

# Actions européennes : trois thèmes à surveiller



**Kasper  
ELMGREEN**  
Responsable de la  
gestion actions



**Eric  
MIJOT**  
Responsable de la  
stratégie actions,  
responsable adjoint la  
stratégie



**Ibra  
WANE**  
Stratège actions sénior



**Tristan  
PERRIER**  
Économiste sénior

« **La stabilisation des perspectives économiques et le recul des risques politiques à l'issue des élections devraient se révéler favorables pour les actions européennes.** »

- **La volatilité va perdurer.** Les marchés sont prisonniers d'une actualité particulièrement volatile. Les inquiétudes liées aux échanges commerciaux sont à l'origine des changements d'humeur (le pessimisme autour d'une entente rompue entre la Chine et les États-Unis s'est soldé par une correction au mois de mai ; en parallèle, l'espoir renouvelé d'un accord partiel a fait grimper, en juin, les marchés actions à leurs meilleurs niveaux depuis le début de l'année). Plus récemment, le ton ultra-accommodant des principales banques centrales a renforcé l'optimisme et confirmé la prolongation du cycle actuel, en dépit du ralentissement de la croissance mondiale et de perspectives de bénéfices peu réjouissantes. Dans ce contexte, **les actions mondiales devraient, selon nous, se maintenir dans leur fourchette de cotation et inciter les investisseurs à se tourner davantage vers des opportunités de valeur relative au sein des différentes régions et valeurs, plutôt que de privilégier des choix directionnels.**
- **Sur le plan géographique, nous pensons que les actions européennes possèdent toutes les capacités pour surperformer le reste du monde, tout en offrant un terrain favorable aux investisseurs en quête d'opportunités.** Pour les investisseurs mondiaux **qui ont un positionnement vendeur sur l'Europe**, le moment nous semble propice pour réévaluer l'allocation à cette classe d'actifs en tenant compte, en particulier, des **trois grands thèmes suivants.**
- **Thème 1. Une stabilisation des perspectives économiques, une approche accommodante de la part de la Banque centrale européenne (BCE) et un apaisement des risques politiques se révéleraient favorables à l'Europe.** La croissance se poursuivra à un rythme modéré, notamment grâce à une demande locale acceptable, même si les risques sont orientés à la baisse et strictement liés au contexte géopolitique (évolution de la guerre commerciale). La possibilité que la BCE renforce son programme de relance constitue un nouvel élément de soutien car elle empêcherait toute appréciation non désirée de l'euro et renforcerait sa protection face à une détérioration du contexte économique mondial.
- **Thème 2. La convergence de la croissance des bénéfiques par rapport au reste du monde et les justes valorisations font de l'Europe une région plus intéressante que ce que suggère le positionnement des investisseurs.**
- **Thème 3. À moyen et long termes, les actions européennes devraient rester attrayantes pour les investisseurs européens en quête de rendement ainsi que pour les investisseurs qui s'intéressent aux thématiques ESG.**

## Thème 1. Stabilisation des perspectives économiques et apaisement des risques politiques

Les incertitudes perdurent car les tensions commerciales continuent de faire les gros titres. L'émergence d'une actualité économique positive soutiendrait la tendance haussière des marchés actions, qui ne saurait être viable en l'absence d'un contexte macroéconomique favorable. Quelles perspectives d'évolution pour l'Europe ?

1. **Stabilisation des perspectives de croissance.** Dans l'ensemble, en dépit des pressions continues qui pèsent sur les indices de confiance du secteur manufacturier, les surprises économiques sont récemment devenues bien moins négatives qu'elles ne l'étaient au début de l'année 2019. Les perspectives de croissance resteront bien orientées, mais elles ne seront pas aussi solides qu'au premier trimestre. Néanmoins, la plupart des autres indicateurs économiques devraient se consolider grâce à un certain nombre de facteurs. Tout d'abord, les **variables cycliques** (en particulier l'emploi et les salaires) devraient poursuivre leur tendance positive. En outre, l'approche budgétaire adoptée par les quatre

plus grands pays s'**adoucissent** (total estimé de 0,5 % du PIB de la zone euro). La hausse du revenu disponible réel des ménages jouera par ailleurs un important facteur de soutien en 2019, et profitera également de la récente baisse des prix pétroliers. De son côté, la **BCE conserve une approche particulièrement accommodante** : de nouvelles mesures devraient permettre de stabiliser les anticipations d'inflation et aider à atteindre les objectifs d'inflation.

