

LETTRE TRIMESTRIELLE  
2<sup>EME</sup> TRIMESTRE 2017

TRANSATLANTIQUE GESTION  
| A MEMBER OF CIC PRIVATE BANKING |

## CAVALCADE

« Les actions doivent demeurer une composante essentielle dans la composition des patrimoines »

**Wall Street**, emportée par une furieuse cavalcade depuis dix ans (qui s'est d'ailleurs accélérée après l'élection de Donald Trump), vient de franchir allègrement la barre des 20 000 points (10 000 en 2008).

Il n'en faut pas plus pour que se réveillent certains investisseurs ou commentateurs qui affirment que les marchés sont trop chers, qu'une bulle spéculative est en train de se créer et qu'elle va bientôt éclater.

Ils s'appuient sur des arguments qui sont loin d'être dénués de fondement : la hausse des bénéfices des sociétés sur les cinq dernières années a été beaucoup plus faible que celle des marchés (de l'ordre de 5 fois pour les

actions américaines). C'est une argumentation très forte, mais elle ne prend pas en compte le niveau très bas des taux d'intérêt, la reprise actuelle des affaires, la mondialisation, l'innovation, la digitalisation qui ont des effets très positifs sur la consommation et sur la productivité.

Les actions offrent encore un rendement de 3% environ, alors que l'immobilier ne rapporte que 2,5 % et les obligations souvent moins de 1%.

Et les actions permettent de diversifier les risques géographiques, politiques et de s'intéresser aussi bien à des secteurs traditionnels qu'à des secteurs de nouvelle économie ou innovants.

Elles doivent demeurer une composante essentielle dans la composition des patrimoines.

---

**EDITO** | page 2  
*Pétrole et Bourse*

**OBLIGATIONS** | page 5  
*Que vont faire les taux d'intérêt ?*

**LES MOTS** | page 11  
*Quelques dictons de l'univers boursier*

**MARCHES** | page 3  
*Coup de longue-vue dans le rétroviseur*

**ECONOMIE** | page 7  
*Des paroles aux actes*

**NOS FONDS** | page 12  
*Performance de la gamme Brongniart*

**MARCHES** | page 4  
*Quand je me regarde, je me désole.  
Quand je me compare, je me console.*

**SECTEURS** | page 9  
*Le PER, un outil de mesure de la « cherté » des marchés actions ?*

## COUP DE LONGUE-VUE DANS LE RÉTROVISEUR

Regardons avec une longue-vue ce qu'il s'est passé sur les marchés boursiers<sup>1</sup> sur les 30, 20, et 10 dernières années.

Un investisseur français qui aurait placé 100 francs (15 €) sur le CAC 40 le 31 décembre 1987 se trouverait aujourd'hui, dividendes compris, à la tête de 1 300 F (200 €). Un investisseur américain qui aurait placé 100 \$ sur le Dow Jones la même année aurait lui 2 200\$ aujourd'hui.

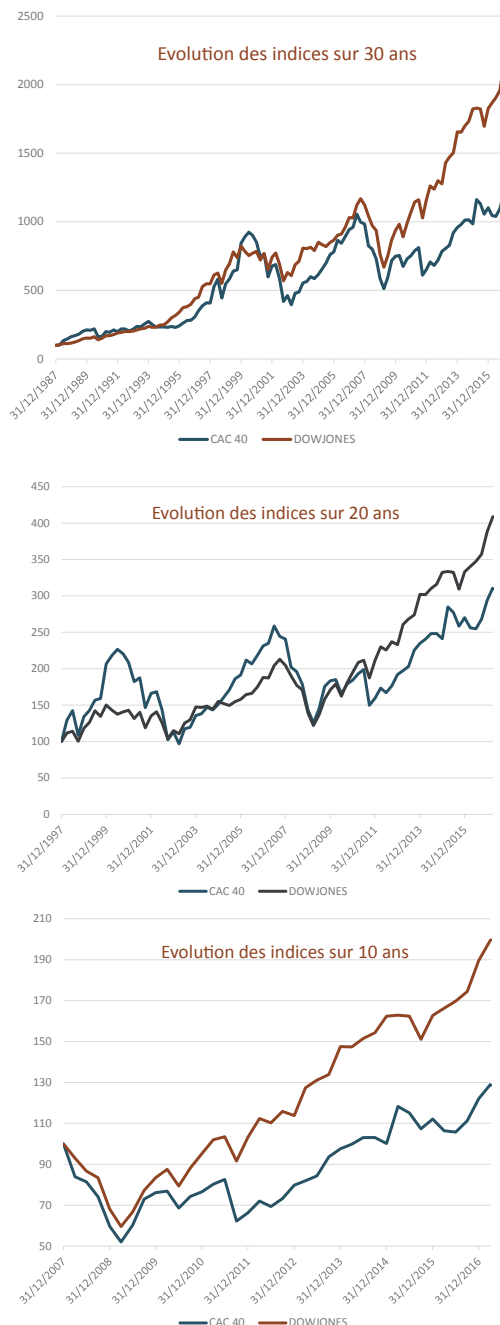
Un investisseur français qui aurait placé 100 francs (15 €) sur le CAC 40 le 31 décembre 1997 aurait aujourd'hui 300 francs (45 €). L'investisseur américain qui aurait effectué le même placement en dollar sur le Dow Jones la même année disposerait de 400 \$ aujourd'hui.

