

Les mauvaises nouvelles sont dans les cours, les actions sont attrayantes

Nos experts recommandent de faire la part des choses entre un profond sentiment d'inquiétude et la qualité des entreprises cotées



Romain Burnand
Moneta



Marc Fiorentino
Euroland Finance



Victoire de Trogoff
Fidelity Europe



François-Marie Wojcik
Metropole Gestion

TABLE RONDE ANIMÉE PAR ROLAND LASKINE | JDF HEBDO | 05.06.2010 | Mise à jour : 22H17

LA TABLE RONDE - Nos experts recommandent de faire la part des choses entre un profond sentiment d'inquiétude et la qualité des entreprises cotées.

Après la forte baisse des cours intervenue en mai et un début de mois de juin exécrable, nous avons réuni les meilleurs gestionnaires de fonds de la place pour recueillir leur opinion sur les perspectives économiques dans le monde, les conséquences de la crise de l'euro, mais aussi pour connaître leur sentiment de marché et la stratégie d'investissement qu'il convient de mettre en place.

Nos intervenants ne parviennent pas aux mêmes conclusions sur la situation économique, mais considèrent tous que les actions sont aujourd'hui très raisonnablement valorisées et constituent une bonne opportunité de placement.

LE JOURNAL DES FINANCES. Les investisseurs semblent de plus en plus préoccupés par l'évolution de la situation économique. Sont-ils trop pessimistes ?

FRANÇOIS-MARIE WOJCIK, Metropole Gestion : Il y a un décalage important entre la perception de la situation économique et les chiffres qui sont publiés. Le sentiment qui domine en Europe, c'est celui d'une crise qui perdure et qui s'aggrave. Les sociétés européennes, au même titre que les américaines, sont pourtant sorties renforcées de la crise que nous avons traversée entre la fin de 2007 et le début de 2009. Elles se sont restructurées, elles ont abaissé leur point mort et elles se sont désendettées.

Ce décalage entre une impression de dégradation de la situation économique et sociale par la majorité des gens et la réalité est la règle en période de sortie de récession. Il se trouve, en outre, exacerbé par un endettement déraisonnablement élevé dans les Etats de la zone euro.

MARC FIORENTINO, Euroland Finance : Nous sommes dans une tendance économique lourdement négative. On a transféré les dettes des ménages aux banques, qui les ont elles-mêmes transférées aux Etats. Résultat, nous sommes confrontés à des déséquilibres budgétaires qui ne se résoudront pas en quelques mois. Ils forment le cadre politique, économique et social dans lequel nous allons sans doute évoluer au cours des quatre ou cinq années à venir.

Le problème, c'est que pour résorber ces déficits, il faut de la croissance et c'est ce qui nous manque le plus. 3 % de croissance du PIB aux Etats-Unis, c'est très décevant par rapport aux précédentes sorties de crise. De notre côté, les 1 à 1,5 % de croissance auxquels il faut s'attendre en Europe suffiront tout juste à payer les intérêts de la dette. Dans les pays émergents, c'est à 5 % plutôt qu'à 10 % de progression de l'activité qu'il faut s'attendre. Ce contexte de croissance anémique aura inévitablement un impact sur les résultats des entreprises, et c'est cela qui inquiète les investisseurs.

LE JOURNAL DES FINANCES. Les marchés redoutent aussi un effet de contagion de la crise au reste du monde.

VICTOIRE DE TROGOFF, Fidelity Europe : S'agissant des risques de contagion, je dirais que les craintes de voir se renouveler en 2010 la même crise que celle de 2008 sont très excessives. Au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, en septembre 2008, les marchés se sont effondrés, anticipant l'avènement du *credit crunch* créé par un manque de liquidités et une paralysie du secteur bancaire. Aujourd'hui, certains transfèrent le même scénario comme si les dettes souveraines constituaient en 2010 le même poison que la dette résidentielle américaine dans le bilan des banques en 2008.

Ces craintes sont exagérées pour la bonne raison que les banques centrales ont appris à gérer ce type de situation en mettant à disposition du marché les

liquidités nécessaires, empêchant que le système ne se grippe.

En 2008, le *credit crunch* a provoqué un déstockage important, global et simultané, qui a contribué à stopper net l'activité des entreprises, et qui constituait le point de départ de la crise. Aujourd'hui, les stocks sont au plus bas. Il n'y a donc pas de risque de voir se répéter le même scénario qu'il y a deux ans.

MARC FIORENTINO : S'agissant de la contagion, je ne crains pas que les problèmes de la zone euro se répercutent sur les Etats-Unis ou la Chine. Je pense qu'en réalité les Etats-Unis sont confrontés à une crise d'endettement encore plus importante que la nôtre.

Quant à la Chine, je ne crois pas au découplage des pays émergents par rapport aux pays développés. Leur dépendance à l'égard des pays riches est totale et elle n'est pas près de disparaître.

