s'endettent et achètent. Cela peut donc créer des bulles et générer des problèmes, surtout si les taux étaient amenés à remonter massivement, ce que je n'anticipe pas. Désormais, le contexte est tel que les banques centrales doivent agir mais avec beaucoup d'adresse. Dans un monde idéal, les emprunts d'Etat allemands et français devraient se situer aujourd'hui autour de 1%. Or, au risque de provoquer un krach, cette normalisation va devoir se faire de façon lente et régulière. Mais le marché est un balancier qui exagère toujours dans un sens ou dans l'autre. De temps en temps, vous traversez le « juste prix » d'une action. Donc, pour parvenir à un niveau de taux d'intérêt en corrélation avec la croissance, avec l'inflation, nous risquons de passer par d'importantes phases de stress. Car, par nature, les marchés sont corrélés, moutonniers, de sorte qu'en général, tous les investis-

seurs agissent en même temps et dans le même sens. Il faudra donc du temps aux banques centrales pour normaliser leur politique de taux et surtout le faire avec transparence. C'est ce qu'elles essaient de faire aujourd'hui tout en étant exposées à la « dictature » des marchés.

Romain BOSCHER : Le fait de maintenir durablement des taux toujours plus bas et plus longtemps est indéniablement un facteur de soutien pour la valorisation des actions. Le rendement d'une action européenne qui est aujourd'hui voisin de 4 %, n'a jamais été aussi attractif. Pour retrouver une situation où le dividende dépassait le taux d'une obligation, il fallait déjà remonter avant la Seconde Guerre mondiale. Le fait que le seul dividende rapporte trois à quatre fois le rendement d'une obligation d'Etat, c'est du jamais vu ! Le contexte actuel est d'autant plus un facteur de soutien qu'une action, ce n'est pas seulement des dividendes, c'est aussi la valeur de la somme des flux attendus, donc des dividendes à venir. Le fameux taux d'actualisation, pour parler en termes de mathématiques financières, est aujourd'hui favorable à l'ensemble des actions. Du reste, ce constat est à nuancer suivant les trois grandes catégories d'actions. Dans un monde avec des taux très bas, cela donne immédiatement une valeur exponentielle à toutes les actions qui sont porteuses d'un revenu assez certain et stable comme les foncières ou les entreprises de consommation courante. Ensuite, il y a les valeurs plus industrielles, plus cycliques qui ne vont pas immédiatement bénéficier de ce taux d'actualisation très bas, parce qu'il y a trop de volatilité sur leurs revenus, mais en profiteront dans un second temps lorsque la croissance se rétablit progressivement. Il y a une troisième catégorie, les valeurs financières qui vivent mal avec ce niveau de taux parce que cela leur coûte au moins aussi cher en numérateur, c'est-à-dire en pertes de revenus, que cela ne leur rapporte en baisse du taux d'actualisation. C'est un peu l'agneau sacrificiel mis sur l'autel pour sauver la dette publique et la



LE MARCHÉ EST UN
BALANCIER QUI EXAGÈRE
TOUJOURS DANS UN SENS
OU DANS L'AUTRE.
DE TEMPS EN TEMPS,
VOUS TRAVERSEZ
LE « JUSTE PRIX » "

Éric Turjeman



croissance. Le risque est de mettre ce secteur là en difficulté... Pas en difficulté de solvabilité, ni de liquidité, mais en difficulté de rentabilité pour les prochains trimestres.

Isaac CHEBAR : Le *quantitative easing* (QE)* a eu sa raison d'être, même en Europe. S'il n'y avait pas eu de QE aux Etats-Unis, le chômage serait aujourd'hui plus élevé. Donc nous ne pouvons laisser dire que « ce programme était une mauvaise chose ». Maintenant, il faut savoir reprendre le pouvoir. Or cela veut dire qu'à un moment, les marchés font un peu de chantage pour retarder au maximum la remontée des taux. Initialement, cela ne devait pas se passer ainsi. Désormais, la question posée par les marchés aux banques centrales est de savoir : quelles sont les munitions dont elles disposent encore ? En l'occurrence, il n'y en a plus. Les banques centrales n'ont plus de marge de manœuvre et doivent aujourd'hui en regagner pour rétablir leur crédibilité auprès des marchés.

