

ACTIONS

Chercher de la valeur quand la croissance est reine

May 22, 2019

Au cours de la dernière décennie, le chemin a été rude pour les investisseurs *Value*, au point d'amener certains experts à déclarer que ce style d'investissement avait fait son temps. Orienté *Value*, Templeton Global Equity Group creuse en profondeur, et recherche les valeurs fortement décotées (*deep value*). Malgré le défi d'une reprise du marché américain animée par la croissance au premier trimestre, l'équipe a identifié des actions et des secteurs délaissés, en particulier au Japon et en Europe, où les valorisations semblent raisonnables et les perspectives favorables. Tony Docal, Dylan Ball et Joanne Wong nous emmènent autour du monde pour nous expliquer où ils décèlent des opportunités aujourd'hui.

Une reprise mondiale des actions animée par les décideurs politiques

Au cours du premier trimestre 2019, les actions mondiales ont connu une forte reprise après la vague de ventes qui a sévi fin 2018. L'indice MSCI All Country World a progressé de 12,3 % au cours de ce trimestre.¹ Qu'est-ce qui a motivé cette reprise ? En un mot, les « décideurs politiques », qui ont adopté un ton plus conciliant. On craignait de voir les taux d'intérêt américains poursuivre leur hausse en début d'année, mais la Réserve fédérale a adopté une approche plus patiente en matière de normalisation de la politique monétaire et a annoncé une pause dans son cycle pluriannuel de resserrement.

De même, la Banque centrale européenne a reconnu que les risques économiques étaient à la baisse, et a reporté les hausses potentielles des taux d'intérêt prévues pour cet automne au début de l'année prochaine.

Enfin, la Chine a également annoncé un assouplissement monétaire et de nombreuses mesures de relance, y compris des réductions d'impôts, des baisses de taux d'intérêt, une diminution des réserves obligatoires des banques, ainsi qu'une augmentation des dépenses. Certaines de ces mesures ciblent spécifiquement le secteur privé par opposition aux entreprises publiques, ce qui pourrait entraîner une croissance accrue de l'emploi.

Parmi les principaux marchés, la Chine, Hong Kong et les États-Unis ont été les plus performants, tandis que les marchés dont les perspectives de croissance structurelle étaient plus modestes, comme l'Europe et le Japon, étaient légèrement moins dynamiques. Dans l'ensemble, les marchés émergents sont restés à la traîne par rapport aux marchés développés au cours du trimestre, mais tous ont néanmoins enregistré des gains solides.²

Les investisseurs se pressent vers les secteurs à forte croissance

La reprise du premier trimestre a favorisé les secteurs à forte croissance tels que la technologie, les médias et le divertissement, ce qui explique en partie la vigueur du marché américain à forte intensité technologique et, dans une certaine mesure, de la Chine. D'autre part, les secteurs traditionnellement défensifs perçus comme présentant des caractéristiques de faible croissance, tels que les biens de consommation de base, les télécommunications et les soins de santé, se sont montrés les plus faibles, tout comme les banques qui n'ont pas tout à fait réussi à faire face à un contexte de faible croissance et de rendements moindres.

Dans ces conditions, l'investissement axé sur la croissance a surperformé le style *Value*. Le niveau de surperformance du style Croissance a créé des conditions particulièrement houleuses pour les investisseurs axés *Value* qui étaient sous-représentés dans tous ces secteurs et régions à forte croissance.

Les actions de croissance ont tendance à surperformer lorsque les conditions économiques sont moroses et que la répression financière prévaut, car les entreprises qui peuvent croître de manière organique bénéficient d'une prime dans un environnement de faible croissance.

Nous avons vu certaines parties de la courbe des taux du Trésor américain s'inverser au cours du trimestre, le rendement des instruments à long terme étant inférieur à celui des instruments à court terme. L'inversion de la courbe des taux est souvent considérée comme un signe précurseur d'une récession, de sorte qu'elle a présenté un double obstacle pour le style *Value* : une peur de la croissance combinée à une répression financière.

