



De gauche à droite : Frédéric Rollin (Pictet AM), Bruno Kus (Mieux Vivre Votre Argent), Thierry Gautier (GSD Gestion), Louis Bert (Dorval AM), Christophe Soubiran (Mieux Vivre Votre Argent), Jean-Jacques Friedman (Vega IM), Frédéric Bériot (La Lettre de la Bourse), Jean-François Arnaud (Talence Gestion), Sébastien Korchia (UBS La Maison de gestion).

## « Il subsiste une incertitude sur les anticipations de bénéfices »

► **A** lors que les actions traversent une période de turbulence, sur fond de guerre en Ukraine, de remontée des taux obligataires et de confinements en Chine, les experts réunis autour de notre table ronde nous livrent leur analyse de la situation et leurs scénarios pour les prochains mois avec leurs pistes d'investissements préférées.

### Les marchés boursiers ont subi de fortes corrections ces dernières semaines. Quels sont les principaux risques aujourd'hui ?

**Frédéric Rollin**, conseiller en stratégie d'investissement chez Pictet AM

Sur le plan économique nous nous attendons à un scénario non pas de stagflation, mais de « slowflation », c'est-à-dire un ralentissement assez prononcé avec une

inflation qui dure plus longtemps que prévu en raison de chocs successifs, comme les confinements en Chine ou la guerre en Ukraine. Les stimulus monétaires et budgétaires très importants permettent aux consommateurs de payer plus cher, ce qui alimente également l'inflation. D'un côté, nous avons une baisse de l'offre et, de l'autre, une hausse de la demande propice à l'augmentation des prix. Cette inflation entraîne toutefois une perte de pouvoir d'achat qui fragilise la croissance. L'autre risque principal réside dans l'attitude de la Banque centrale américaine qui va continuer de resserrer sa politique monétaire en dépit des signes de ralentissement, étant donné que le taux de chômage reste très faible aux Etats-Unis. La Fed s'est trompée en relevant ses taux directeurs trop tard et l'inflation s'installe dans l'esprit des acteurs économiques. Elle doit donc casser cette spirale.

**Jean-François Arnaud**, directeur général adjoint et responsable de la gestion collective chez Talence Gestion

Nous avons en effet un paysage macro-économique qui se dégrade, amplifié par la guerre en Ukraine, et une récession qui se profile alors que l'inflation s'annonce durable sur fond de problèmes d'approvisionnements. La stratégie de la Chine, qui consiste à mettre certaines mégapoles sous cloche, a des impacts significatifs sur la croissance économique au-delà de ses

REPORTAGE PHOTO : ROMAIN ROUGER

frontières. Cette situation intervient à un moment où les entreprises semblent avoir atteint des plafonds en termes de marges.

**Sébastien Korchia**, directeur général adjoint et responsable des gestions collectives chez UBS La Maison de gestion

La multiplication des chocs successifs provoqués par le Covid et le coup de grâce apporté par la guerre en Ukraine avec ses effets papillons sur les prix des matières premières et des céréales, qui explosent au niveau planétaire, alimentent un climat à la fois récessionniste et inflationniste qui prend les banques centrales par surprise. Elles étaient dans une logique d'inflation temporaire et sont maintenant obligées de reprendre les rênes plus durement que prévu. La Fed, qui avait déjà décidé de stopper l'inflation des actifs, va accélérer cette stratégie. Le danger est qu'elle privilégie uniquement l'inflation au détriment de la croissance. La question est de savoir si elle cherchera à éviter à tout prix une éventuelle récession ou simplement à l'encadrer.

**Jean-Jacques Friedman**, directeur des investissements chez Vega IM

Les chocs successifs et la gestion de l'inflation par la Fed créent de l'incertitude. Il y a peu de temps, l'idée était que les banques centrales devaient maintenir des taux d'intérêt bas pour faciliter le financement de la charge de la dette par les Etats. La question est de savoir si elles peuvent se permettre de provoquer une envolée des taux pendant une période de six mois ou un an, au cours de laquelle les Etats s'endetteraient à un coût élevé, sachant que l'inflation est un élément psychologique majeur influençant largement l'économie. La Fed est-elle prête à combattre l'inflation à tout prix pour restaurer sa crédibilité ou va-t-elle se contenter de durcir son discours ?

