

### *De l'intérêt de prendre du recul*

#### ***Les valeurs européennes de croissance en dommage collatéral***

Les tensions récentes sur les marchés se sont confirmées et le phénomène semble s'amplifier. Les petites et moyennes capitalisations sont particulièrement attaquées, tout comme les valeurs de croissance en général, et de technologies en particulier. Elles sont victimes de flux sortants (prises de bénéfices), sans rapport avec la réalité micro-économique des entreprises.

Dans ce contexte, il est nécessaire de faire le point sur les perturbations en cours, afin de s'assurer qu'il ne s'agit que d'une énième tension de marché dans un environnement phagocyté par les banques centrales, et qu'il ne se propagera pas à l'économie réelle de manière radicale. D'autant plus que la menace principale de début d'année, le niveau fort de l'euro, est désormais derrière nous.

#### ***« Les taux américains, une menace pour les marchés ? »***

La dynamique forte de l'économie américaine, dont la durée du cycle surprend, se confirme. La croissance flirte avec les 3% et le chômage continue sa baisse. Dans ce contexte, le retour de l'inflation ne laisse d'autres choix à la Réserve Fédérale que de monter ses taux.

Cependant, avec des taux à 10 ans autour des 3,2%, nous sommes loin de niveaux perturbants pour les marchés de manière historique (même si le niveau de 3% est souvent mis en avant récemment) ou pour le financement des entreprises. En revanche, une baisse des multiples de valorisation des marchés actions américains semblerait bien compréhensible.

Malheureusement, avec un S&P 500 qui ne perd guère que 5% depuis ses plus hauts de septembre dernier, c'est bien l'Europe qui est victime de cette chute. Ainsi le Dax perd 15% par rapport à ses plus hauts, revenant sur ses niveaux de février 2017.

Les petites capitalisations sont également particulièrement attaquées. Au 11/10/2018, le CAC Small abandonne désormais 16,5% depuis le début de l'année (11,5% pour le CAC Mid-Small) retrouvant également ses niveaux du 1<sup>er</sup> trimestre 2017, bien loin de la dynamique de résultat des valeurs composant ces indices.

Ainsi, ces problématiques de flux continuent de peser sur les marchés européens, moins profonds, épargnant les marchés américains, plus liquides et résilients.

Par exemple, les multiples de valorisation baissent rapidement sur les petites et moyennes valeurs. Le PER forward du Cac Small a chuté sous les 14x, se rapprochant des points bas de 2014, comme si cette baisse de marché traduisait une détérioration forte des résultats à venir.

### ***La guerre commerciale, une menace devenue réalité ?***

La politique de Donald Trump semblait être celle d'un « Deal-Maker », menaçant lourdement ses partenaires commerciaux pour obtenir des accords en faveur des américains.

Avec les concessions proposées par l'Union Européenne, et les accords commerciaux avec le Mexique et le Canada, cette thèse semblait se confirmer.

Cependant, les discussions avec la Chine semblent au point mort, et un accord avant les élections américaines de mi-mandat paraît de moins en moins probable.

La Chine a pris le parti d'entrer dans une logique inverse, en réduisant les droits de douane sur le marché chinois pour ses partenaires commerciaux.

Dans ce cadre, il est légitime que les marchés s'inquiètent de l'impact de ces tensions commerciales sur les sociétés américaines (hausse des coûts de production) en plus des hausses liées aux salaires.

A revanche, il semble que la Chine ait les moyens d'accompagner un ralentissement de l'économie, même si la menace d'une nouvelle hausse des droits de douane (à 25% au lieu des 10% actuels) reste une épée de Damoclès.

Si cette guerre commerciale devait durer, l'impact serait réel, bien que gérable, sur la croissance mondiale. Mais là encore, ce mouvement de correction qui touche particulièrement les valeurs européennes et épargne largement les valeurs américaines semble disproportionné.

### ***L'Italie comme épouvantail au sein de la zone***

Les marchés européens se sont habitués, depuis 2012, à vivre avec les tumultes politiques. Entre la Grèce, la Catalogne, l'Italie, et le Brexit, les perturbations ne manquent pas.

Le budget proposé par l'Italie a néanmoins créé un stress particulier sur le marché. Le manque de crédibilité du gouvernement (qui donne des objectifs de croissance 2019 et 2020 irréalistes), et sa dialectique résolument anti-européenne (alors que la BCE est seule acheteuse nette de la dette italienne) vient mettre sous pression les taux italiens, ce qui est particulièrement anxiogène pour la zone compte tenu de l'importance de l'économie italienne.

Au-delà du cas particulier italien qui reste gérable avec les outils européens même dans des scénarios d'escalade (ESM, FESF), c'est un obstacle de plus au retour des investisseurs internationaux sur le marché européen.

Cette tension vient actuellement masquer la dynamique positive de la zone (réduction régulière du chômage, déficit sous les 1%, croissance solide).

Nous pensons que les marchés vont revenir se focaliser sur les fondamentaux

### ***Les actions : Loin de leurs fondamentaux***

Certaines valeurs illustrent bien le comportement malsain des marchés dans cette phase de correction.

**Wirecard** est une société allemande spécialisée dans le paiement innovant. Après un parcours boursier de grande qualité, la société a de nouveau subi des rumeurs délétères et a connu deux séances de baisse de plus de 10% cette semaine. Son entrée au Dax a favorisé la mise en place de position Short, et l'impact des mouvements ETF.

Pourtant, la confirmation de ses objectifs 2020 et la présentation de sa stratégie à plus long terme (son plan 2025 confirmant la durabilité de la très forte croissance actuelle) avait séduit les investisseurs. Mais en ces périodes de correction, les ventes de titres en plus-value dans les portefeuilles prennent le dessus, loin des fondamentaux des titres.

**STMicroelectronics** : Malgré des perspectives bénéficiaires réitérées par le top-management (CA en progression de 14 à 17% et levier opérationnel), le titre a baissé de 35% depuis mi-juin, début des tensions commerciales. Depuis, la société et des concurrents directs comme *Infineon* ont confirmé la qualité actuelle des marchés sous-jacents (industrie, auto, telecom). La valorisation actuelle est de 11x les résultats 2019 et 9x EV/EBIT.

Nos principales positions dans les sociétés de services telles que *Devoteam* ou *Wavestone* ont également baissé entre 15% et 20% depuis début octobre. Pourtant les résultats ont été excellents, et la demande reste forte sur ce segment. Le seul écueil actuel pour ces sociétés reste la capacité à recruter face à un marché très dynamique entraînant une crainte de ralentissement. La valorisation sur le prochain exercice reste attractive eu égard aux fondamentaux (une croissance organique qui restera soutenue et des acquisitions toujours à l'agenda).

Ce type de baisse, sur des volumes très faibles, crée de belles opportunités. Il nous faut désormais attendre que le marché revienne sur des éléments fondamentaux.

En attendant, sachant que ce type de perturbation peut durer, nous restons concentrés sur nos convictions de Long Terme.

*Rédigé le 11/10/2018 par le porte-parole de la gestion, Thibault Prébay.*