



# Le style Value, source d'opportunités dans un contexte de baisse des taux



Anthony Bailly

Responsable de la gestion actions européennes



Vincent Iméneuraët

Gestionnaire Actions Européennes

Nous arrivons à un moment crucial du cycle macroéconomique, celui du début du cycle de baisse des taux enclenché par les banques centrales. L'avenir nous dira si cette décision intervient trop tard dans le cycle ou non pour éviter la récession. Néanmoins, l'histoire nous montre que si les marchés d'actions ont tendance à progresser en amont de la première baisse des taux, ce qui fut le cas au cours de l'année écoulée, leur scénario de progression est par la suite binaire : un repli qui intervient en moyenne six mois après la première baisse si une récession se matérialise, une progression de 20 %<sup>1</sup> en moyenne dans l'année si le timing des banques centrales a permis de relancer la croissance, de maintenir l'emploi et de soutenir l'investissement.

## Dans ce contexte, faut-il investir sur les actions ?

Rappelons tout d'abord que nous attendons une récession depuis deux ans... Durant cette période la classe d'actifs qui a le mieux performé est celle des actions. Il nous paraît donc difficile de justifier l'absence d'exposition sur les marchés d'actions, dans la mesure où le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie reste d'actualité : la baisse de l'inflation permet aux salaires réels de progresser, ce qui pourrait soutenir la consommation, notamment en Europe où le niveau d'épargne reste particulièrement élevé. Par ailleurs ce cycle de baisse de taux devrait se traduire par un rebond des indicateurs avancés dans le secteur manufacturier comme cela a été le cas par le passé, même si la durée de transmission de cette impulsion à l'économie est relativement longue (de l'ordre de six mois).

Enfin, nous identifions aujourd'hui de réelles opportunités sur certains secteurs dans des secteurs cycliques, défensifs et dans la sphère financière au sens large.

Le marché a certes déjà progressé depuis le début de l'année, et d'une façon plus générale depuis l'automne 2023, mais cette progression a été concentrée sur certaines valeurs. Les « Magnificent Seven<sup>2</sup> » aux États Unis et les Granolas<sup>3</sup> en Europe ont en effet contribué à plus de 50 %<sup>4</sup> de la hausse des indices depuis le début de l'année. Si on peut comprendre cette performance pour les valeurs américaines au regard des révisions à la hausse des BPA<sup>5</sup> depuis le début de l'année (près de 50%)<sup>6</sup>, ce n'est pas le cas en Europe où les Granolas ont connu des révisions des BPA en baisse, ce qui a contribué à gonfler leurs valorisations qui nous paraissent difficilement justifiables. Le niveau de concentration sur les 10 plus grosses capitalisations est de 34 % aux États-Unis, un record historique. Il est de 22 % en Europe, niveau que l'on avait atteint seulement en 2000 et 2008 au cours des 40 dernières années<sup>7</sup>. Néanmoins, le marché européen est celui qui nous paraît offrir le plus d'opportunités : Aux États-Unis, le S&P 500 est valorisé à la perfection : un P/E<sup>8</sup> de 22x pour une croissance des BPA attendue de 15 % l'an prochain. En Europe, avec une valorisation proche de sa médiane historique à 13,6x le marché européen pour lequel la croissance attendue des BPA 2025 est de 10 % nous paraît beaucoup plus attractif<sup>9</sup>

## En quoi le style Value constitue-t-il une opportunité dans ce contexte ?

Si le marché européen se valorise à un niveau proche de son niveau médian, la valorisation par style de gestion n'en est pas moins hétérogène. En effet, la Croissance<sup>10</sup> se valorise sur un P/E 12fwd<sup>11</sup> de 22.3 contre 9,7x pour la Value<sup>12</sup>. Il en résulte une prime de 130 %<sup>13</sup> qui est proche de ses niveaux historiques et qui constitue une anomalie selon nous. En effet, cette prime ne peut s'expliquer ni par le niveau des taux d'intérêt, ni par l'évolution des fondamentaux des sociétés.