**Louis Bert**, directeur général délégué et coordinateur des gestions chez Dorval AM

Nous assistons à la fin d'une période de désinflation qui a connu son point bas dans la période Covid et nous amorçons une période de normalisation nuancée selon les pays. L'Europe est entrée dans une économie de



Sébastien Korchia, directeur adjoint et responsable des gestions collectives chez UBS La Maison de gestion

guerre en soutenant l'Ukraine avec des conséquences majeures sur les prix de l'énergie. Cela induit des plans d'accompagnement sociaux rendant l'Europe plus protectrice. La construction européenne peut s'accélérer avec le développement des euro-bonds.

**Thierry Gautier**, président de GSD Gestion

Nous sortons de quatorze années de croissance ininterrompue. L'économie est faite de cycles et il est probable que nous aurions eu un ralentissement même sans les facteurs Chine et Ukraine. Il y a aujourd'hui deux chocs d'offre. La guerre en Ukraine fait flamber les prix de l'énergie et de l'alimentaire, tandis que le Covid continue de perturber les chaînes d'approvisionnements du fait de la politique zéro Covid menée en Chine. Dans ces conditions, je ne vois pas comment l'économie mondiale pourrait échapper à une récession. La question concerne davantage la capacité des banquiers centraux à la piloter et l'ampleur qu'elle prendra, sachant qu'aux Etats-Unis, la Fed s'est désormais focalisée sur l'inflation et que les Etats disposent de moins en moins de marge de manœuvre pour d'éventuels soutiens ou relances budgétaires.

### La hausse des taux et des rendements obligataires constatée dans les grands pays développés représente-t-elle forcément un frein pour les actions ?



Thierry Gautier, président de GSD Gestion

**Thierry Gautier**. Nous sortons d'une très vaste période de baisse des taux d'intérêt, notamment sur la partie longue de la courbe qui a entraîné jusqu'à l'an dernier une nette surperformance de la thématique de croissance au détriment de la value. Dans un contexte de remontée des taux, les valeurs de croissance auront du mal à justifier une nouvelle surperformance car elles deviennent plus chères en relatif par rapport

à des taux d'intérêt plus intéressants. Des compartiments d'actions relativement peu chers pourront toutefois tirer leur épingle du jeu.

**Louis Bert**. Les actions peuvent bien se comporter même en période de hausse des taux. La question est de savoir à quelle vitesse ils remonteront. Le faux pas de la Fed a renforcé les craintes. Surtout, nous sommes ►

► dans une phase d'ajustement des valorisations qui gagne aussi désormais le marché américain. Les taux risquent de peser encore un peu sur la tendance jusqu'à ce que nous ayons atteint le pic d'inflation.

**Jean-Jacques Friedman.** D'habitude, les taux montent à l'occasion d'une accélération du cycle économique. Aujourd'hui ce n'est pas le cas, ils sont davantage liés à des facteurs politiques. Les investisseurs privilégient les stratégies très défensives sur des secteurs comme les télécoms ou l'assurance. La question est de savoir quand le pic d'inflation sera atteint. Les chiffres devraient normalement commencer à s'améliorer sur ce front, ce qui permet d'espérer reprendre des stratégies plus offensives.

**Jean-François Arnaud.** A ce jour, les deux incertitudes sont à quel rythme les taux vont remonter et quel sera l'impact sur la croissance. En cas de net ralentissement, je ne privilégierais pas les thématiques cycliques. Les valeurs de croissance, qui ont largement surperformé ces dernières années, auront aussi du mal à bien se comporter dans un environnement de hausse de taux. Dans ce contexte, je me tournerais ainsi plutôt vers les valeurs défensives ou de croissance bon marché.