Dans quelle mesure le *Brexit* est-il (ou non) une bombe à retardement pour les marchés européens ?

Romain BOSCHER : Il y a potentiellement une double erreur avec le *Brexit*. La première est que tout le monde a très clairement sous-estimé le risque d'occurrence, nous y compris. La seconde, c'est une erreur d'analyse des conséquences. D'emblée, il nous paraissait évident que le *Brexit* n'allait pas donner lieu à un effondrement des Bourses et de la consommation. Cela signifiait avant tout des taux plus bas, plus longtemps et une réaction d'abord au niveau du marché des changes avec une baisse de la livre. Les Bourses n'ont pas de raison de s'effondrer, puisqu'une devise plus compétitive leur est favorable. Donc ce que vous perdez sur la devise, vous le regagnez sur les actions, c'est un mécanisme clair. De la même manière, le problème va s'exprimer au niveau du consommateur dans un second temps. Ceux qui ont voté pour le *Brexit* sont aussi



LES BANQUES CENTRALES
N'ONT PLUS DE MARGE
DE MANŒUVRE ET
DOIVENT AUJOURD'HUI EN
REGAGNER POUR RÉTABLIR
LEUR CRÉDIBILITÉ AUPRÈS
DES MARCHÉS."

Isaac Chebar



des consommateurs qui, au lendemain des résultats, ne s'arrêtent pas instantanément de consommer. Maintenant, il y a un effet de second tour qui peut être plus dangereux. Beaucoup d'incertitudes entourent aujourd'hui les négociations relatives au *Brexit*, et le consommateur, à force de voir la livre baisser, va aussi voir l'inflation remonter et son pouvoir d'achat rogné dans un second temps. Autant le *Brexit* n'était pas une évidence, autant ses conséquences ont été, dans l'analyse de certains, grossièrement erronées. Mais encore une fois, les phénomènes politiques doivent être regardés avec un peu de recul. Ils ne traduisent ni plus ni moins que l'affaiblissement qui était déjà à l'œuvre de la croissance du commerce mondial et donc, c'est davantage l'accompagnement de mutations qu'une bombe en tant que telle. Il y a des mutations à l'œuvre, elles vont être chaotiques, mais ce ne sont surtout pas des détonateurs que l'on feint de découvrir. Le ralentissement du commerce mondial était déjà un mouvement en marche depuis plusieurs années. Il est acté politiquement alors qu'il était déjà constaté économiquement.

Bruno FINE : La première conséquence du *Brexit*, c'est la baisse de la livre. Et tout se joue sur les taux de change. Il y a un effet d'aubaine particulier pour la Grande-Bretagne, c'est que sortir du *Brexit*, cela prend un peu de temps. Il faut déjà enclencher la procédure avec l'article 50 et, ensuite, il y a le délai de mise en œuvre. La vie continue et les protocoles continuent à exister, ce qui veut dire que le commerce du Royaume-Uni avec le reste du monde et avec l'Europe continue à exister. En attendant, l'avantage compétitif est absolument indéniable. Ce qui aurait été une bombe à retardement, c'est que la devise ne s'ajuste pas. Mais ce n'a pas été le cas. L'avantage compétitif pour la Grande-Bretagne va, à mon sens, permettre d'amortir la décroissance future de leur économie. Parce qu'on peut raisonnablement imaginer que dans les deux ans à venir, le pays connaîtra au moins deux trimestres de croissance négative, donc une mini-récession, mais qui sera très largement compensée par l'effet de compétitivité. Avec un euro plus élevé que la livre, c'est un sujet qui va forcer les Européens à évoluer pour savoir rester compétitifs. De ce point de vue-là, ils ont encore des efforts

315 MILLIARDS D'EUROS

C'EST LE MONTANT ALLOUÉ AU FONDS EUROPÉEN POUR LES INVESTISSEMENTS STRATÉGIQUES (FEIS) AFIN DE FINANCER SUR TROIS ANS, À COMPTER DE JUIN 2015, LE PLAN D'INVESTISSEMENT POUR L'EUROPE AUTREMENT APPELÉ « PLAN JUNCKER »

de productivité à faire. C'est plutôt un stimulus commercial qu'une bombe à retardement.