S'agissant des taux d'intérêt, le marché ne semble pas avoir acté en matière de style de gestion le changement de paradigme que nous vivons depuis la crise du Covid. Si ce paradigme est triple (inflation, banques centrales, taux d'intérêt), il se nourrit de la même source, à savoir l'inflation. La décennie crise financière - Covid fut marquée en termes de

style de gestion par une surperformance marquée de la Croissance, avec un marché qui s'est de plus en plus concentré, des multiples pour les valeurs de croissance qui se sont étirés, et une prime de la Croissance sur la Value qui n'a cessé d'augmenter. Post Covid, la reprise de l'inflation a amené les banques centrales à agir et les taux à augmenter vigoureusement, et cela s'est certes traduit par un renversement de tendance et une surperformance de la Value sur la Croissance : +32 % depuis la découverte d'un vaccin et la normalisation de l'économie<sup>14</sup>, +14.6 % depuis 2022<sup>15</sup> et la forte hausse des taux, mais également +2.4% depuis le début de cette année 2024<sup>16</sup> qui est l'année du Pivot de la Fed<sup>17</sup>. Cela dit, cette surperformance a été très modeste au regard de l'ampleur du changement de paradigme évoqué, et a été surtout marquée par la forte progression des fondamentaux, c'est-à-dire des BPA du style Value. Concernant la valorisation, la prime Croissance vs Value est restée sur le niveau très élevé évoqué en début de paragraphe (130%). Cette prime se situe de facto au même niveau qu'en janvier 2022, alors que le niveau des taux réels US était de -0.8 %<sup>18</sup>. Ce taux est actuellement de +1.6 %<sup>16</sup>. Cette prime doit donc encore se normaliser selon nous, avec un dégonflement et une normalisation des multiples de valorisation des valeurs de croissance notamment. C'est ce que nous commençons à voir sur certains pans de marché qui rentrent justement dans une phase de normalisation, à l'image du luxe. De l'autre côté du spectre, la normalisation des ratios doit aussi s'effectuer sur certains secteurs encore valorisés en deçà de leur dixième percentile historique. C'est le cas des banques (meilleur secteur depuis 2022 avec une progression de +71 %) <sup>16</sup>, mais qui se valorise toujours sur un PE de 7x<sup>19</sup> correspondant quasiment à un niveau de récession, alors qu'elles évoluent désormais dans un environnement redevenu sain pour leur business model (taux plus élevés, repentification de la courbe, reprise des volumes).

Il est également difficile d'expliquer cette prime par l'évolution des fondamentaux. En effet, depuis le point bas de la crise du Covid, les BPA du style croissance ont progressé de 62 %<sup>20</sup> contre 100 %<sup>21</sup> pour ceux du style Value. Par ailleurs, si on se projette sur 2025, on note que les attentes restent très élevées pour le style Croissance. En effet, alors que le marché attend environ +10 % de croissance de BPA pour 2025 en Europe<sup>4</sup> ces attentes sont de +17 % pour les biens de consommation, +33 % pour la technologie, et +14 % pour la santé<sup>4</sup>. Et ce alors même que la dynamique a été décevante pour l'année 2024 sur ces secteurs (respectivement +1 %, -2 % et +6 % pour les biens de consommation, la technologie et la santé)<sup>4</sup>. A contrario, les attentes de croissance de BPA pour les secteurs Value restent raisonnables (+4 % pour les banques, +8 % pour l'énergie, +8 % pour l'automobile)<sup>4</sup>. Autrement dit, nous avons d'une part des secteurs croissance qui affichent des multiples élevés, et pour lesquels nous avons des attentes élevées, et d'autre part des secteurs value qui se valorisent sur des multiples faibles, et pour lesquels nous avons des attentes modestes. Enfin ces dernières nous paraissent plus crédibles : en effet sur les 14 dernières saisons de publications, les entreprises Value affichent un ratio de surprise positive (par rapport au consensus) nettement supérieur à celui de la croissance<sup>22</sup>.

## Quels secteurs privilégier dans cet environnement?

L'environnement actuel reste complexe et incertain. Les inquiétudes macroéconomiques sont réelles avec d'un côté une inflation qui reste résiliente, notamment dans sa composante cœur du fait des services, et d'un autre côté une hausse du chômage aux États-Unis. Le soft landing<sup>23</sup>, chemin de crête sur lequel les banques centrales essaient de cheminer depuis plusieurs trimestres, nous paraît cependant toujours envisageable. L'impulsion du cycle de baisse des taux devrait se diffuser progressivement à une économie qui certes ralentit, mais est encore loin de s'effondrer. Dans ce contexte, nous privilégions 1/ des secteurs négativement corrélés à la baisse des taux d'intérêt avec un profil plutôt défensif 2/ les financières, dont la normalisation doit toujours être actée par le marché et 3/ des secteurs cycliques dont la valorisation intègre déjà un scénario de fort ralentissement économique.

