

vos fonds

L'Europe bon marché, l'Amérique trop chère Ethenea change de cap

Pour Peter Steffen, gestionnaire de fonds chez Ethenea, «les options put dans des fonds dynamiques, c'est une stratégie unique raisonnable, parce que la protection du capital reste notre principal souci.»

GUIDO MEEUssen

«**V**ous dites que tout le monde est si positif sur les actions européennes, réagit le gestionnaire de fonds Peter Steffen, d'Ethenea, étonné. Certains ne tarissent pas d'éloges à leur égard, mais n'y investissent pas. Les chiffres parlent d'eux-mêmes: les gros gestionnaires de patrimoine et les fonds de pension ont retiré l'an dernier plus de 10% de leurs avoirs en actions européennes. Dix pour cent, ce n'est pas rien. Et tous les fonds ainsi récupérés ont glissé vers les actions américaines. Depuis le début de l'année, la situation a quelque peu changé, mais il y a toujours plus d'argent qui va vers les Bourses américaines que vers les Bourses européennes. Cela se traduit aussi dans les cours: depuis le début de l'année, ils ont progressé de 6% aux États-Unis, soit le double de la hausse en Europe.»

Le gestionnaire de portefeuille d'Ethenea ne trouve pourtant pas les actions européennes vraiment chères. «Si vous utilisez les paramètres classiques, les actions européennes ne sont plus vraiment valorisées à un niveau attrayant. Mais si vous examinez le rendement du cash-flow libre (FCF-yield), ce que nous estimons être un bien meilleur critère, il en va tout autrement. Celui-ci oscille autour des 9% pour le Stoxx 600 Europe, ce qui est non seulement mieux que les 5% du S & P 500 américain, mais aussi favorable d'un point de vue historique et plus attrayant que les très faibles taux des placements sans risque.»

En comparant les cours aux bénéfices cycliques corrigés (CAPE), les actions européennes sont plus intéressantes encore, selon Peter Steffen. Aux États-Unis, ce ratio est récemment remonté à 30 environ, un niveau qui n'a plus été atteint depuis l'an 2000.

«Comparé à leurs sommets historiques, les actions européennes ne sont actuellement pas chères.»

PETER STEFFEN
GESTIONNAIRE DE FONDS CHEZ ETHENEA

Pour les valeurs européennes en revanche, ce ratio est toujours inférieur à 15.

«Aujourd'hui, aux États-Unis, les marges bénéficiaires flirtent avec les sommets historiques, voire les dépassent, alors qu'en Europe, elles ont rarement été plus faibles. Nous-mêmes avons donc joint l'acte à la parole et avons étoffé nos positions en actions européennes à plus de 50% du portefeuille pour notre fonds Ethna-Dynamic. La part des actions américaines a par conséquent été ramenée à environ 25%. Cela donne en quelque sorte un effet miroir, puisqu'il y a un an, nous étions investis à 50% en valeurs américaines et maximum 25% en actions européennes.»

Excès d'optimisme

D'autres éléments aussi justifient l'optimisme pour les actions européennes. Les banques du sud de l'Europe, qui enregistraient encore des pertes massives l'an dernier, se portent mieux. Le chômage continue de baisser et les secteurs industriels comme la construction et la chimie affichent de meilleures performances. Cela crée aussi un plancher pour des multiples supérieurs. «Depuis septembre, nous sommes devenus plus optimistes à propos de l'Europe, parce que les valorisations des actions américaines et européennes commencent à s'écarter.»

Les actions américaines sont-elles dès lors devenues trop chères? «Les Bourses américaines ont un niveau de valorisation plus élevé parce qu'il y a plus d'entreprises technologiques qui sont devenues beaucoup plus chères et parce que les multiples y sont beaucoup plus élevés, atteignant un niveau irréaliste parfois. Prenez par exemple Microsoft: son cours a triplé sur les cinq dernières années alors que le cash-flow libre a baissé et que l'entreprise n'a pas vraiment grandi. Cela ne peut pas durer.» De nombreuses entreprises technologiques sont à leur limite sur le plan de la valorisation. Apple aussi vole de record en record, alors que le bénéfice opérationnel a baissé de 15% l'an dernier. «On peut quand même s'interroger; beaucoup trop de gens sont trop optimistes.»