Enfin, un investisseur français qui aurait placé 100 € sur le CAC 40 le 31 décembre 2007 posséderait aujourd'hui 130 €. L'investisseur américain quant à lui détiendrait 200 \$ aujourd'hui.

En résumé, l'investisseur français sur le CAC 40 a multiplié son placement par 1,3 en 10 ans, par 3 en 20 ans et par 13 en 30 ans. L'investisseur américain a multiplié le sien par 2 en 10 ans, 4 en 20 ans et par 22 en 30 ans.

Enfin, si on déflate ces performances de l'inflation, l'investisseur français a vu son capital multiplié par 1,2 ; 2,3 et 8,7 fois sur 10 ans, 20 ans et 30 ans. Toujours sur les mêmes périodes, l'investisseur américain a multiplié son capital par 1,7 ; 2,7 et 11 fois.

<sup>1</sup> Performances dividendes compris en devises locales



Source : Bloomberg

# « QUAND JE ME REGARDE, JE ME DÉSOLE. QUAND JE ME COMPARE, JE ME CONSOLE » TALLEYRAND

En observant les marchés financiers nous constatons qu'un certain nombre d'entre eux sont au plus haut, notamment les marchés américains : Standard & Poor (2374), Dow Jones (20822), MSCI World<sup>1</sup> (1850). Le CAC 40 moins performant a néanmoins rattrapé le niveau qu'il avait en août 2006 avant la crise de 2008.

Cette hausse s'explique essentiellement par la hausse des PER et un peu par la hausse des dividendes. Ces PER<sup>2</sup> sont actuellement en moyenne à 15 sur le CAC 40 et 18 sur le Standard & Poor contre respectivement 13 et 15 il y a 10 ans. **Certains investisseurs trouvent qu'ils sont trop élevés en comparaison de ce qu'ils ont connu et trouvent donc les marchés financiers trop chers.** Si l'on s'en tient à cette simple observation on peut les comprendre. Mais si l'on met les choses en perspective, on aura une autre vision.

En effet, il faut tenir compte du niveau des taux d'intérêt. Ils sont très bas. Avec des taux d'intérêt à 12%, les PER ne dépassaient pas 10 ; aujourd'hui les taux d'intérêt sont à 1% et on peut donc compter sur un PER de 25. Il y a également le niveau des bénéfices des entreprises dont l'évolution est à examiner dans le passé, le présent et surtout l'avenir. Toute augmentation de bénéfice prévue entraîne une demande de l'action et son prix monte. Il y a actuellement des secteurs de l'économie qui affichent de bonnes perspectives comme la technologie, le luxe, et qui à eux seuls tirent les PER vers le

haut à 40/50. De même, il y a également la productivité dont il faut tenir compte. Avec des taux d'intérêt bas qui favorisent l'investissement on pourra produire plus avec moins de capital immobilisé.

Les marchés sont peut-être chers mais cela est justifié, si bien sûr cet environnement favorable perdure.

### Qu'est ce qui pourrait remettre en cause cet équilibre vertueux ?

Bien évidemment, les risques sont nombreux. On citera le protectionnisme de Monsieur Trump, l'éclatement possible de la zone euro et de l'Europe, une hausse importante des taux d'intérêt, l'effondrement du système monétaire, des guerres, etc... Quoique ces scénarii ne sont pas les plus probables car cela reviendrait à casser les échanges commerciaux internationaux. Personne n'en tirerait profit.

Les marchés actions semblent aujourd'hui, malgré les niveaux atteints, un bon vecteur pour protéger son capital. D'autant plus que les autres classes d'actifs ne sont pas meilleur marché. Les obligations d'Etats ne rapportent presque plus rien : 0,35% pour le BUND<sup>3</sup> allemand et 1% par OAT<sup>4</sup> française, (il faut respectivement 285 et 100 années de revenus pour récupérer son investissement). L'immobilier « bien placé » rapporte 2,5% (il faut 40 années de revenus pour récupérer son investissement soit 2,5 fois plus longtemps que pour les actions).