L'Europe et la saga du Brexit

Du côté de l'Europe, l'économie de la zone euro a subi un véritable traumatisme au second semestre 2018, quand le ralentissement aux États-Unis et en Chine a commencé à impacter le continent, en particulier les entreprises axées sur les exportations. De plus, une grande partie de l'industrie automobile allemande a interrompu sa production en raison des nouvelles normes de contrôle des émissions qui sont entrées en vigueur début septembre.

Pendant ce temps, avec le mouvement des Gilets Jaunes, la France a connu des tensions civiles provoquant une dépression de l'activité au sein de la deuxième économie de la zone euro. En Italie, le gouvernement a continué à débattre avec l'UE sur l'approbation de son budget. Tous ces facteurs se sont traduits par une baisse de la production industrielle et de la croissance du produit intérieur brut (PIB) à moins de 1 %.

Au Royaume-Uni, la saga du Brexit a connu de nombreux rebondissements au cours du dernier trimestre, mais malheureusement et de façon perturbante pour le marché, très peu d'entre elles peuvent être considérées comme un progrès. La Première ministre Theresa May a obtenu un nouveau report (jusqu'à fin octobre) du délai de sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne. Le Brexit est bien sûr au cœur de nos préoccupations, et au vu de l'impasse dans laquelle se trouve le parlement britannique, nous estimons que le résultat probable pourrait très bien prendre la forme d'un « vote populaire » ou peut-être d'un autre référendum.

Theresa May semble penser qu'elle peut conclure l'accord de retrait et obtenir l'approbation du Parlement avant les élections européennes qui auront lieu fin mai. Les Conservateurs tenants d'un Brexit dur pensent le contraire, et certains avancent même l'hypothèse qu'ils voudraient modifier les règles du parti pour permettre de nouvelles élections internes. Pour notre part, nous estimons que c'est peu probable.

D'autre part, l'UE est très soucieuse de ne pas porter la responsabilité d'un Brexit dur, mais elle veut également s'assurer que cette question ne s'éternise pas indéfiniment. À notre avis, le risque est que l'accord de retrait de May reste dans l'impasse. Dans ce cas-là, il est fort probable que le Parlement britannique renvoie la question à son électorat dans la perspective d'un vote populaire. Ce vote pourrait demander aux électeurs s'ils voteraient en faveur de l'accord de retrait tel quel ou avec quelques modifications mineures, s'ils voteraient pour un Brexit dur, ou s'ils révoqueraient l'article 50 dans son intégralité. Un nouveau vote nécessiterait clairement un report au-delà de la fin du mois d'octobre.

Une élection générale serait une autre possibilité pour sortir de cette impasse. Cependant, cela signifierait un retour à la case départ, ce qui ne semble aller dans l'intérêt ni des travaillistes, ni des conservateurs, ni même de l'UE, et l'issue demeure incertaine.

Valorisations des actions européennes et pessimisme

Malgré l'apparente incertitude, nous continuons à penser que les valorisations des actions européennes reflètent un pessimisme excessif. Elles ont aujourd'hui atteint un plancher de plusieurs décennies par rapport aux actions américaines sur une base cours/valeur comptable, et la région est la moins chère depuis la crise de la dette souveraine d'il y a dix ans sur une base cours/bénéfice.³ Le consensus est universellement baissier, mais à notre avis, les actions européennes offrent quelques opportunités aux investisseurs *Value*, ce pour plusieurs raisons.

Les valorisations ont atteint des niveaux tels que l'on pourrait voir les actions commencer à réagir à toute bonne – ou même « moins mauvaise » – nouvelle. Des signes de progrès se manifestent sur le front politique. En France, il semble que la catastrophe de la cathédrale Notre-Dame unisse le pays malgré les réformes structurelles que le président Macron tente de mettre en place.

En outre, les pourparlers semblent progresser entre l'Italie et la Commission européenne à Bruxelles au sujet du budget italien. Et de fait, le report du processus du Brexit jusqu'à fin octobre a un peu relégué le sujet au second plan de l'actualité dans la région.