L'année 2016 a été difficile et les marchés ont connu un premier malaise, suivi d'un solide redressement sur fond de Brexit et de Trump. Comment appréhendez-vous cela? «Nous commençons évidemment toujours par faire notre devoir: l'action est-elle attrayante, le niveau du cash-flow libre est-il bon, l'effet de levier des dettes est-il sous contrôle, qu'en est-il de la durabilité du modèle opérationnel, etc? À cela, nous ajoutons un filtre macroéconomique.»

L'impact des élections

Que des événements politiques comme les élections aux Pays-Bas, en France ou en Allemagne puissent avoir un lourd impact sur les cours, Peter Steffen n'y croit pas. Les Néerlandais lui ont en tout cas donné raison. «Ce n'est jamais arrivé au cours de ce dernier quart de siècle. Des événements comme le Brexit ou l'élection de Trump sont plutôt des exceptions.» Mais des chocs extérieurs sont naturellement toujours possibles. Et ce sont surtout les actions chères qui sont une victime facile. «C'est pourquoi nous n'investissons jamais dans 'le marché', mais dans des actions précises, explique Peter Steffen. En outre, nous avons une stratégie

de couverture macro, où nous prenons des options put à trois ou six mois et ce, de façon permanente. Pas trop près de la valeur de marché, sinon nous les paierions trop cher, mais 8 à 9% en dessous. On paie une prime annuelle, ce qui pèse évidemment sur le rendement, mais avec ces options, qu'on ne devra probablement pas exercer, on est protégé contre un krach brutal de 10% ou plus. C'est une stratégie unique raisonnable, surtout pour les fonds actifs et dynamiques, mais notre premier souci est et reste la protection du capital.»

Ce mur de défense a certes joué des tours à Ethenea. «À cause notamment de cette stratégie, nous n'avons dégagé qu'un rendement légèrement supérieur à 0,5% pour le fonds Dynamic l'an dernier. En outre, nous nous sommes dégagés de beaucoup de positions au début de 2016, lorsque les marchés baissaient. Par la suite, lorsque les cours sont remontés, nous y sommes revenus trop tard. Et d'avril à novembre, il ne s'est pas passé grand-chose, mais une forte volatilité régnait. Et nous avions cette prime d'options put. Mais de toute façon, nous sommes heureux d'avoir pu terminer 2016 sans pertes. L'année 2017 a nettement mieux débuté: actuellement (NDLR au 15 mars), nous affichons un bénéfice de 3.»

Quelle sorte d'actions Ethenea a en portefeuille? «Laissez-moi vous dire d'abord que nous conservons en général une action long terme. La plus grosse position que nous avons, nous la détenons déjà depuis un an et demi. Il s'agit de Samsung Electronics. Cette action s'est assez bien comportée l'an dernier, contrairement aux cinq années précédentes. Avec un FCF-yield de 10% et un paquet de liquidités, elle est fortement sous-évaluée. Notre seconde position en importance est l'assureur allemand Allianz, que nous avons encore étoffé récemment. C'est une action qui est encore relativement bon marché par rapport à ses concurrentes, avec un ratio cours/bénéfice de 10, contre 13 à 14 pour des entreprises comparables. Après ses expériences de 2000 et 2007, elle s'est constituée un solide matelas au point d'être le seul assureur qui jouit d'un rating AA. Aujourd'hui, elle a commencé à racheter des actions propres et elle augmente aussi son dividende.»

GBL

Il n'y a pas d'actions belges dans les fonds Dynamic. «Nous avons une participation indirecte en GBL via notre participation dans Pargesa (Suisse). Ce n'est que récemment que cette action s'est remise de la forte réévaluation du franc suisse. Mais GBL a un excellent track record et paie un beau dividende. En outre, elle affiche une décote traditionnelle de holding. Son investissement en Adidas l'an dernier a été un coup de maître. Je dois avouer que j'avais aussi suivi Adidas l'an dernier, mais je la trouvais trop risquée.»