Compte tenu de ces éléments, perspectives favorables pour l'augmentation des bénéfices des entreprises, hausse des taux d'intérêt vraisemblablement modérée et lente, relative stabilité de l'environnement politico-économique, il faut, encore, semble-t-il, **OSER** investir dans les actions.

<sup>1</sup> MSCI World: Indice boursier mesurant la performance des marchés boursiers des pays économiquement développés

<sup>2</sup> PER : Price Earning Ratio, c'est-à-dire le rapport de la capitalisation boursière au bénéfice de l'entreprise, autrement dit le nombre d'années de bénéfices nécessaires qu'il faut pour amortir son investissement

<sup>3</sup> BUND : Emprunt d'Etat Allemand à 10 ans

<sup>4</sup> OAT : Obligation assimilable du Trésor, Emprunt d'Etat Français à 10 ans

## QUE VONT FAIRE LES TAUX D'INTÉRÊT OU POURQUOI LA HAUSSE DES TAUX SERA CONTENUE ?

En 35 ans les taux d'intérêt des pays développés n'ont fait que baisser. De septembre 1981 à juillet 2016, le taux de financement des Etats-Unis à 10 ans a été divisé par près de 12, passant de 15,84% à 1,35%. Mais depuis leur plus bas, l'été dernier, une dynamique contraire semble se mettre en œuvre.

### Comment expliquer ce changement de tendance ?

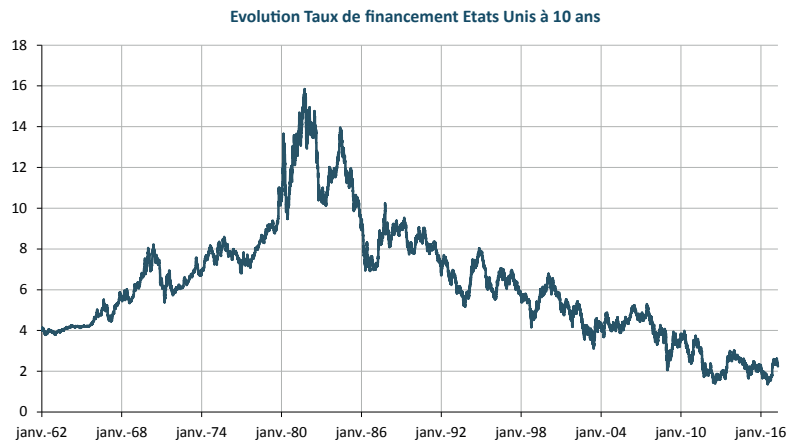
Théoriquement, le taux d'intérêt auquel se finance un pays à 10 ans représente l'anticipation des investisseurs du taux de croissance et du taux d'inflation sur la période. La dynamique de hausse entamée fin 2016 résulte de l'anticipation d'une hausse de chacun de ces deux facteurs.

D'une part, la forte baisse du prix du pétrole en 2014 et en 2015 a pris fin en 2016, ce qui a eu un effet positif sur l'évolution du taux d'inflation.

Ensuite, D.Trump a été élu sur un programme impliquant de nombreuses dépenses publiques, ce qui est positif pour la croissance.

Ces deux éléments devraient permettre aux Banques centrales des pays développés de diminuer leurs interventions. En effet, depuis la crise financière de 2008, elles ont procédé à une injection massive de liquidités sur les marchés financiers. Cette injection associée à une baisse des taux a permis de réduire de façon importante le coût de financement de l'ensemble des acteurs économiques (entreprises, Etats).

Le but de ces actions était de relancer les emprunts afin de financer les investissements et ainsi créer un cercle vertueux menant à plus de croissance et à une inflation proche de 2%. Sans ces interventions les taux d'emprunts des Etats seraient sans doute plus élevés, les



Source : Bloomberg

taux à 10 ans des principaux pays développés se situant à des niveaux inférieurs à la somme des anticipations de croissance et d'inflation.

### L'influence de ces facteurs devrait persister

Il semblerait donc que nous entamions une nouvelle ère durant laquelle, la politique budgétaire - basée sur plus d'investissements publics - prendrait le relais de la politique monétaire - centrée sur une baisse des taux d'intérêt - pour relancer la croissance.

Depuis décembre 2016, la Réserve fédérale a relevé par deux fois son taux directeur - qui est passé ainsi de 0,5% à 1% - et les achats de titres par les Banques centrales ont diminué.

Ce nouvel environnement serait indiscutablement moins favorable aux obligations, une hausse de

« De septembre 1981 à juillet 2016, le taux de financement des Etats-Unis à 10 ans a été divisé par près de 12 »

« Le 1er février, la dette américaine a passé le cap des dix-neuf mille milliards de dollars »

taux entraînant une baisse de la valorisation des portefeuilles obligataires. Reste à savoir dans quelle mesure. Si le consensus de marché semble se mettre d'accord sur une pression à la hausse des taux d'intérêt, il n'en demeure pas moins que de nombreux facteurs devraient contrarier ce mouvement.