Selon nous, les indicateurs macroéconomiques sont susceptibles d'entraîner une reprise des cours des actions européennes. Tandis que l'indice PMI (pour *Purchasing Managers Index*, à savoir l'indice des directeurs d'achat) de la zone euro s'est détérioré en mars, nous commençons à voir un point d'inflexion de la production industrielle au sein de la zone euro, qui semble en voie de se redresser.

Les ventes au détail ont bien résisté, et d'autres indicateurs comme l'indice IFO du climat des affaires semblent montrer qu'elles devraient également rebondir ce trimestre.

Valorisations européennes : un terrain de chasse attrayant

Indice MSCI Europe : P/E tendanciel¹

De janvier 1980 à mars 2019



MSCI Europe : Cours/valeur comptable²

De décembre 1996 à mars 2019 (mensuel)



À titre d'illustration exclusivement. Std dev = écart-type L'écart-type mesure la dispersion d'un ensemble de données autour de sa moyenne. Le ratio cours/bénéfices (P/E) tendanciel d'une action est calculé en divisant l'historique de valorisation absolue de l'action par son bénéfice par action (BPA) tendanciel.

1. Sources : FactSet, MSCI. Analyse par Franklin Templeton. 2. Sources : FactSet, MSCI. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion, et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée. MSCI n'offre aucune garantie et n'assume aucune responsabilité à l'égard des données MSCI reproduites dans le présent document. Aucune redistribution ou utilisation n'est autorisée. Le présent rapport n'est ni préparé ni approuvé par MSCI. Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com

Obstacles pour la Chine

Les actions chinoises ont rebondi depuis le début de l'année, en grande partie grâce à l'espoir d'une résolution prochaine de la guerre commerciale sino-américaine, ainsi qu'aux mesures de relance gouvernementales adoptées pour faire face aux obstacles économiques qui vont en s'amplifiant. La croissance de 6,4 % du PIB chinois au quatrième trimestre 2018 a été la plus lente en près de deux décennies. Les exportations ont également ralenti et les prix à la consommation ont continué à s'essouffler.

Bien que nous assistons au ralentissement de la croissance chinoise, nous pensons que les dirigeants du pays disposent certainement des outils nécessaires pour contrôler son économie à court terme, y compris la capacité de gérer ses comptes de capital, ses taux de change et son système bancaire.

La Chine met en œuvre près de 300 milliards de dollars américains de mesures de relance budgétaire cette année, ce qui représente près de 3 % du PIB d'une année.⁴

La Chine fait tout ce qu'elle peut pour stimuler la croissance ; en fait, elle a déjà pris plus de 70 mesures de relance au cours du dernier cycle, notamment des politiques monétaires plus souples, des réductions de tarifs et des prêts directs au secteur privé. Les mesures de relance incluent des réductions d'impôts et des investissements accrus dans l'infrastructure au moyen d'obligations d'État. Sur le plus long terme, nous craignons que de telles initiatives aggravent les déséquilibres structurels du pays, mais à plus court terme, elles devraient probablement se révéler efficaces pour soutenir la croissance.

Bien sûr, le ralentissement de la croissance en Chine affecte le reste de la région. Sachant que la consommation chinoise devient de plus en plus importante pour ses voisins régionaux, un ralentissement au niveau de sa demande intérieure peut nuire au reste de l'Asie, en particulier aux pays qui dépendent fortement des expéditions vers la Chine comme le Japon, la Corée du Sud, Taïwan et Singapour.

Toutefois, à plus long terme, certains de ces acteurs régionaux pourraient tirer avantage d'une prolongation de la guerre commerciale en raison de changements potentiels dans les chaînes d'approvisionnement, qui finirait par relier la Chine à l'Asie du Sud-Est. Certains de ces pays, comme le Vietnam, l'Inde et/ou le Bangladesh, pourraient voir les commandes en provenance des États-Unis augmenter à mesure que les budgets quittent la Chine. La Corée du Sud pourrait bénéficier du fait que les États-Unis s'y approvisionnent en articles de plus grande valeur, comme de l'équipement électronique et des machines.