**Sébastien Korchia.** Il faut d'abord distinguer les taux avec ou hors inflation. Une situation de taux réels négatifs n'est pas forcément mauvaise pour la Bourse. Mais il faut aussi s'habituer à un nouveau monde de taux. Sur long terme, les taux américains suivent des cycles de quarante ans correspondant à des moments clés, par exemple 1940-1980 pour la hausse ou 1980 à 2020 pour la baisse. Nous pouvons imaginer que nous sommes entrés dans un nouveau cycle de quarante ans et reconsidérer certaines notions. Par exemple, qu'est-ce qu'une valeur de croissance dans un univers de faible activité économique? Celle de demain est peut-être une valeur avec une dynamique moins soutenue mais plus solide et confortée par les politiques budgétaires, comme ce pourrait être le cas pour le secteur de l'environnement. Cela n'exclut pas qu'à court terme nous puissions observer des phases de rebond des marchés



Jean-François Arnaud, directeur général adjoint et responsable de la gestion collective chez Talence Gestion.

avec le reflux des prix du pétrole et des matières premières, mais l'inflation de second tour par les salaires apparaîtra juste après et fragilisera ce rebond. L'inflation est partie pour durer.

**Frédéric Rollin.** Les hausses de taux ne sont jamais bonnes pour la plupart des actifs. Dans le contexte actuel, les actions américaines ont perdu un soutien important qui était l'effet TINA (*there is no alternative*). Au-delà de l'effet progressif de la hausse des taux, les valorisations des actions américaines restent élevées par rapport aux obligations. Pour un investisseur américain, l'alternative obligataire redevient intéressante. Ce n'est pas encore vrai pour l'Europe. Attention, nous pouvons encore subir des hausses de taux susceptibles de fragiliser les marchés. Les actions peuvent surperformer en période de remontée des taux mais il faut que ce phénomène soit compensé par des révisions à la hausse des bénéfices, ce qui n'est pas le cas. Nous avons plutôt des révisions en baisse. Je ne suis pas certain que les analystes financiers aient mesuré les conséquences de la baisse de la croissance et du pincement des marges sur la séquence bénéficiaire des entreprises.

### Quelle est aujourd'hui la situation financière des entreprises? Des améliorations de marges sont-elles possibles?

**Sébastien Korchia.** Les entreprises et les analystes financiers ne savent pas trop où ils vont. Ils ne peuvent se référer qu'aux performances passées et présentes qui sont bonnes. Mais cela nous importe peu. Il y a beaucoup trop de variables à prendre en compte aujourd'hui pour établir des prévisions fiables, comme la hausse des matières premières, des salaires, du fret ou encore les problématiques de rupture d'approvisionnement... J'ai donc beaucoup de mal à accorder de l'importance au consensus, d'autant que celui-ci est largement pondéré par le secteur pétrolier qui masque le ralentissement des autres secteurs. Aujourd'hui il vaut mieux avoir une approche plus économique. Jusqu'à maintenant, les entreprises disposaient de très bons fondamentaux, mais elles rentrent désormais dans le dur. Par ailleurs, les ménages qui ont accumulé de l'épargne et sont toujours prêts à consommer à des prix élevés vont rapidement rencontrer des problèmes de pouvoir d'achat.

**Jean-François Arnaud.** Les publications du premier trimestre ont été globalement de bonne qualité mais on observe une grande prudence des sociétés pour les prochains mois. Devant faire face aux problèmes d'approvisionnement, certaines d'entre elles ont dû constituer des stocks de prudence et ont donc

vu leur situation financière se détériorer. Face à un environnement macroéconomique qui se dégrade, il est probable que nous allions devant un mouvement de révision en baisse des estimations de croissance bénéficiaire, surtout si l'on rentre dans une phase de mini-récession.

**Jean-Jacques Friedman.** La santé financière des entreprises est saine. Mais je suis surpris qu'avec le fléchissement de la croissance, la hausse de la charge d'intérêt, le coût des matières premières et les pressions salariales, les révisions en baisse des estimations de profits n'aient pas eu lieu. Pour le moment, les marchés ont corrigé d'eux-mêmes. Les entreprises arrivent à passer des hausses de prix. Mais pour combien de temps?