D'un autre côté, certains risques devront être surveillés, en particulier ceux qui sont liés à la faiblesse prolongée des échanges commerciaux et de l'activité manufacturière dans la mesure où ils pourraient finir par influencer les entreprises dans leurs intentions d'embauche. De même, la hausse de l'épargne de précaution des ménages pourrait effacer l'effet de ces facteurs positifs. L'échec d'un accord sur le Brexit et l'apparition éventuelle de nouveaux droits de douane américains sur des biens européens constituent des risques majeurs qu'il faudra surveiller.

Toutefois, dans l'ensemble, **nous pensons que le récent pessimisme entourant l'économie européenne était exagéré.**

2. **Apaisement des risques politiques en Europe.** À l'automne, l'évolution du Brexit pourrait apporter davantage de visibilité et un nouvel équilibre devrait se mettre doucement en place à l'issue des élections européennes. Les résultats des élections brossent un tableau encore majoritairement pro-Europe avec, cependant, une légère progression des forces populistes ou eurosceptiques (principalement en Italie et en France) qui devraient toutefois contribuer à maintenir bien en vue le facteur politique. Les progrès réalisés dans l'accord sino-américain pourraient certainement se révéler plus favorables aux actions. Nous observons encore un consensus limité aux États-Unis en faveur d'une hausse des droits de douane à l'encontre de l'Europe. De même, la décélération de l'économie américaine pourrait dissuader le président Donald Trump de se montrer plus agressif.

**« En dépit d'une possible tendance haussière à moyen terme, nous ne tablons pas sur une appréciation de l'euro à court terme tant que les incertitudes et le ton ultra-accommodant de la BCE perdureront. »**

Le marché des actions européennes étant fortement dépendant du cycle mondial (les entreprises européennes génèrent plus de la moitié de leur chiffre d'affaires en dehors de l'Europe), le scénario d'une surperformance relative des actions de la région repose sur la confirmation de notre scénario central (décélération de l'économie américaine par rapport à son potentiel parallèlement à la mise en œuvre d'un certain nombre de mesures de relance en Chine ; pas de nouvelle escalade des tensions commerciales et forte demande locale). Pour une telle surperformance, il est essentiel que les perspectives économiques s'améliorent par rapport aux autres pays du G10. Le graphique ci-dessous indique que la performance relative du marché européen tend à évoluer parallèlement au différentiel de l'indice de surprise économique, qui a récemment progressé en faveur de l'Europe.

### Indice de surprise économique et performance relative des actions européennes



Source : Amundi, Bloomberg, au 21 mai 2019. Différentiel de l'indice de surprise européen CitiEconomic par rapport au G10, et MSCI Europe vs. MSCI World.

« Avec le rebond des révisions des bénéfices et leurs perspectives de croissance étant désormais conformes au reste de l'univers développé, rien ne justifie un positionnement vendeur sur les actions européennes. »

La devise commune pourrait *in fine* offrir un soutien, mais la marge est encore grande avant qu'un tel scénario ne se concrétise. La juste valeur de la paire EUR/USD s'établit à environ 1,20-1,25, ce qui signifie que les niveaux actuels (1,12) sont positifs pour la rentabilité des entreprises européennes. Le ton plus accommodant de la BCE devrait également empêcher toute appréciation de l'euro.