#### Quels freins à ce scénario ?

Une nouvelle baisse du prix du pétrole, un ralentissement prononcé de la croissance chinoise influençant négativement la croissance mondiale ou encore une croissance trop prononcée de l'endettement consécutive aux politiques de relances budgétaires sont autant de facteurs pouvant contrarier ce scénario de hausse de taux.

Le 1er février, la dette américaine a passé le cap des dix-neuf mille milliards de dollars soit le montant du PIB du pays, ce qui produit un ratio dette/PIB de 100%.

Mais la nouvelle est passée presque inaperçue. **Pourtant, cela représente une dette de 58 000 dollars pour chaque américain, du premier au dernier né !**

Les seuls intérêts de cette dette se montent chaque année à 430 milliards de dollars. Ils constituent le premier poste budgétaire après celui de la Défense et ce montant pourrait exploser si les taux d'intérêt venaient à augmenter.

#### L'endettement des pays développés est très élevé et ne cesse de croître

En zone euro, le niveau du ratio dette/PIB est plus important aujourd'hui que lors de la crise de la dette souveraine en 2011/2012 (90,7% en 2015 vs 86% en 2011 et 89,3 en 2012).

La politique monétaire de la BCE a permis de stopper la dynamique négative : augmentation des taux de financement - dégradations de notations - hausse plus conséquente des taux de financement - fermeture de l'accès au marché obligataire.

Un enchaînement connu par la Grèce et entraînant un défaut partiel du remboursement de la dette du pays.

#### Que se passerait-il, aujourd'hui, en cas de scénario comparable pour un pays tel que l'Italie ?

On peut aussi s'interroger sur les conséquences d'une dévalorisation des actifs obligataires détenus par les acteurs majeurs de l'économie que sont les Banques centrales, les compagnies d'assurance et les banques ?

Il nous faut enfin préciser que ce scénario trop convenu pour certains de hausse des taux d'intérêt, est remis en cause à chaque désaccord entre le Président Trump et la chambre des députés.

Ainsi l'échec de l'abrogation de la loi sur la réforme de la santé « *Obamacare* » a suscité une crainte sur la réalisation du programme annoncé, provoquant des achats d'obligations américaines à 10 ans.

Peut-on trouver des éléments de réponse quant à la future évolution des taux d'intérêt en faisant le parallèle avec la période de taux bas post seconde guerre mondiale aux Etats-Unis ?

En effet, l'endettement des Etats-Unis rapporté au PIB se situait déjà à hauteur de 100%. Durant cette période (jusqu'à 1956) le taux 10 ans américain s'était maintenu sous 3% et les actions ont rapporté en moyenne 10,5% par an.

« En zone euro, le niveau du ratio dette/PIB est plus important aujourd'hui que lors de la crise de la dette souveraine en 2011/2012 »

### DES PAROLES AUX ACTES

Depuis le début de l'année, les marchés actions ont nettement progressé, particulièrement aux USA. La raison ? Les anticipations positives des mesures économiques proposées par M.Trump candidat.

Certes, l'économie américaine était déjà bien orientée mais **l'adoption de ces réformes promettait d'anticiper une forte croissance des résultats par action des entreprises en cas de mise en œuvre rapide.**

Pour résumer voici cinq mesures emblématiques permettant de concentrer un effet maximum sur l'économie US :

**1. La réforme de l'Obamacare** dont l'objectif était d'en réduire le coût et d'en améliorer l'efficacité tout en maintenant partiellement la couverture santé mais offrant plus de flexibilité. Les économies générées devaient financer de manière substantielle une partie des réformes suivantes...

**2. La baisse des impôts** : mesure phare du candidat Trump concernant les sociétés et les particuliers. Elle devrait permettre une forte accélération de l'activité des agents économiques particulièrement au niveau des entreprises tout en leur promettant un « choc » de simplification administratif. Ce type de mesure semble moins complexe et plus consensuel à mettre en œuvre et permettrait de réaliser à bon compte deux promesses de campagne (taxation des importations et baisse d'impôts).

**3. Le plan de relance dans les infrastructures** : avec un montant ambitieux et prometteur de 1 000 Md\$ ! Toutefois des effets potentiellement négatifs au niveau des déficits publics et de l'endettement de l'État fédéral peuvent être craints à ce stade.

**4. Dérégulation** : mesures essentiellement centrées sur les secteurs financiers et les normes environnementales avec un effet de levier important sur la finance et les valeurs de l'énergie. L'administration Trump souhaite

aussi le détricotage des mesures de régulation adoptées après la crise de 2009. Il en va de même avec les mesures environnementales décidées par B. Obama et la COP 21.