Isaac CHEBAR : Sur le sujet, il existe deux niveaux de lecture. Le premier est que le *Brexit* s'apparente à un poison lent. Cela prend du temps. Jusqu'ici, il n'y a pas eu de signes de ralentissement au niveau macroéconomique. Les investissements qui étaient déjà en cours, se poursuivent et la consommation ne s'est pas arrêtée du jour au lendemain. L'ajustement de la livre sterling doit résorber une partie du déficit de compte courant qui était plus important que celui de la zone euro. De plus, les lectures du *Brexit* sont un peu trop catastrophiques. La seconde lecture concerne les décisions d'investissement qui, à un moment donné, vont être reportées. Il va falloir surveiller le déroulement des négociations avec les partenaires commerciaux européens. Mais nous aurons assurément, dans un deuxième temps, un ralentissement de l'économie anglaise. J'ai, personnellement, une lecture plutôt positive de l'histoire. Le Royaume-Uni, qui a déjà un partenariat relativement important avec les Etats-Unis, va trouver un terrain d'entente avec l'Europe. Cela étant, il faut souligner deux éléments. Le premier est que, dans le sillage de Cameron, de nombreux fonctionnaires rompus aux relations avec Bruxelles depuis de longues années sont également partis. Rien n'indique que leurs remplaçants seront aussi habiles, surtout pour négocier les conditions de sortie. Le second élément consiste à essayer d'imaginer l'Angleterre de demain. Certes, les Anglais sont sortis de l'Europe mais avec des obligations libellées en livres sterling. Si cela devait intervenir pour un

pays de la zone euro comme la France par exemple, comment remboursez-vous une obligation en euros ? En francs français ? Dans un panier de devises plus fortes que le franc ? Des pays émergents sont passés par là avec des conséquences douloureuses.

Éric TURJEMAN : Le *Brexit*, c'est un concept qui reste un peu abstrait. Car, en définitive, les Britanniques n'ont jamais été réellement dans l'Europe. Ce n'est pas un pays de la zone euro. Il y a deux conséquences, qui sont très pragmatiques et rationnelles. Un, la livre a chuté. A court terme, cela semble positif pour les actions anglaises. Mais s'il suffisait de dévaluer, cela se saurait... Donc nous verrons pour la suite. Deux, tout va se jouer, dans un second temps, en fonction des négociations. Mais, ni l'Europe, ni le Royaume-Uni n'ont intérêt à ce que cela soit catastrophique. Donc on ne voit pas comment ils n'arriveraient pas à trouver un accord comme cela a été le cas avec la Norvège ou la Suisse. De fait, la sortie du Royaume-Uni est un mal pour un bien. Ce n'est pas par hasard s'il y a eu le *Brexit*. D'une certaine façon, le résultat du référendum de juin est plus un rejet des classes politiques que de l'Europe. Et cela pourrait se répéter dans les échéances électorales à venir en Europe. Lorsque je dis que c'est un mal pour un bien, c'est que les Allemands, qui sont quand même un peu plus orthodoxes que le reste de l'Europe, sont en train de réaliser que le peuple britannique a sanctionné les dirigeants en place. Quelque part, je pense que le *Brexit* va influencer sur les décisions politiques prises dans les prochains mois, c'est-à-dire sans doute un peu plus de relance budgétaire et moins d'austérité.

Dans cet environnement, quels thèmes d'investissement privilégiez-vous ? Quels sont les secteurs à éviter ? Qu'en est-il du secteur bancaire ?