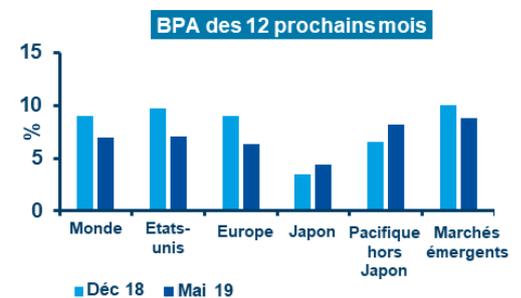
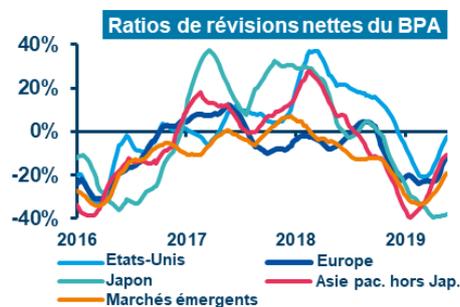
En effet, l'économie américaine perd de son entrain (2,4 % en 2019, 2,0 % en 2020), tandis que l'union économique et monétaire (UEM) devrait progressivement se redresser de son creux (1,0 % en 2019 et 1,5 % en 2020). La combinaison de ces deux éléments joue en faveur d'une appréciation de l'euro à moyen terme. En termes d'évolution, les perspectives à moyen terme sont également orientées à la hausse pour l'euro. Néanmoins, à plus court terme, l'aversion au risque liée aux événements politiques en Europe (en baisse, mais néanmoins toujours présents), la complexité des négociations commerciales finales entre les États-Unis et la Chine ainsi que le ton ultra-accommodant de la BCE constituent un élément de soutien pour le dollar américain.

Entre-temps, bien que les capitaux en direction des actions européennes soient négatifs depuis un certain temps, tout regain d'intérêt pourrait attirer de nouveaux investisseurs étrangers sans pour autant devoir couvrir la devise.

## Thème 2. Les perspectives de bénéfices et les valorisations sont favorables sur le plan relatif

Selon le consensus IBES, les bénéfices devraient augmenter de quelques pour cents au cours des 12 prochains mois, reflétant les prévisions de croissance des bénéfices dans le reste du monde.

### Perspectives du BPA : conformes aux symptômes de fin de cycle, et pas moins bonnes qu'ailleurs



« Les valorisations sont conformes à la moyenne historique mais elles restent attrayantes par rapport aux États-Unis. »

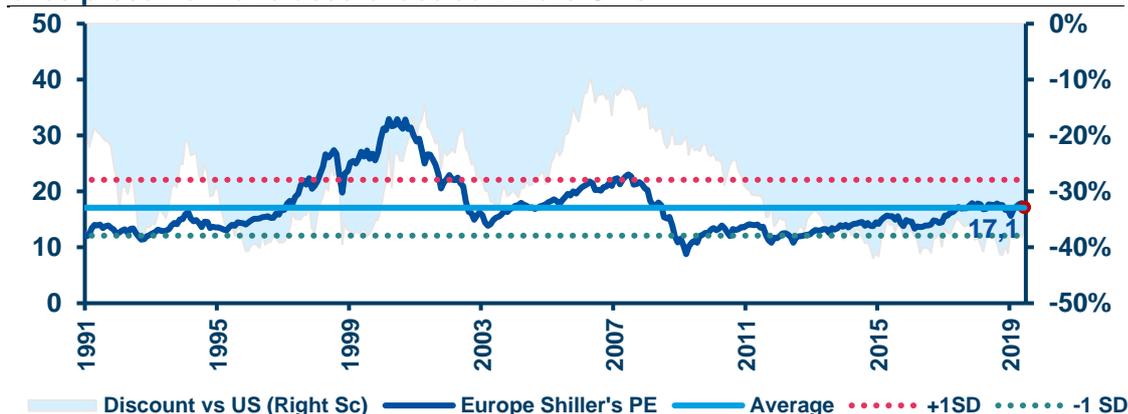
Source : recherche Amundi. Le graphique de gauche présente le ratio de révisions nettes (moyenne mobile sur 3 mois) selon le consensus IBES, et le BPA en devise locale pour une sélection de pays, au 18 mai 2019.

Même si ces prévisions doivent être considérées comme étant dans le haut de la fourchette, cette convergence témoigne clairement d'un environnement de fin de cycle.

Depuis le sommet du cycle précédent, les bénéfices européens restent en retrait par rapport à ceux des autres régions. Ils ne se sont inscrits en hausse qu'à deux reprises depuis 2009 : entre début 2010 et mi-2011, et du début 2017 jusqu'au printemps 2018. Si le dernier rebond a dépassé celui des autres régions, les bénéfices ont, depuis, une nouvelle fois déçu. **Le premier trimestre 2019 pourrait marquer le redressement de cette phase.** À en juger par notre modèle interne et par le comportement de l'indice CRB industriel (un indicateur du marché industriel mondial des matières premières), des marchés émergents, des bénéfices américains, de l'euro et des indicateurs conjoncturels des entreprises, la croissance des bénéfices devrait rester légèrement positive au cours des 6 prochains mois et s'aligner sur celle de l'indice mondial.