S'agissant de la corrélation avec les taux d'intérêt, le secteur immobilier a particulièrement souffert de la hausse des taux au cours des 3 dernières années, ce qui a porté sa décote à un niveau historique par rapport à la valeur de ses actifs. Cette situation a déjà commencé à s'inverser comme le montre la surperformance du secteur +9.6 %<sup>16</sup> depuis l'annonce de la première baisse de taux de la BCE (06/06/2024). Nous en bénéficions en étant investi sur Vonovia, dont l'exposition au résidentiel allemand est par ailleurs structurellement porteuse en raison du déséquilibre offre / demande. Par ailleurs, la baisse des taux doit naturellement générer un soulagement au niveau des charges d'intérêt, ce qui sera favorable pour l'évolution des BPA des secteurs largement endettés. C'est notamment le cas des secteurs à forte intensité capitalistique comme les Telecom et les Utilities<sup>24</sup> sur lesquels nous sommes surpondérés. Pour les Utilities, notre vue sur un marché gazier toujours tendu malgré l'ajout de nombreuses capacités à l'avenir nous conduit à une vision qui reste constructive. Enfin, certaines valeurs de qualité dans le secteur de l'alimentation/boisson affichent désormais des valorisations plus attractives à l'image de Pernod Ricard dont le P/E est passé de 22x à 17x en 18 mois<sup>16</sup> sur fonds de crainte d'une baisse de la consommation et de l'exposition à la Chine, craintes qui nous paraissent exagérées.

Les banques restent le secteur auquel nous sommes le plus surexposé. Si le marché a en effet salué la progression des BPA et le retour de cash, il est encore loin d'avoir acté la normalisation du secteur sur le long terme, avec un ratio de valorisation qui reste toujours sur un niveau de récession. Par ailleurs, même si les taux courts sont amenés à baisser, il reste selon nous encore des marges de progression sur l'évolution du NII<sup>25</sup> et des BPA<sup>26</sup> : La repentification de la courbe doit leur être favorable, une partie du stock de crédits reste à revaloriser sur les niveaux de taux actuels, et la reprise des volumes commence à se dessiner.

Enfin, certains secteurs cycliques paraissent particulièrement attractifs à l'image des matières premières. Si l'on regarde les périodes de récession, les BPA baissent du point haut au point bas de 30 % en moyenne sur ce secteur. Depuis leur dernier point haut (le 12/05/2022), ces BPA ont baissé de - 56 %<sup>16</sup>. Etant donné (i) un PE de 10.5x qui reste en

deçà de son niveau médian de 16x .(ii) les très faibles attentes sur une Chine qui tarde à redémarrer (iii) des indicateurs avancés au point bas sur la partie manufacturière, le moment nous semble opportun pour investir sur un secteur qui a semble-t-il déjà intégré un scénario macroéconomique adverse, et qui pourrait très fortement rebondir si le soft landing devait se matérialiser dans les prochains mois.

---

*Voir ce document sur notre site internet*

---



- 
- [1] Sources : Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research 25/09/2024
- [2] Les "7 magnifiques" désignent un groupe de sept entreprises technologiques américaines qui se distinguent par leur performance exceptionnelle sur les marchés financiers (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla)
- [3] GlaxoSmithKline, Roche Holding, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP et Sanofi
- [4] Sources: Bloomberg, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research 25/09/2024)
- [5] Bénéfice par action
- [6] Sources : Factset, Goldman Sachs Global Investment Research (25/09/2024)
- [7] Sources : Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research (25/09/2024)
- [8] Le P/E (Price-to-Earnings), ou ratio cours/bénéfice, est un indicateur financier qui mesure la valorisation d'une entreprise en comparant le prix de son action à ses bénéfices par action (BPA).
- [9] Sources : Factset, Goldman Sachs Global Investment Research, MSCI Europe Value et MSCI Europe Growth
- [10] L'investisseur privilégiant le style « croissance » se focalise principalement sur le potentiel de croissance des bénéfices des sociétés en espérant que la croissance du chiffre d'affaires et des résultats soit supérieure à celle de son secteur ou à la moyenne du marché.
- [11] Forward : se réfère à des mesures prévisionnelles des performances financières.
- [12] On parle de stratégie "value" lorsque l'investisseur recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire, dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise. Les investisseurs « value » sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés.
- [13] Sources : Factset, Goldman Sachs Global Investment Research, MSCI Europe Value et MSCI Europe Growth
- [14] Sources : Eurostoxx Value Index et Eurostoxx Growth Index, Bloomberg du 06/11/2020 au 25/09/2024
- [15] Sources : Eurostoxx Value Index et Eurostoxx Growth Index, Bloomberg du 31/12/2021 au 25/09/2024
- [16] Source : Bloomberg au 25/09/2024
- [17] Federal Reserve Board (Réserve fédérale des Etats-Unis)
- [18] Source : donnée du 06/01/2022, Bloomberg.
- [19] Sources : Factset, Goldman Sachs Global Investment Research
- [20] Source : Bloomberg, MSCI Europe Value et MSCI Europe Growth du 01/07/2020 au 25/09/2024
- [21] Source : Bloomberg, MSCI Europe Value et MSCI Europe Growth au 25/09/2024.
- [22] Source : Morgan Stanley 25/09/2024
- [23] Atterrissage en douceur
- [24] Entreprises de services publics
- [25] Le revenu net d'intérêts correspond à la différence entre les revenus générés par les actifs porteurs d'intérêts d'une banque et les dépenses engagées pour payer ses passifs porteurs d'intérêts.
- [26] le terme "Back Book" (ou "portefeuille existant") fait référence à l'ensemble des contrats ou des actifs financiers déjà détenus par une institution financière ou une entreprise. Il s'oppose au terme "Front Book", qui désigne les nouveaux contrats ou les nouvelles transactions récemment conclues.