Bruno FINE : Dans le contexte actuel, on ne peut pas faire l'impasse sur le secteur bancaire. Depuis le début de l'année, le marché européen n'arrive pas à afficher une performance positive - au meilleur des cas, elle est très proche de zéro. Hors bancaire, il est en hausse... D'emblée, je préfère le dire, ce n'est ni l'un de mes thèmes, ni l'un de mes secteurs favoris mais il y a clairement un rattrapage en termes de valorisation à faire sur les bancaires aujourd'hui (voir le graphique page 5). Si les taux restent durablement bas ou qu'ils remontent un tout petit peu, à la faveur de cette croissance économique réelle qui stagne autour de 1,5 %, mais repart tendanciellement à la hausse, le paradoxe est qu'une remontée des taux enverrait un signal positif pour les banques. Le problème aujourd'hui est que le secteur vit un traumatisme à la fois de surcapacité et de marge. Pour autant, tout n'est pas à jeter. Au sein de l'indice sectoriel européen qui a perdu un peu moins de 20% depuis janvier, il y a, par exemple, la Deutsche Bank qui en a perdu pas loin de 50 %. Donc il faut trier le bon grain de l'ivraie. Mon propos n'est pas de parler des banques individuellement mais de dire qu'être absent en sensibilité au risque bancaire, dans un portefeuille actions, c'est prendre le risque de rater un très fort rebond d'un secteur qui se paie quelque chose comme 0,6 fois les *price to book*. Là, c'est un élément plutôt tactique et sectoriel, ce n'est pas un choix thématique.

Concernant les thèmes d'investissement à proprement parler, je considère qu'il faut privilégier ceux qui favorisent l'investissement, donc l'infrastructure, l'aéronautique, la défense, la logistique, qui permet aux biens de transiter d'un point A à un point B. J'aurais, par ailleurs, tendance à privilégier des sociétés qui sont sur le *hardware*. C'est un peu particulier, mais je parle de l'infrastructure télécoms ou de l'infrastructure éner-

gies alternatives, qui peuvent redonner du rendement réel. Je serai attentif à ne pas donner trop de valorisation à ce qui embarque de la technologie et du *data*. Il y a des choses qui sont devenues hors de prix... Cela est surtout vrai aux Etats-Unis. Donc les thèmes sont plutôt les rendements d'actifs réels. La rentabilité des cycliques est à privilégier, parce que toutes ces sociétés cycliques risquent de bénéficier d'un levier opérationnel formidable, si la croissance économique réelle revient. Le levier est d'autant plus fort que ces sociétés ont un faible taux d'endettement. Elles pourront donc ajouter, au levier opérationnel, du levier financier qui est complètement absent des portefeuilles de très haute qualité, aujourd'hui.

Romain BOSCHER : Dans le monde actions, aujourd'hui, nous allons privilégier les thématiques de croissance et de rendement. Globalement, quoi qu'on en dise aujourd'hui, les derniers à offrir un peu de croissance sont les émergents. La croissance du monde émergent reste structurellement plus de deux fois supérieure à celle du monde développé. Aujourd'hui, nous sommes autour de