Bonnes affaires au Japon, à condition d'être sélectif

Au Japon, le gouvernement a récemment revu à la baisse son évaluation économique pour la première fois en trois ans, citant le ralentissement de la croissance en Chine comme cause principale. Les difficultés du Japon résultent donc en partie de celles de la Chine. Il y a aussi la question de la deuxième taxe à la consommation, qui entrera en vigueur en octobre de cette année. Elle suscite une certaine appréhension étant donné l'impact de la première hausse d'impôt en 2014 sur le marché. Plus généralement, la faiblesse du Japon traduit sans doute aussi des préoccupations générales au sujet des tensions commerciales persistantes et des taxes douanières imposées par Donald Trump, le Japon ayant une forte concentration dans les secteurs de l'automobile et de l'électronique.

Il s'agit également d'un des rares marchés au monde à être globalement sous-évalué et se négocie avec une décote importante par rapport à ses valorisations historiques. La prudence des investisseurs est liée à des problématiques passées comme une faible croissance, des valorisations élevées, un endettement excessif et de faibles rendements ; cependant, les conditions se sont améliorées au cours des dernières années.

Nous avons vu la réforme de la gouvernance d'entreprise prendre de l'ampleur dans le pays, et les bénéfices ont atteint des sommets sur plusieurs décennies, tandis que l'endettement chutait à des points bas de plusieurs décennies également. Enfin selon la Banque du Japon, l'économie japonaise a connu deux années consécutives de croissance supérieure au potentiel, ce qui est la plus longue période de croissance depuis avant même la crise financière mondiale.

Plus important encore, nous pensons que les valorisations deviennent plus intéressantes. Le marché japonais se négocie avec une décote record par rapport au marché américain et au reste du monde, sur la base du ratio cours/bénéfice et de la valeur comptable.⁵ Des obstacles structurels tels que le vieillissement de la population et le niveau élevé de la dette publique persistent, mais le Japon a fait des progrès. Tout en restant sélectifs, nous continuons à identifier au Japon de bonnes affaires assez largement réparties dans un certain nombre de secteurs, comme ceux de la technologie, de l'industrie, des services de communication, des produits de consommation courante, des soins de santé et autres.

Identifier des titres *Value* à l'échelle mondiale

Du point de vue de l'investissement, nous pensons que les meilleures opportunités en Asie sont des stratégies basées sur l'accumulation de richesse à long terme et le potentiel de demande des consommateurs asiatiques. Nous décelons également de nombreuses opportunités potentielles parmi les fournisseurs de services et d'infrastructures essentiels comme les services publics, les télécommunications et les assureurs. Pour ce qui est de la Chine, nous pensons que de nombreuses entreprises restent intéressantes sur la base de valorisations bon marché, en étant sélectifs. À cette fin, nous avons évité dans une large mesure les entreprises d'État en raison d'une surcapacité et d'un effet de levier potentiellement excessif, préférant nous concentrer sur certains des secteurs axés sur la consommation et les services en Chine.

Pour les stratégies liées à des secteurs particuliers, nous restons engagés dans les soins de santé malgré des préoccupations liées à la réglementation et à la tarification. Bien que ce secteur ait connu une croissance supérieure à la moyenne des profits et des bénéfices, il s'est négocié à des valorisations inférieures à la moyenne, tant historiquement que par rapport à certains autres secteurs plus chers que nous identifions sur le marché mondial. Ce secteur est capable d'innovation étant donné les défis qu'il doit relever et il peut générer des produits et une croissance des bénéfices que le marché, à notre avis, ne reconnaît pas encore.