## Avertissements

Document publicitaire. Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Rothschild & Co Asset Management n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes. En outre, compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Rothschild & Co Asset Management ou de ses affiliés, qui agissent en fonction de leurs propres convictions.

Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est, par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou diffèrent significativement des déterminations actuelles. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

Les informations ne présument pas de l'adéquation de l'OPC présenté au profil et à l'expérience de chaque investisseur individuel. Rothschild & Co Asset Management ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux. En cas de doute, et avant toute décision d'investir, nous vous recommandons de prendre contact avec votre conseiller financier ou fiscal. L'Organisme de Placement Collectif (OPC) présenté ci-dessus est organisé selon la loi française, et réglementé par l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'investissement dans des parts ou actions de tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DIC PRIIPS et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC sont enregistrées. Le DIC PRIIPS/prospectus complet est disponible sur notre site Internet : [www.am.eu.rothschildandco.com](http://www.am.eu.rothschildandco.com). La valeur liquidative (VL) / valeur nette d'inventaire (VNI) est disponible sur notre site internet.

Les informations présentées ne sont pas destinées à être diffusées et ne constituent en aucun cas une invitation à destination des ressortissants des États-Unis ou de leurs mandataires. Les parts ou actions de l'OPC présenté dans ce document ne sont pas et ne seront pas enregistrées aux États-Unis en application du U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié ("Securities Act 1933") ou admises en vertu d'une quelconque loi des États-Unis. Ces parts ou actions ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux États-Unis (y compris dans ses territoires et possessions) ni bénéficier, directement ou indirectement, à une "U.S. Person" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933) et assimilées (telles que visées dans la loi Américaine dite "HIRE" du 18/03/2010 et dans le dispositif FATCA).

Veillez noter que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur des investissements et des revenus en découlant peut varier à la hausse comme à la baisse, et n'est pas garantie. Il est donc possible que vous ne récupériez pas le montant initialement investi. Les variations des taux de change peuvent affecter à la hausse comme à la baisse la valeur des investissements et des revenus en découlant, lorsque la devise de référence de l'OPC est différente de la devise de votre pays de résidence. Les OPC dont la politique d'investissement vise plus particulièrement des marchés ou secteurs spécialisés (comme les marchés émergents) sont généralement plus volatils que les fonds plus généralistes et d'allocation diversifiée. Pour un OPC volatil, les fluctuations peuvent être particulièrement importantes, et la valeur de l'investissement peut donc chuter brusquement de façon importante.

Les performances présentées ne tiennent pas compte des éventuels frais et commissions perçus lors de la souscription et rachat des parts ou actions de l'OPC concerné. Les portefeuilles, produits ou valeurs présentés sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque investisseur, et peut faire l'objet de modifications.

Édité par Rothschild & Co Asset Management, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management, sous peine de poursuites.

---

## À propos de la division Asset Management de Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs.

Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et présents dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 38 milliards d'euros et regroupons près de 170 collaborateurs.

Plus d'informations sur [am.eu.rothschildandco.com](http://am.eu.rothschildandco.com)

### France

29, Avenue de Messine  
75008 Paris  
+33 1 40 74 40 74

### Suisse

Rothschild & Co Bank AG  
Rue de la Corraterie 6  
1204 Genève  
+41 22 818 59 00

### Allemagne – Autriche

Börsenstraße 2 - 4  
Frankfurt am Main 60313  
+49 69 299 8840

### Belgique – Pays-Bas – Luxembourg

Rue de la Régence 52  
1000 Bruxelles  
+32 2 627 77 30

### Italie

Passaggio Centrale 3  
20 123 Milano  
+39 02 7244 31

### Espagne

Paseo de la Castellana 40 bis  
28046 Madrid  
+39 02 7244 31

[Visitez notre site internet](#)



[Suivez-nous sur LinkedIn](#)