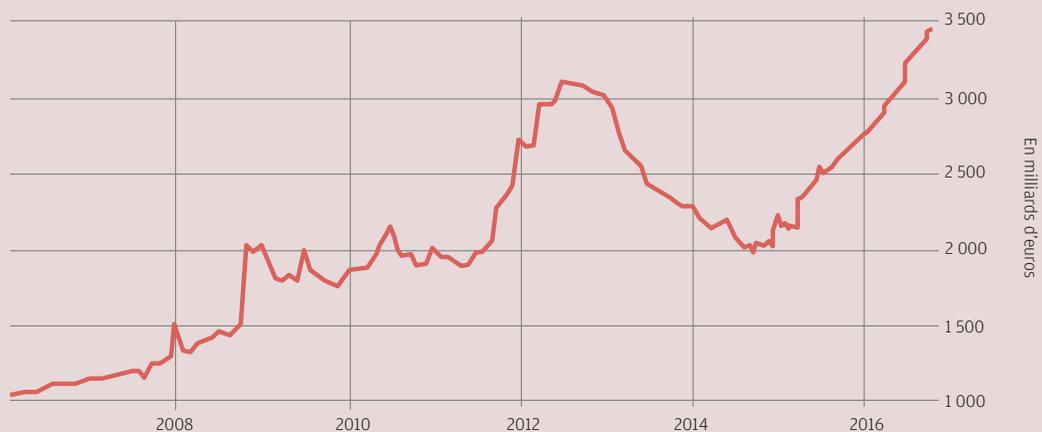
+2 % pour les pays développés contre plus de 4 % pour les économies émergentes alors qu'hier, avant-crise, c'était plutôt +3 % et +6 %. De fait, nous privilégions les actions européennes qui captent la croissance du monde émergent. Concernant le rendement, par ailleurs, dans un monde où il n'y en a pas, les actions sont, via le dividende, une des ultimes sources de rendement. La vraie clé, c'est le dividende soutenable. Or, aujourd'hui, les dividendes les plus élevés – entre 5 % et 6 % – viennent de secteurs comme la banque ou les matières premières et ne sont pas forcément les plus soutenables. Donc, clairement, nous cherchons du dividende soutenable, et pas forcément le plus élevé.

Sur le sujet des financières qui englobent les banques mais aussi les assureurs, je pense que le secteur est confronté aujourd'hui à deux problématiques. La première est une problématique de crise qui s'est faite en trois étapes ; la crise de liquidités en 2008, celle de solvabilité en 2012 et aujourd'hui, la crise de profitabilité. La crise actuelle ne leur est pas fatale mais elle n'en reste pas moins problématique

car elle est structurelle. Dans un environnement déjà très contraint et très réglementé, ce qui est remis en question dans un contexte de taux à zéro, c'est le revenu premier de la banque, à savoir l'intérêt. Cela revient à demander à un pétrolier de vendre ses barils à zéro dollar. La seconde problématique tient à la « digitalisation ». Le secteur traverse aujourd'hui une mutation comme celle que les télécoms ont connue du temps où le mobile est apparu ou lorsque Free est arrivé sur le marché. La banque, c'est comparable. De nouveaux acteurs arrivent avec très peu de collaborateurs, en mode digital, ou en exploitant des réseaux existants comme celui des buralistes, et constituent une concurrence sérieuse. Dans ces conditions, il n'est pas étonnant qu'aujourd'hui le plus gros ouvreur de comptes en France parmi toutes les banques soit le Compte-Nickel. Nous sommes bien dans une rupture qui justifie la défiance actuelle vis-à-vis du secteur.

Isaac CHEBAR : Au sujet du secteur bancaire, nous sommes dans un monde de destruction de capacité et de rupture. Destruction de capacité, parce

BILAN DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (OCTOBRE 2016)



Source : BCE

que pendant quinze ans, nous avons construit de la capacité partout et elle est aujourd'hui en train d'être détruite dans des grands mouvements de consolidation. La rupture tient plus à la « digitalisation » de l'économie qui est parfaitement illustrée par la place que sont en train de prendre les *fintech* dans le secteur. Pour autant, on ne pourra pas remplacer la banque, car en cas de crise, les *fintech* n'auront pas la capacité d'apporter de la sécurité à leurs clients. Maintenant, en matière d'investissement sur le secteur bancaire, je partage l'avis de mes confrères que ne pas en avoir en portefeuille, c'est s'exposer à une asymétrie énorme d'un environnement qui va pousser le système bancaire à se réformer et se concentrer. Nous misons sur cette restructuration parce que nous avons une vision un peu contrariante et un peu plus optimiste du système bancaire que celle affichée actuellement. Sur ce sujet, le positionnement de notre fonds DNCA Value Europe tient plus à la revalorisation du secteur qu'à son rendement.