**5. Rapatriement des capitaux** : la baisse du taux d'imposition permettrait de rapatrier des fonds de l'étranger représentant de 1 000 à 1 500 Md\$ pouvant se réinvestir en rachat d'actions et majoration de dividendes.

Il y a cependant loin de la coupe aux lèvres comme l'a appris le Président nouvellement élu et novice en matière de manœuvres politiques. La plus grande surprise de ces dernières semaines n'est pas tant la déconvenue de Donald Trump à faire passer sa réforme de l'Obamacare devant la Chambre de Représentants mais plutôt l'absence de réaction (jusqu'à présent...) du marché actions US et par voie de conséquence en Europe.

Pour l'instant, dans l'esprit des investisseurs, il s'agit tout au plus d'un contretemps permettant de mieux calibrer de prochaines mesures en proposant une approche différente. La réforme du système de santé n'étant d'ailleurs pas abandonnée mais juste différée.

Certes, la crédibilité de M.Trump Président en a été affectée et sa capacité à « maîtriser » sa majorité a été mise à rude épreuve. Il devra composer entre les complexités et différents courants républicains au sein du Sénat pour enfin délivrer ses promesses, limitant à court terme ses marges de manœuvre et augmentant le risque de mauvaises surprises pour les investisseurs si tout cela n'était pas suivi d'effets tangibles.

Malgré tout, **le Président américain a indiqué vouloir se concentrer maintenant sur la réforme fiscale, notamment en direction des entreprises.** La plupart des observateurs espèrent que l'impôt sur les bénéfices des sociétés sera ramené de 35% actuellement à 20 – 25%, loin toutefois des 15 % promis lors de la campagne électorale.

Dans un premier temps désappointés, les investisseurs montrent maintenant une

*« La crédibilité de M.Trump Président en a été affectée et sa capacité à « maîtriser » sa majorité a été mise à rude épreuve »*

« La réforme fiscale est le véritable « chantier et moteur » qui intéresse les marchés permettant d'alimenter la poursuite de la hausse des indices »

certaine prudence, rassurés malgré tout par des indicateurs économiques plutôt positifs, avec toutefois le risque non négligeable de sous-estimer une certaine « instabilité politique américaine ».

L'opposition de certains membres du Congrès ne semble pas terminée pour autant avec notamment de profondes divergences entre les républicains « centristes » et les libéraux du parti. Le « bulldozer » Trump devra gérer ces divisions et les prochaines mesures prises pourraient avoir un impact économique plus limité qu'anticipé ; le Congrès ne votant pas de décisions induisant de laxisme budgétaire avec de plus des débats parlementaires s'annonçant longs et houleux. Il n'est d'ailleurs pas inutile de rappeler quelques subtilités et particularités du système politique américain ainsi que ses contre-pouvoirs. Le *checks and balances* inscrit dans les textes fondateurs de la constitution américaine en est la meilleure illustration, permettant d'équilibrer les pouvoirs exécutif, législatif et judiciaire en se contrôlant les uns les autres avec le souci d'éviter que le pouvoir ne tombe aux mains d'une seule personne et n'entraîne des abus.

Le risque de dissipation de « l'effet Trump » n'est toutefois pas négligeable si de nouvelles mesures ne sont pas présentées et adoptées rapidement. Cependant, la Maison Blanche a su rebondir rapidement en décidant de présenter, dès ce printemps, un nouveau texte de réforme fiscale qui composera avec toutes les sensibilités politiques et allant chercher un consensus plus large au Congrès jusqu'au sein du parti démocrate.

Soulignons que la réforme fiscale est le véritable « chantier et moteur » qui intéresse les marchés permettant d'alimenter la poursuite de la hausse des indices. **Les investisseurs n'ont pas attendu le vote des lois Trump pour être optimistes sur la conjoncture économique et n'anticipent - pour l'instant - pas de scénarios négatifs pour cette année.** La force haussière des marchés US le prouve chaque jour. De même, The « Donald » n'a pas encore tiré toutes ses cartouches et a au moins le mérite de la persévérance. Le tableau de l'économie est loin d'être sombre : un taux de chômage très bas, les ménages sont désendettés par rapport au niveau d'avant crise et les indicateurs d'activités

sont toujours positifs. La consommation des ménages américains dans un environnement de taux encore bas et les perspectives économiques toujours encourageantes constituent toujours de puissants moteurs en attendant bien évidemment l'effet booster de la mise en œuvre des mesures économiques même partielles du programme Trump.