Sur le plan des valorisations, l'**Europe semble relativement intéressante si l'on en croit les différents ratios de valorisations**. Le PER de Shiller (ratio cours/bénéfices calculé selon le bénéfice moyen corrigé de l'inflation sur les 10 dernières années), par exemple, révèle une décote proche de son plus bas historique (-37 %) par rapport aux valeurs américaines. Selon le ratio cours/bénéfices des 12 prochains mois (qui permet de projeter les bénéfices pour les 12 mois à venir), les valorisations européennes sont également intéressantes par rapport au reste du monde (MSCI World), avec des niveaux inférieurs à la moyenne de long terme, sans pour autant être survendues.

### Les valorisations européennes sont conformes à leur moyenne historique, mais elles présentent une décote face aux États-Unis



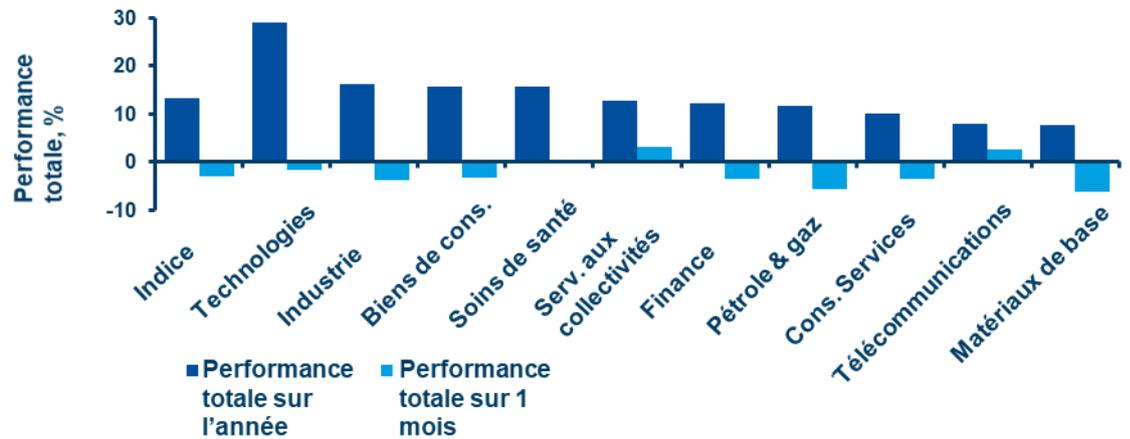
Source : recherche Amundi, données Datastream au 21 mai 2019.

En ce qui concerne la sélection des valeurs, nous pensons que les **segments cycliques offrent davantage d'opportunités que les segments plus défensifs, ces derniers étant devenus bien trop chers à nos yeux**. Les importantes révisions des perspectives de bénéfices n'ont que peu d'impact sur la performance, qui est bien plus influencée par les anticipations implicites excessivement négatives.

À titre d'exemple, nous préférons les valeurs industrielles de grande qualité et qui affichent de solides bilans. Certains de ces titres s'échangent à des niveaux qui traduisent des perspectives bien trop négatives.

Pour les investisseurs les plus courageux, nous identifions également de la **valeur dans certaines** banques européennes qui ont été grandement pénalisées en termes relatifs par les faibles rendements et l'aplatissement de la courbe de taux. De même, certains pans privilégiés du segment défensif, tels que la santé et les télécommunications, offrent quelques opportunités par rapport aux autres valeurs sensibles aux taux, devenues bien trop chères. À l'instar de ce que nous avons pu observer lors de la correction des marchés, nous pensons que la **rotation sectorielle** se poursuivra et permettra de dégager de nouvelles opportunités favorables à une sélection active des valeurs.