Au-delà de ce secteur, nous privilégions le pétrole et les *majors* pétrolières**. Nous commençons à regarder les services pétroliers en raison des changements opérés il y a presque trois ans. Nous étions à l'époque dans un monde où le baril valait 120, 130 dollars. Les *majors* dépensaient alors 750 milliards de dollars en Capex*** dans des projets faramineux qui n'avaient pas de sens. Depuis, elles ont réduit leurs investissements à 350 milliards... Nous n'achetons pas le secteur pour le prix du pétrole mais parce que c'est un secteur qui fonctionnait avant à

100 dollars et qui, d'ici la fin de l'année, va évoluer à 60 dollars. Alors, certes, les rentabilités y sont aléatoires et le rendement peut être payé en papier plutôt qu'en *cash*. Mais nous allons chercher un peu plus de risque de ce côté-là car nous estimons que, de façon générale, les rendements sont chers aujourd'hui et qu'il est plus intéressant de se positionner sur des secteurs en cours de restructuration. Enfin, même si notre gestion demeure avant tout défensive avec une approche patrimoniale des marchés, nous renforçons un peu plus la part des valeurs cycliques dans notre fonds DNCA Value Europe. Avec et après le *Brexit*, nous avons vu émerger une performance positive des valeurs de qualité internationale contre une importante sous-performance des valeurs domestiques cycliques de la zone euro. Il y a eu une dislocation de marché beaucoup trop importante. Il est vrai qu'investir dans les domestiques cycliques est plus risqué et moins confortable. Mais nous pensons qu'il y a un gisement de rentabilité non négligeable. Sur ce point, nous avons tendance à être un peu plus optimistes et à aller vers des « primes de risques » un peu plus élevées, tout en étant très rigoureux sur les fondamentaux et la visibilité des titres sélectionnés.

Éric TURJEMAN : L'écart d'évaluation entre les valeurs dites défensives et les valeurs non défensives (cycliques et financières) n'a jamais été aussi fort. Sur une période d'observation de trente ans, il est à son maximum. Logiquement, cela interpelle. Si nous sommes dans une phase d'inflexion de

taux, alors l'effet sur toutes ces valeurs qui ont été massacrées peut être assez violent.

Il est donc dangereux d'être totalement absent du secteur bancaire, parce qu'en un an, il peut y avoir un rebond violent de 40 %. Bruno évoquait des valorisations à 0,6 fois le *price to book*, mais ce n'est qu'une moyenne. Il y a des titres qui se paient aujourd'hui à 0,3 fois. Pour certains, il y a une bonne raison, pour d'autres, c'est plus par assimilation. Quand vous avez un problème sur la Deutsche Bank ou Monte dei Paschi, les investisseurs ne font pas dans le détail et vendent en bloc le secteur. Or il y a une grande diversité d'acteurs. Il y a des banques d'investissement, des banques de réseau plus ou moins sensibles à l'environnement de taux bas, des banques plus ou moins domestiques, des banques sous-capitalisées... En France, CASA n'est pas BNP Paribas, BNP Paribas n'est pas la Société Générale. En Italie, UniCredit, ce n'est pas Intesa ou Monte dei Paschi. Il faut donc vraiment faire le tri. Pour moi, il y a deux pays où les banques tirent leur épingle du jeu : les Pays-Bas et la France. De notre côté, nous sommes très positifs et de fait surpondérés sur les banques françaises. A contrario, si notre scénario de normalisation progressive des politiques monétaires se met en œuvre de part et d'autre de l'Atlantique, les secteurs qui ont été les grands gagnants de l'effondrement des taux d'intérêt depuis dix ans et considérés comme des proxys obligataires pourraient pâtir de la nouvelle donne. Je pense notamment au secteur immobilier et à celui des *utilities*.

* *Quantitative easing* : programme « d'assouplissement quantitatif », désignant un type de politique monétaire dit « non conventionnel » consistant pour une banque centrale à racheter massivement des titres de dettes aux acteurs financiers.