En ce qui concerne le secteur de la technologie, il nous paraît dans l'ensemble cher. Nous avons évité les actions coûteuses dont les hausses de valorisations sont liées à la tendance de marché. Au lieu de cela, nous avons décelé des opportunités dans les entreprises de logiciels plus matures et génératrices de trésorerie, ainsi que dans certaines entreprises de matériel informatique ayant un potentiel de restructuration et parmi les fabricants de semi-conducteurs pour lesquels les préoccupations en matière d'approvisionnement ont suscité une pression excessive.

Les actions dans le secteur de l'énergie ont considérablement souffert au second semestre 2018, avec un baril de Brent à moins de 50 dollars. On peut avancer que le secteur a été survendu et qu'il se dirige vers un rebond potentiel, comme nous l'avons constaté au premier trimestre, alors que le prix du pétrole a augmenté d'environ 35 % pour atteindre 70 dollars le baril.

Lorsque le pétrole commence à se rétablir comme il l'a fait, il nous semble moins attrayant, mais nous continuons à discerner de la valeur dans les grandes sociétés pétrolières intégrées. Celles-ci ont enregistré de solides dividendes, une hausse de leurs flux de trésorerie disponibles et des rendements croissants.

Dans les biens de consommation courante, les opportunités *Value* sont à sélectionner attentivement. Les investisseurs se sont généralement tournés vers les gagnants présumés qui affichent une croissance supérieure à la moyenne, ce qui a encore fait grimper les valorisations déjà élevées de ces actions. Au cours des dernières années, les sociétés de produits de consommation courante ont contré la pression sur les marges brutes en réduisant leurs frais généraux et leurs dépenses de marketing. Cependant, comme l'a récemment montré la récente perte de parts de marché annoncée par un certain nombre d'entreprises tant européennes qu'américaines, on peut penser que certaines d'entre elles ont fait des coupes un peu trop sévères.

Parallèlement, nous avons assisté à une évolution du secteur de l'alimentation, les détaillants investissant dans le commerce électronique et les marques de distributeur afin de parer la montée en puissance de plateformes alternatives telles qu'Amazon et les détaillants de produits bon marché. Cette situation nuit à de nombreux fabricants, en particulier aux États-Unis. Ainsi, au sein du secteur, nous décelons des opportunités dans certaines des entreprises du secteur de l'alimentation et des boissons génératrices de liquidités, faiblement valorisées et disposant de flux de trésorerie excédentaires qui pourraient être versés aux actionnaires.

Nous apprécions aussi certains détaillants d'aliments et de produits de consommation courante qui, selon nous, ont déjà pris la pleine mesure des obstacles que rencontre le secteur, alors que le marché ne reconnaît pas la capacité d'une entreprise à améliorer ses bénéfices. En même temps, nous évitons les entreprises dont les bilans sont tendus ou dont la valorisation n'est tout simplement pas étayée par une stratégie convaincante permettant de générer une croissance durable à long terme.

Nous pensons qu'à l'aube du second semestre de cette année, on verra se multiplier les signes indiquant que le marasme de la croissance mondiale touche à sa fin et que les vents commencent à tourner. L'économie chinoise semble rebondir, celle de la zone euro commence à accélérer, et la Fed américaine revient à une position neutre plutôt que stricte.

Enfin, selon divers paramètres dont le ratio de Shiller P/E rapporté au PIB (connu sous le nom d'indicateur de Buffett), le marché américain a maintenant dépassé les valorisations élevées de 1929, ne restant plus que les extrêmes relevés pendant la bulle technologique de la fin des années 1990.⁶ Et comme les bénéfices des sociétés américaines sont sous pression, nous pourrions enfin assister aux prémices d'une sous-performance soutenue du marché américain.

Cela ne signifie pas que nous n'investissons pas aux États-Unis, il s'agit d'un marché profond et liquide comportant des opportunités pour qui sait être sélectif. Nous n'identifions tout simplement pas suffisamment de valeur par rapport au reste du monde pour justifier la pondération de l'indice de référence mondial (MSCI All Country World Index) d'environ 55 % sur ce seul marché.⁷

Pour recevoir d'autres articles de Franklin Templeton par e-mail, abonnez-vous au blog [Beyond Bulls & Bears](#).