### Stoxx 600 - rotation sectorielle durant la correction du mois de mai

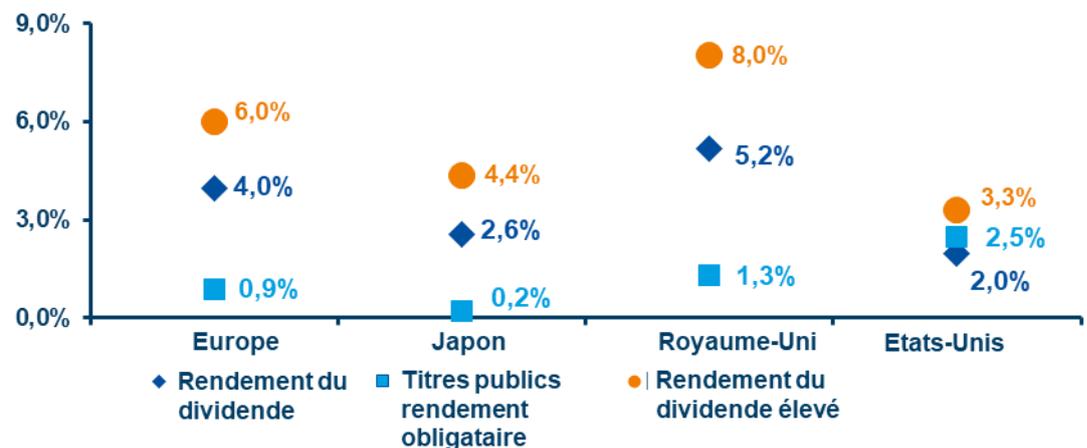


Source : analyse Amundi à partir de données Bloomberg. Données au 6 juin 2019.

### Thème 3. Thématiques de long terme (quête de rendement et ESG)

Les investisseurs en actions européennes pourraient par ailleurs bénéficier de l'attrait du rendement historiquement élevé du dividende par rapport au rendement obligataire.

#### Rendements obligataires vs rendements du dividende



Source : recherche Amundi, données Bloomberg au 29 mai 2019.

« L'Europe abrite de nombreuses entreprises de grande qualité dont les business models sont solides et l'amélioration du profil ESG constitue une priorité. »

Enfin, dans une perspective de plus long terme, les actions européennes jouent un rôle central en matière de **développement durable** : l'Europe est le siège de nombreuses entreprises de grande qualité qui présentent de solides business models et un fort intérêt, ainsi que des biens de consommation et des industries de grande marque. De nombreuses entreprises européennes détiennent les solutions nécessaires pour s'attaquer aux enjeux liés au développement durable. Dans un monde où les valorisations globales ne sont pas

particulièrement attrayantes, la durabilité du business model, la solidité du bilan et les valorisations joueront un rôle décisif. Le développement durable implique par ailleurs de tenir compte des considérations ESG (environnementales, sociales et de gouvernance) : les facteurs ESG représentent, à nos yeux, une tendance structurelle qui progresse parmi les entreprises et les investisseurs. Par rapport au reste du monde, les entreprises européennes affichent de bons résultats en matière d'ESG, mais la route est encore longue. À en juger par les taux de croissance, les entreprises qui présentent les meilleurs fondamentaux ESG parviennent à surperformer le marché. C'est pourquoi nous sommes convaincus que le segment conservera son attrait et offrira de nouvelles opportunités aux investisseurs dans les années à venir.

## AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.

Venez découvrir Amundi investment insights sur [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

**Définitions - Secteurs cycliques vs défensifs :** les sociétés cycliques sont des sociétés dont les bénéfices et les cours boursiers sont fortement corrélés aux fluctuations économiques. Les valeurs défensives, au contraire, sont moins corrélées aux cycles économiques. Les secteurs cycliques MSCI GICS sont : la consommation discrétionnaire, les services financiers, l'immobilier, l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux de base, tandis que les secteurs défensifs sont la consommation de base, l'énergie, la santé, les télécommunications et les services aux collectivités.

### Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 19 juin 2019. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre des pertes.

Les opinions formulées au sujet des marchés et des tendances économiques sont celles de l'auteur, mais nécessairement d'Amundi Asset Management, et peuvent changer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres. En outre, aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi.

Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service.

Date de première utilisation : 20 juin 2019.

---

#### Directeurs de la publication

##### Pascal BLANQUÉ

Directeur des Investissements

##### Vincent MORTIER

Directeur adjoint des Investissements

---