** *Majors pétrolières* : terme regroupant les six plus grandes compagnies pétrolières privées au monde.

*** Les Capex ou dépenses d'investissement (de l'anglais « capital expenditure »)

Cette table ronde a été réalisée le 5 octobre 2016.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures et la valeur d'un investissement peut varier à la hausse, comme à la baisse, en fonction notamment de l'évolution des marchés financiers. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas l'intégralité de leur placement. Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à des recommandations d'acheter ou de vendre ces valeurs. Avant de souscrire, vous devez lire la version la plus récente du prospectus et DICI des fonds, pour avoir notamment une description plus complète des risques.



AMUNDI AM

Contact : David Benmussa - david.benmussa@amundi.com

Coté depuis novembre 2015, Amundi est le premier gestionnaire d'actifs européen en termes d'encours*, avec plus de 1 000 milliards d'euros sous gestion dans le monde (périmètre Amundi - données à fin juin 2016). Avec six plates-formes de gestion dans les principaux bassins financiers internationaux, Amundi a gagné la confiance de ses clients par la profondeur de sa recherche et son expérience de marché. Amundi est le partenaire de confiance de 100 millions de clients particuliers, de 1 000 clients institutionnels et de 1 000 distributeurs dans plus de 30 pays, et conçoit des produits et services innovants et performants pour ces types de clientèle, adaptés à leurs besoins et profils de risque spécifiques.

* N°1 en montant total d'actifs sous gestion des sociétés de gestion ayant leur siège social principal situé en Europe continentale - Source IPE "Top 400 Asset managers" publié en juin 2016 sur la base des encours sous gestion à décembre 2015.



DNCA FINANCE

Contact : Frédéric Kampschöer - +33 1 58 62 55 03 - fkamp@dnca-investments.com

DNCA Finance est l'une des principales sociétés de gestion en France, fondée en 2000 par des spécialistes d'une approche patrimoniale de la gestion. Au fil des années, les fondateurs ont rassemblé autour de cette philosophie de gestion défensive une équipe de gérants expérimentés pour développer une offre simple, lisible et performante. A fin septembre 2016, DNCA Finance gère 18,8 milliards d'euros via 22 fonds investis sur les principaux marchés actions et obligataires pour le compte d'investisseurs privés et institutionnels.

DNCA Investments est une marque commerciale de DNCA Finance.



OFI AM

Contact : Diane Cazali - +33 1 56 68 54 76 - dcazali@ofi-am.fr

Fondée en 1971, OFI Asset Management compte parmi les plus importantes sociétés de gestion françaises en termes d'encours gérés avec 67 milliards d'euros d'actifs sous gestion à fin juin 2016. Le groupe a développé une expertise à la fois en gestion collective et en gestion sous mandat en actifs cotés et non cotés, et propose une gamme de solutions et services adaptés aux besoins d'une clientèle diversifiée. OFI Asset Management figure parmi les leaders de la gestion ISR du marché français et dispose d'un ancrage dans l'économie sociale. Ses principaux partenaires et actionnaires sont des mutuelles membres du Gema et de la FNMF, et en particulier la Macif et la Matmut.



ROCHE-BRUNE AM / PRIMONIAL

Contact : clientservicing@primonial.fr - +33 1 44 21 70 43

Adossée au groupe Primonial depuis 2012 au sein de la multiboutique Primonial Investment Managers, Roche-Brune AM est une société de gestion spécialisée dans les actions internationales et disposant de plus de 330 millions d'euros d'actifs sous gestion à fin septembre 2016. Son objectif est de restituer aux investisseurs la valeur créée par les entreprises performantes. Inspirée par la philosophie d'investissement du capital investissement, Roche-Brune AM a développé un processus de gestion centré sur le modèle M.U.S.T.® qui se focalise sur l'analyse de l'entreprise, ses métiers et la création de valeur. Elle met ainsi en œuvre une gestion active de conviction qui s'affranchit des contraintes de style, de taille de capitalisation et des indicateurs de référence.