**Thierry Gautier.** Les sociétés me paraissent bien armées pour affronter la période délicate à venir. Elles se sont déjà adaptées remarquablement aux conditions difficiles ces deux dernières années. Les publications du premier trimestre ont été globalement solides et meilleures que prévu, mais la macro-économie a pris le pas sur la micro-économie avec un ajustement des cours malgré la qualité des publications. Cela peut encore durer quelques trimestres. Pour le moment, les entreprises parviennent à augmenter leurs prix face à l'inflation mais à un moment donné, la demande ne pourra plus suivre. En Europe, et surtout en France, les aides gouvernementales ont permis de la maintenir. Pour combien de temps encore?

**Louis Bert.** Les marges sont à des niveaux historiquement élevés mais toutes les conditions sont réunies pour que cela se dégrade. Il va falloir surveiller le *pricing power* des entreprises. Le marché n'a pas attendu les analystes pour revoir ses attentes bénéficiaires. L'ajustement des valorisations commence à s'effectuer. Il y aura une limite à l'endettement des Etats et il faut craindre que le coût des mesures de soutien soit partagé par les entreprises, comme c'est le cas dans le secteur de l'énergie.

**Frédéric Rollin.** Les entreprises disposent de beaucoup de liquidités. La question qui se pose est



Frédéric Rollin, conseiller en stratégie d'investissement chez Pictet AM

celle de leur politique d'investissement au moment où les indicateurs économiques se retournent et où apparaît un risque sur la demande. Cette situation financière favorable va-t-elle finalement servir à quelque chose? A défaut d'investir, les entreprises seront peut-être tentées de racheter leurs actions.

### Les actions sont-elles revenues à des niveaux de valorisation plus attractifs?

**Frédéric Rollin.** En Europe, les niveaux de valorisation nous semblent redevenus attractifs, sachant que nous n'évoluons pas dans une spirale inflationniste aussi forte qu'aux Etats-Unis et que les hausses de salaires sont très mesurées. Outre-Atlantique, le marché me paraît encore un peu cher au regard de la poussée des prix et de la remontée des taux. Nous venons d'assister à la plus forte baisse du marché obligataire américain depuis les années 80 alors que nous avons eu seulement une correction sur les marchés d'actions. Comparées aux obligations, les actions américaines restent donc chères. Il est trop tôt pour y revenir. La revalorisation des actions américaines passera sans doute par un rebond du marché obligataire.

**Sébastien Korchia.** Par rapport à l'historique des dix dernières années, oui, les actions ne sont pas très chères, mais nous sommes dans une situation inédite de guerre avec un choc pétrolier. Ce n'est donc pas un argument suffisant. J'observe aussi que les investisseurs américains n'achètent pas d'actions européennes malgré un dollar fort car la crise est asymétrique. Contrairement à l'Europe, les Etats-Unis sont indépendants énergiquement et n'ont pas de guerre sur leur territoire. La politique monétaire en Europe est plus difficile à mener entre 28 pays. Enfin, nous manquons de visibilité sur les bénéfices et ceux-ci peuvent être révisés en baisse. Certes, les marchés ne sont pas chers, mais ils peuvent le rester.

**Jean François Arnaud.** Les marchés ont bien retracé pour retomber sous les moyennes historiques de valorisation. Ainsi, certaines valeurs sont redevenues attractives même s'il subsiste une forte incertitude quant aux anticipations de bénéfices des sociétés. ►



Louis Bert, directeur général délégué et coordinateur des gestions actions chez Dorval AM

► **Louis Bert.** Nous commençons à entrer dans une zone de valorisation attractive, notamment en Europe, avec des multiples de capitalisation des profits de l'ordre de 12 fois, mais nous pouvons très bien rester sur ces niveaux. Il faut un catalyseur qui pourrait venir du marché américain. Une fois que celui-ci aura suffisamment corrigé, nous pourrions retrouver une situation plus saine pour investir sur le marché.