L'engagement du Président Trump dans ses différentes batailles, avec en particulier celle du commerce extérieur reste d'actualité et pourrait bien porter ses fruits à moyenne échéance. Ainsi, la récente visite du numéro un chinois Xi Jinping en est la meilleure illustration, avec des discussions animées portant sur le déficit commercial US et le rééquilibrage du commerce entre les deux pays dans l'objectif de trouver et aboutir à un compromis acceptable en moins de 100 jours. De même, « l'exécutif order » signé par Trump donnant à son administration 90 jours pour identifier les sources et impacts des différents déficits participe du même modèle et accroîtra à coup sûr la visibilité et la pertinence de futures actions à entreprendre.

**Pour rester dans l'optimisme, l'ouverture de la saison des résultats du premier trimestre 2017 débute et montre la bonne tenue des profits et revenus des entreprises américaines** qui continuent de bénéficier de facteurs de soutien importants tels que :

- la hausse du niveau de confiance des agents économiques avec la baisse du chômage,
- l'accélération des investissements,
- la hausse des salaires,
- la poursuite mesurée de politiques monétaires accommodantes,
- la montée en puissance des plans de relance combinée à une demande domestique importante.

**Cette dynamique positive que rien ne semble pouvoir entraver pour l'instant, milite pour l'instant en faveur d'une poursuite de la hausse des marchés actions aux Etats-Unis** pour les prochains mois, possiblement amplifiée par le relais et l'adoption des premières mesures significatives du plan de relance US.



## LE PRICE EARNING RATIO, UN OUTIL DE MESURE DE LA « CHERTÉ » DES MARCHÉS ACTIONS ?

La mesure communément utilisée pour apprécier la « cherté » des marchés actions est le ratio valeur boursière sur bénéfices attendus (PER = « Price Earning Ratio »), ou autrement dit, **quel est le nombre d'années de bénéfices nécessaire pour rembourser son investissement initial.**

Ainsi, il est assez courant d'entendre, notamment sur le marché américain, « qu'après une forte croissance, le S&P 500 est cher avec une valorisation à plus de 18 x ses bénéfices estimés de 2017 ».

### Ce ratio a-t-il du sens ?

Chaque société a son histoire de croissance, son historique boursier, sa « cote d'amour » ou de « désamour » accordée par le marché qui influe sur le PER.

Afin d'illustrer ces propos, prenons trois secteurs : l'industrie, le luxe et les nouveaux modes de consommation, se valorisant respectivement en moyenne 10, 22 et 50 fois les bénéfices attendus.

Ces niveaux de prix sont-ils justifiés, ou pouvons-nous considérer qu'une société se valorisant 50 fois ses bénéfices est trop chère ?

### L'industrie lourde = défiance des investisseurs

L'industrie lourde est un secteur qui a toujours été « bon marché » en bourse.

Pour cause, le profil boursier de ces activités est assez binaire, avec une phase d'expansion qui s'accompagne d'importants profits et

« Chaque société a son histoire [...] sa « cote d'amour » ou de « désamour » accordée par le marché qui influe sur le PER »

inversement en cas de récession, l'activité n'est pas suffisante pour faire face aux coûts fixes élevés (= point mort) et assurer le financement de la dette.

Arcelor Mittal, premier producteur d'acier au monde, en est une parfaite illustration. Le groupe a subi de plein fouet la baisse de la demande d'acier (les principaux débouchés de l'acier sont la construction et l'automobile) et l'intensification de la concurrence chinoise. Cette double peine a eu

pour conséquence une chute massive des prix de l'acier qui a failli plonger la société en faillite. Si depuis un an les choses semblent aller un peu mieux pour Arcelor Mittal (le cours de bourse a été multiplié par 3), la société ne vaut aujourd'hui que 10 fois ses bénéfices. **Ce faible niveau de valorisation montre la défiance des investisseurs dans la pérennité de la reprise de ce secteur.**

### Le luxe = une cote d'amour

L'industrie du luxe a toujours bénéficié d'une « cote d'amour », s'appuyant sur la forte notoriété des marques, la rareté des biens proposés ainsi que sa capacité à faire passer des hausses tarifaires.

Mais dans le luxe il est important de distinguer le luxe dit « artisanal » et le luxe « industriel ».

Avec un chiffre d'affaires de 40 Mrds €, un portefeuille de marques étendu et des produits dont seul l'assemblage est réalisé en France, le groupe LVMH propose à ses clients du luxe dit « industriel ». A contrario, avec un chiffre

d'affaires de 6 Mrds €, Hermès représente la vraie rareté du produit. Porté par ses deux sacs iconiques, le Birkin et le Kelly qui représentent plus de 70 % du chiffre d'affaires, le groupe s'est toujours attaché à développer ses ateliers de confection en France (au nombre de 31). De plus, il s'accorde le luxe du temps puisqu'il faut plus de 48h pour réaliser un sac Birkin ou Kelly et le délai moyen d'attente pour ces modèles est de 18 mois.