Bruno Fine

Fondateur - Président, Directeur de la gestion et gérant actions euro et Europe, Roche-Brune AM

Bruno débute en 1989 au Crédit Lyonnais comme gérant de fonds actions, avant de rejoindre Clinvest (1991) puis la Banque du Louvre (1994) dont il sera administrateur de 1995 à 2001. En 1996, il entre chez Colam Entreprendre pour y gérer les participations minoritaires et y assurer une activité d'ingénierie financière. En 2001, il crée la société de conseil en gestion Roche-Brune AM dont il obtient l'agrément en 2004. Bruno Fine est diplômé de l'université d'Aix-Marseille (DESS Finance), de la SFAF et de l'IMD, Lausanne (MBA).

Éric Turjeman

Directeur des gestions actions et convertibles, OFI AM

Eric Turjeman, 53 ans, a débuté en 1988 chez Société Générale Asset Management en tant que gérant actions françaises puis directeur des gestions actions. Avant de rejoindre OFI Asset Management, il était directeur mondial adjoint des gestions actions chez Amundi depuis 2010. Eric Turjeman est diplômé d'un DESS de finance et d'une maîtrise de gestion de l'Université Paris-Dauphine.

Isaac Chebar

Gérant des fonds DNCA Value Europe et DNCA Invest Value Europe, DNCA Finance

Ingénieur chimiste diplômé de l'École Polytechnique de l'Université de Sao Paulo au Brésil, Isaac Chebar débute à la Société Générale en gérant des fonds émergents et des fonds investis dans le sud de l'Europe. En 2000, il rejoint Tocqueville Finance où il crée et gère Tocqueville Value Europe jusqu'en 2002. Il intègre ensuite Aviva Gestion d'actifs en tant que responsable de la gestion européenne. En 2007, il rejoint l'équipe de gestion de DNCA Finance en tant que gérant des fonds DNCA Value Europe et DNCA Invest Value Europe.

Romain Boscher

Directeur des gestions actions, membre du comité exécutif, Amundi AM

Romain Boscher a rejoint Amundi en janvier 2011 en tant que directeur mondial des gestions actions. Il est membre du comité exécutif d'Amundi. Depuis 2009, il était directeur général adjoint en charge des gestions chez Groupama AM. Auparavant, Romain a été fondé de pouvoir et responsable de la gestion sous mandat chez Vega Finance (Banque Privée 1818) de 1998 à 2000. Il a débuté en 1994 au sein du groupe Meeschaert. Romain Boscher est diplômé de l'Université Paris IX Dauphine et de l'Essec. Il est membre de la Sfaf.

L'AGEFI

L'Agence économique et financière fondée en 1911, Immeuble Le Malesherbes 102-116 rue Victor Hugo CS 20106 - 92686 Levallois-Perret Cedex Tel. : 01 41 27 47 00 - Site Internet : www.agefi.fr

Directeur général, directeur de la publication, directeur éditorial : Philippe Mudry (4758)
 Directeur général délégué en charge de la gestion et du développement : François Robin (4768)
 Directeur commercial : Laurent Luiset (4748), Directeur de la Publicité : Anne-Sophie Belin (4708)
 Directeur de Clientèle : Angélique Bertaut (4710), Justine Drouard (4729)
 Directeur de Clientèle Publicité financière : Adeline Tisseyre (4779)
 Directeur (Publicité internationale) : David Causseu (06 07 40 54 53)

L'Agefi Hebdo est édité par : AGEFI SA au capital de 7.029.000 euros - Siège social : Immeuble Le Malesherbes 102-116 rue Victor Hugo CS 20106 - 92686 Levallois-Perret Cedex
 RCS : Paris B 334 768 652 - N° Siret : 33476865200052 - N° TVA intracommunautaire : FR 75 334 768 652,
 Principal actionnaire : FININTEL
 Impression : Imprimerie de Compiègne - 2, avenue Berthelot - ZAC des mercières - BP 60524 - 60205 Compiègne Cedex - N° CPPAP : 0215 T 87083 - N° ISSN : 1777-165X

Nos prochaines thématiques

L'AGEFIHEBDO

Actions thématiques
 Low carbon
 Gestion quantitative

actifs

Assurance vie-Eurocroissance
 Prévoyance et retraite
 Produits structurés