**Thierry Gautier.** Le PER inversé des obligations corporate aux Etats-Unis tourne autour de 20 fois, ce qui est proche du PER des actions d'environ 16 fois; les actions américaines ne sont pas encore si bon marché. En Europe, l'écart est beaucoup plus important avec un PER inversé de 25 pour les obligations, contre environ 13 fois pour les actions, qui redeviennent de ce fait relativement attractives. Il manque toutefois le « momentum » pour que cette attractivité se matérialise.

**Jean-Jacques Friedman.** Par rapport aux estimations de 2022, les actions sont assez peu chères, mais peuvent revenir à des niveaux moyennement attractifs avec les révisions en baisse des profits. Les valorisations exceptionnellement élevées qui prévalaient par le passé ne pouvaient s'expliquer que par un contexte de taux inédit.



Jean-Jacques Friedman, directeur des investissements chez Vega IM

### Que faut-il penser du match entre les valeurs cycliques et les valeurs de croissance?

**Thierry Gautier.** La thématique croissance a largement surperformé au cours des douze dernières années de baisse de taux, mais je ne vois pas le phénomène se poursuivre aujourd'hui tant que l'on n'aura pas de visibilité sur la reprise de la croissance et des profits. Je privilégie plutôt la thématique value, avec des secteurs défensifs et bon marché, comme les télécoms, la pharmacie ou les bancaires.

**Louis Bert.** Le marché s'ajuste. Après de nombreuses années de sous-performance, la thématique value offre du potentiel, notamment dans le secteur bancaire qui va bénéficier de la repentification de la courbe des taux. Les valeurs à PER élevé, comme le luxe ou la technologie, ont bien corrigé et doivent être

surveillées. L'idéal est de mixer la thématique value avec les belles valeurs de croissance redevenues accessibles. Lorsque le marché sera convaincu qu'il n'y a plus de révisions en baisse de la croissance bénéficiaire, il retrouvera ses principaux catalyseurs.

**Jean-Jacques Friedman.** Il faut avoir une approche équilibrée après cette phase défensive. Si l'on pense que les taux vont bientôt plafonner, il est temps de revenir sur certains dossiers de croissance, ainsi que sur des dossiers de value plus cycliques. Normalement, la hausse des taux devrait être favorable à la thématique value. Il faut par exemple regarder du côté du compartiment automobile.

**Jean-François Arnaud.** Un équilibre doit être privilégié dans les portefeuilles. Je préfère rester prudent sur les thématiques cycliques car certaines, comme l'automobile, sont compliquées à appréhender dans un contexte de ralentissement économique. J'essaie de privilégier des cycliques un peu immunes et capables de passer des hausses de prix. Concernant les valeurs de croissance, la correction a ramené certains cours à des niveaux raisonnables.

**Sébastien Korchia.** Il faut revoir complètement notre mode de penser. Le match cyclique/croissance me semble dépassé. Depuis trois mois, le marché n'a joué aucune de ces deux thématiques et je verrai bien les valeurs défensives de croissance continuer de surperformer. Mais à court terme, les thématiques cyclique et croissance ont tellement corrigé qu'elles peuvent s'offrir un rebond au moins technique. L'adage dit que la « Bourse brûle ce qu'elle a aimé et aime ce qu'elle a brûlé », et cela peut encore fonctionner.

**Frédéric Rollin.** Les valeurs de croissance se sont faites massacrées en grande partie à cause de la hausse des taux. Des opportunités commencent à apparaître si l'on pense qu'elles continueront de croître plus vite que l'activité économique à l'avenir, mais il manque encore des catalyseurs. Pour le compartiment cyclique, la hausse des taux semble intégrée mais les questions se portent surtout sur les perspectives de croissance et il est probable que celles-ci seront encore révisées à la baisse. Nous préférons donc les valeurs défensives.