Le marché accorde naturellement une « *cote d'amour* » au luxe artisanal, puisqu'avec un chiffre d'affaires 7x supérieur à celui d'Hermès, la capitalisation boursière du groupe LVMH n'est que le double de celle d'Hermès.

Ainsi le groupe Hermès se valorise à 40 x ses bénéfices estimés de 2017, contre 21x pour LVMH.

### **Les nouveaux modes de consommation = un pari sur l'avenir**

Les nouvelles technologies et plus particulièrement le secteur de l'internet se négocie habituellement autour de 40 x les bénéfices.

Cette valorisation, très nettement supérieure aux marchés, est expliquée par une forte croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices attendus, en moyenne de 20 % par an, une rentabilité relativement faible, fruit des nombreux investissements réalisés et surtout une confiance des investisseurs dans le potentiel de développement des nouveaux usages et l'ouverture de nouveaux marchés.

La société Zalando répond à ces critères. Alors que personne ne pensait pouvoir commercialiser sur internet des produits qu'il faut presque obligatoirement essayer, comme les chaussures, le groupe par un service à la clientèle sans égal avec une offre de retour des marchandises gratuites et des messages publicitaires chocs et ciblés, a su conquérir plus de 130 millions

de visiteurs par mois et affiche un chiffre d'affaires de plus de 4,5 Mrds €, qui double tous les 3 ans.

### **Quelle valorisation les marchés peuvent-ils attribuer à cette performance ?**

Pour une valeur qui voit ses bénéfices progresser de 43 % tous les ans depuis 7 ans, le titre Zalando est valorisé à 51 fois les bénéfices de 2017.

Aujourd'hui, le marché semble conserver une totale confiance dans le management puisque le titre affiche une progression de plus de 30 % par an sur les 5 dernières années.

**Le ratio prix sur bénéfices attendus est très subjectif.** Il évolue dans le temps et peut changer au gré des anticipations de croissance, des barrières à l'entrée, de la santé financière, de la rentabilité de l'entreprise, etc.

Il reflète la perception des investisseurs à l'instant T. Ces derniers accordent une « *cote d'amour* » (société internet) ou de « *désamour* » (industrie lourde) aux sociétés qui composent le marché.

**Même si nous pouvons parfois estimer que le marché exagère retenons que c'est lui qui a le plus souvent raison !**

*« Le ratio prix sur bénéfices attendus est très subjectif. Il évolue dans le temps et peut changer au gré des anticipations de croissance, des barrières à l'entrée, de la santé financière, de la rentabilité de l'entreprise »*

## QUELQUES DICTONS DE L'UNIVERS BOURSIER

De la « main invisible » au « temps, c'est de l'argent », des « couteaux qui tombent » aux « repas jamais gratuits », l'univers boursier regorge de conseils formulés de manière originale, voire humoristique. Nombre de ces recommandations sont aussi sensées qu'utiles. Les citations les plus savoureuses, dignes d'être relayées par tout investisseur, ont été rassemblées dans un petit livre par Pierre Huylenbroeck. Nous vous en livrons ici un extrait.

### « Elle va fluctuer, jeune homme »,

*John Pierpont Morgan*

Au sommet de sa gloire, un gourou de la finance possède un énorme pouvoir. Il peut infléchir la tendance boursière d'une simple déclaration. J.P. Morgan est l'une de ces figures dominantes, et sans doute l'individu le plus puissant qu'ait connu le monde de la finance. Cet imposant banquier a ainsi conjuré à lui seul la grande panique boursière de 1907, en ordonnant à ses concurrents de libérer des dizaines de millions de dollars. En fait il a joué à la fois le rôle de Banque centrale et celui de chien de garde de la Bourse. Lorsque lui-même et d'autres banquiers l'ont compris, ils ont fondé la Banque centrale américaine en 1913. J.P. Morgan préférait se tenir à l'écart des prévisions. Lorsqu'un jeune journaliste lui a demandé un matin comment la Bourse allait évoluer ce jour-là, la légende rapporte qu'il a répondu : « Elle va fluctuer, jeune homme. Elle va fluctuer. » Et il a encore eu raison !

### « Soyez méfiant quand les autres sont avides et avide lorsque les autres sont méfiants »,

*Warren Buffett*

« La peur et l'avidité sont deux maladies aussi contagieuses que fréquentes en Bourse. Or personne ne peut prédire le moment où ces épidémies vont se déclencher, ni le temps qu'elles

vont durer. C'est pourquoi nous ne tentons pas d'anticiper leur survenue ni leur disparition. Nous essayons tout simplement d'être méfiants quand les autres sont avides et nous ne sommes avides que lorsque les autres sont méfiants. »

Ces paroles ont été prononcées par Warren Buffett, Président du conglomérat Berkshire Hathaway et sans doute le plus grand investisseur de tous les temps. Buffett se concentre sur la valeur réelle de l'actif et investit donc souvent à contre-courant. Il est acheteur en 2008 et préfère rester sur la touche quand les indices enchaînent les records comme en 1999. Cette stratégie lui a permis d'acquérir pour une bouchée de pain des actions d'entreprises négligées et d'être pendant plusieurs années l'homme le plus riche au monde.