Pour recevoir des informations abrégées sur l'investissement, suivez-nous Twitter [@FTI_France](#) et sur [LinkedIn](#).

Les commentaires, opinions et analyses du présent document sont communiqués à titre d'information uniquement ; ils ne sauraient être considérés comme un conseil d'investissement individuel ou comme une recommandation d'investir dans un quelconque titre ou d'adopter une quelconque stratégie d'investissement. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les commentaires, opinions et analyses sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis. Les présentes ne constituent pas une analyse exhaustive de tous les aspects importants d'un pays, d'une région, d'un marché, d'un secteur, d'un investissement ou d'une stratégie.

Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document, et Franklin Templeton Investments (« FTI ») n'a pas vérifié, validé, ni audité de manière indépendante ces données. FTI décline toute responsabilité en cas de perte due à l'utilisation de ces informations, et la pertinence des commentaires, des opinions et des analyses contenus dans ce document est laissée à la seule appréciation de l'utilisateur. Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis par les sociétés affiliées de FTI et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

Quels sont les risques ?

Tout investissement comporte un risque, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. La valeur des investissements peut fluctuer à la baisse comme à la hausse et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer la totalité de leur mise initiale. Les prix des actions peuvent fluctuer, parfois de manière rapide et brusque, en raison de facteurs propres à des sociétés, industries ou secteurs spécifiques ou du marché dans son ensemble. La valeur des titres peut ne pas évoluer comme prévu et peut même diminuer. Un portefeuille exposé en particulier à certains pays, régions, industries, secteurs ou types de placements peut être sujet à un risque d'événements défavorables plus élevé qu'un portefeuille investissant de façon plus diversifiée. Les investissements à l'étranger comportent des risques spécifiques, comme les variations des taux de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique.

^{1.} Source : ISI Evercore Macro Views, 7 avril 2019.

^{2.} Source : Credit Suisse Global Equity Strategy, 27 février 2019.

^{3.} Source : Research Affiliates LLC, sur la base des données de la base de données de Robert Shiller et les Données économiques de la Réserve fédérale (Federal Reserve Economic Data, FRED), au 31 décembre 2018.

4. L'indice MSCI All Country World (ACWI) reflète les moyennes et grandes capitalisations de 23 marchés développés et 24 pays émergents. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion, et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée. MSCI n'offre aucune garantie et décline toute responsabilité quant aux données MSCI reproduites dans le présent document. Aucune redistribution ou utilisation n'est autorisée. Le présent rapport n'est ni préparé ni approuvé par MSCI. Voir www.franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

5. Source : Indices MSCI, au 31 mars 2019. L'indice MSCI All Country World reflète les moyennes et grandes capitalisations de 23 marchés développés et 24 marchés émergents. MSCI n'offre aucune garantie et décline toute responsabilité quant aux données MSCI reproduites dans le présent document. Les indices ne sont pas gérés et il n'est pas possible d'y investir. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des résultats futurs. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

6. Source : Indices MSCI, au 31 mars 2019 Indices MSCI Emerging Markets et MSCI World. L'indice MSCI Emerging Markets reflète les moyennes et grandes capitalisations de 24 pays émergents. L'indice MSCI World reflète la performance des moyennes et grandes capitalisations de 23 pays développés. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion, et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des résultats futurs. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

7. Le ratio cours/bénéfice est un multiple de valorisation obtenu en divisant le cours d'une action par le bénéfice annuel par action de l'entreprise. Pour un indice, le ratio cours/bénéfice est la moyenne pondérée des ratio cours/valeur comptable des entreprises qui le composent. Pour une entreprise, le ratio cours/valeur comptable est le rapport entre le cours de bourse actuel divisé par la valeur comptable (ou valeur nette) par action. Pour un indice, le ratio cours/valeur comptable est la moyenne pondérée des ratios cours/valeur comptable des entreprises qui le composent.