### Quels secteurs et quelles valeurs faut-il privilégier aujourd'hui?

**Frédéric Rollin.** Certaines valeurs de croissance peuvent sortir renforcées de la situation actuelle, notamment dans le domaine de la sécurité informatique. Le thème des énergies renouvelables nous semble



également porteur avec l'argument de l'indépendance énergétique. Il y a aussi de la croissance sur certaines valeurs défensives, comme dans la pharmacie.

**Sébastien Korchia.** A court terme, je suis tenté d'être contrariant en revenant sur des secteurs comme le luxe ou les équipementiers automobile car nous sommes dans l'exagération. A moyen terme, il faut se poser la question de savoir ce qu'est une valeur de croissance aujourd'hui. Le secteur de la transition énergétique en comporte beaucoup, mais il faut faire un gros tri et distinguer les acteurs qui fabriquent les matériaux, soumis au risque d'inflation du prix des composants, et ceux qui exploitent, susceptibles de profiter des politiques publiques. Je m'intéresse à des sociétés comme Neoen ou CFE en Belgique, spécialisée dans le dragage et les installations de champs d'éoliennes offshore. Alstom pourrait aussi constituer un pari intéressant. La sécurité, la cybersécurité et la défense méritent d'être davantage reconsidérées.

**Jean-François Arnaud.** Je regarde le secteur des énergies renouvelables. Ses performances ont été très volatiles depuis deux ans mais la guerre en Ukraine a remis un coup de projecteur dessus. La digitalisation

et la cybersécurité au sens large devraient tirer leur épingle du jeu dans la période actuelle. Les équipementiers automobiles me semblent massacrés et pourraient avoir touché un point bas... A plus long terme, je recherche des valeurs défensives et de croissance ayant un solide *pricing power*, par exemple Corticeira, le concurrent portugais d'Oeneo, qui fabrique des bouchons en liège, ou Kinopolis, une société belge qui exploite des salles de cinéma en Europe et en Amérique du Nord. Elle a optimisé ses coûts pendant la période Covid et va retrouver de beaux niveaux de rentabilité avec un pipeline de films à paraître très fourni. GTT va, de son côté, profiter du plan énergétique européen. ID Logistics offre également une bonne visibilité à moyen terme.

**Jean-Jacques Friedman.** Certains secteurs profitent directement de la crise, comme le pétrole, les énergies renouvelables ou la défense. Le thème des énergies renouvelables coche toutes les cases avec, en plus, la dimension ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance), de même que les valeurs indirectement liées à la transition énergétique, comme Saint-Gobain ou Alstom. Dans le compartiment défensif, nous privilégions l'assurance, avec des sociétés comme Axa ou Aegon. Il est aussi possible de revenir sur des thématiques de croissance, avec LVMH dans le luxe, ou sur des cycliques, comme Mercedes dans l'automobile.

**Louis Bert.** Je privilégie plutôt les valeurs bancaires, comme le Crédit Agricole qui délivre un gros rendement et ne comporte pas trop de risques associés. Les valeurs à multiple élevé comme Dassault Systèmes et LVMH redeviennent intéressantes. Je suis aussi tenté par la transition énergétique et quelques dossiers un peu plus spéculatifs, comme CGG.

**Thierry Gautier.** La pharmacie semble cocher les cases de la croissance et du caractère défensif, avec notamment Sanofi, mais également sa filiale EuroAPI, spécialisée dans les principes actifs, désormais introduite en Bourse. La pentification de la courbe des taux en Europe doit profiter au secteur de la bancassurance avec des valeurs comme BNP Paribas ou Axa. Dans la transition énergétique, nous apprécions des dossiers comme Alstom, dont la valorisation a été massacrée, et Imerys. Verallia, qui parvient à passer des hausses de prix, est un moyen de s'intéresser aux changements de modes de consommation. Enfin, parmi les dossiers très défensifs, nous retenons les sociétés de portefeuille, comme Wendel ou ACS en Espagne avec des décotes historiquement très élevées et des actifs sous-jacents de bonne qualité. ●