### « Investissez dans ce que vous connaissez », *Peter Lynch*

Chapeau bas pour Peter Lynch. Il est peut-être un peu moins connu et beaucoup moins riche que Warren Buffett, mais comme investisseur il joue dans la même catégorie. Entre 1977 et 1990, il a géré le fonds Magellan de Fidelity sans pareil. Il a battu le marché 13 années d'affilée et a fait du fonds le plus grand au monde.

Comment ? En analysant en profondeur les entreprises cotées en Bourse, car « investir sans analyser l'entreprise, c'est comme jouer au poker sans regarder les cartes. »

Avec quelle méthode ? En achetant des actions d'entreprises dont il connaissait les produits. « Les réponses aux questions boursières se trouvent partout autour de nous. Dans les produits que nous achetons, les magasins que nous fréquentons et les services que nous demandons. »

Peter Lynch aimait les cigares Taco Bell, il a donc investi dans Taco Bell, après que ses états financiers eurent terminé de le convaincre, bien entendu.

## ► NOTRE GAMME DE FONDS - PERFORMANCES EN %

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Brongniart Monétaire</b> <i>EONIA capitalisé</i>	<b>-0,04</b> -0,09	<b>-0,06</b> -0,32	<b>0,07</b> -0,11	<b>0,27</b> 0,10	<b>0,26</b> 0,09
<b>Brongniart Varifonds</b> <i>Euro MTS 3-5 ans</i>	<b>-0,11</b> -0,48	<b>1,72</b> 1,46	<b>0,36</b> 1,39	<b>4,87</b> 6,00	<b>1,89</b> 2,28
<b>Cipec Obligations</b> <i>EuroMTS 1-3 ans</i>	<b>0,90</b> -0,36	<b>-0,90</b> 0,32	<b>-0,02</b> 0,72	<b>1,26</b> 1,88	<b>0,54</b> 1,72
<b>Brongniart Patrimoine (C)</b> <i>50% Euro MTS + 3-5 ans + 35% Eurostoxx 50 + 15% Dow Jones Industrial Average</i>	<b>2,90</b> 2,73	<b>-2,67</b> 5,17	<b>3,68</b> 5,11	<b>7,39</b> 8,18	<b>10,34</b> 12,24
<b>Brongniart Rendement</b> <i>Euro Stoxx 50 (dividendes réinvestis)</i>	<b>4,77</b> 6,82	<b>-4,80</b> 3,72	<b>12,14</b> 6,42	<b>5,46</b> 1,85	<b>14,01</b> 17,95
<b>Cipec Diversifié Inter Dynamique</b> <i>70% MSCI World en € + 30% EONIA Capitalisé</i>	<b>5,15</b> 3,40	<b>-3,83</b> 7,40	<b>12,46</b> 7,49	<b>11,42</b> 13,68	<b>18,60</b> 13,14
<b>Brongniart Monde</b> <i>MSCI World en € (dividendes réinvestis)</i>	<b>3,69</b> 4,90	<b>0,77</b> 10,73	<b>7,23</b> 10,42	<b>12,71</b> 15,77	<b>19,41</b> 17,49
<b>Euromutuel Brongniart Valeurs Européennes</b> <i>70% Eurostoxx 50 + 30% CAC 40</i>	<b>4,78</b> 5,95	<b>-5,62</b> 0,83	<b>14,25</b> 6,11	<b>4,59</b> 0,68	<b>20,93</b> 17,96
<b>Brongniart Avenir</b> <i>75% Eurostoxx Mid + 25% Stoxx Europe Mid 200</i>	<b>9,49</b> 7,68	<b>-9,09</b> 5,03	<b>16,56</b> 18,58	<b>5,34</b> 5,99	<b>18,72</b> 28,15
<b>Brongniart PME Diversifié</b> <i>80% MSCI EUROPE MICRO CAP Index + 20% de l'EONIA capitalisé</i>	<b>5,96</b> 6,67	<b>-0,86</b> 5,28	<b>16,26</b> 15,79	<b>-6,88*</b> -3,36*	- -

Source Transatlantique Gestion au 31 mars 2017.

\* Depuis le 27/02/2014

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Investir dans un OPCVM comporte des risques, notamment de ne pas récupérer les sommes investies. Retrouvez toutes les informations sur nos fonds sur [www.transatlantiquegestion.com](http://www.transatlantiquegestion.com)

# TRANSATLANTIQUE GESTION

| A MEMBER OF CIC PRIVATE BANKING |