ROMAIN BURNAND, Moneta : Autre exemple d'exagération auquel nous assistons. Au début de l'année, nous savions que nous aurions très probablement à faire face à une hausse des taux d'intérêt et à un durcissement de la fiscalité. Le durcissement de la fiscalité est de plus en plus clair mais est largement compensé par la perspective de taux d'intérêt durablement bas. Et la baisse de l'euro, nouveauté de cette année, est un formidable ballon d'oxygène pour toutes nos sociétés industrielles qui souffraient de la faiblesse persistante du dollar ces dernières années. Ces éléments sont plutôt favorables à la capacité bénéficiaire des entreprises et ne justifient pas la correction que nous sommes en train de connaître.

LE JOURNAL DES FINANCES. Quelle est votre opinion sur le niveau de valorisation des actions en Europe ?

ROMAIN BURNAND : LES actions me paraissent aujourd'hui très attractives. Le fait qu'un bon nombre d'entre elles offrent aujourd'hui des rendements supérieurs à ceux des emprunts qu'elles émettent constitue un signe de sous-valorisation manifeste. Surtout à un moment où les entreprises sont en bonne santé et où les dividendes qui sont versés ne sont pas pris sur les réserves, mais correspondent à la distribution d'une partie des profits en amélioration.

Les actions sont par ailleurs des actifs réels, au même titre que des immeubles. Les entreprises ont en plus l'avantage de pouvoir s'adapter et croître, et celles qui ont des avantages compétitifs réels ou qui se situent sur des niches particulières peuvent même le faire dans des économies stagnantes.

Ce n'est pas le cas des emprunts d'Etat, que les investisseurs s'arrachent en dépit de la faiblesse de leurs rendements. Il est ainsi très vraisemblable qu'à

leur niveau actuel les actions sont aujourd'hui un bon placement.

FRANÇOIS-MARIE WOJCIK : L'épargne privée n'a jamais été aussi abondante. Les perspectives de croissance molle n'ont aucune raison de dissuader les investisseurs d'épargner, bien au contraire. L'attractivité des actions comparée aux emprunts d'Etat restent entière. La prime de risque qu'exigent les investisseurs pour acheter des actions est très élevée, elle signifie que l'essentiel des mauvaises nouvelles sont déjà dans les cours. Dans ces conditions, la moindre amélioration de la conjoncture ne peut que se traduire par un fort rebond boursier.

Il ne faut surtout pas négliger les ratios traditionnels de valorisation du marché, qui nous disent aujourd'hui que les actions sont bon marché. Ces ratios ont fait la preuve de leur efficacité au cours des cinquante dernières années, il n'y a pas de raison qu'ils ne fonctionnent pas aujourd'hui.

VICTOIRE DE TROGOFF : Il faut en effet garder à l'esprit que les actions présentent aujourd'hui des décotes moyennes allant, selon le multiple utilisé, de 10 à 30 % par rapport aux moyennes constatées au cours de ces vingt dernières années.

Même signe de sous-valorisation du côté des rendements puisque plus de 20 % des sociétés européennes offrent des rendements supérieurs au taux de rémunération de leur propre dette. La prime de risque exigée des actions est revenue à des niveaux records. Ce qui nous attend est sans doute une croissance modérée mais pas une récession comme celle de 2008. Le risque est donc intégré par le marché.

LE JOURNAL DES FINANCES. Quels sont les principaux soutiens du marché ?

MARC FIORENTINO : Les fondamentaux ne sont clairement pas bons, mais le marché a réagi très tôt en anticipant une bonne partie des mauvaises nouvelles. Il existe donc à court terme un fort potentiel de rebond qui pourrait porter le CAC 40 à 4.000 points. Et cela pourquoi pas avant la rentrée de septembre.

Aujourd'hui, il y a plus à gagner à miser sur la hausse plutôt que sur la baisse. Toutefois, il faut savoir qu'il s'agit de jouer un rebond technique, dans une configuration de marché marquée par un contexte de déflation mondiale à la japonaise. Cela signifie que si les 4.000 points sont atteints, il ne faudra pas hésiter à prendre des bénéfices. Les fonds d'arbitrage prêts à jouer la baisse sont très présents et ils n'hésiteront pas à tirer profit de tout mouvement de hausse excessive.

FRANÇOIS-MARIE WOJCIK : Je répète que malgré le climat d'inquiétude qui règne en Bourse, il existe de

vrais signes de reprise, comme le rebond des commandes de camions « class 8 » aux Etats-Unis, qui constitue un indicateur extrêmement fiable de l'évolution de l'activité industrielle outre-Atlantique. L'observation de cet indicateur sur vingt ans montre très nettement que le redressement de cet indicateur précède une reprise. Or, le point bas a été atteint au premier trimestre de 2010.

LE JOURNAL DES FINANCES. Dans ce contexte, quelle est votre stratégie d'investissement ?

ROMAIN BURNAND : Je recommanderais de ne pas désespérer des actions, et cela semble l'opinion consensuelle de notre table ronde ! Je préfère de loin avoir des actions en portefeuille que des obligations d'Etat qui ne rapportent rien et qui présentent aujourd'hui autant de risques, sinon plus. Ma stratégie d'investissement est claire : elle consiste à privilégier des sociétés peu endettées et ayant réalisé d'importants efforts de restructuration. Cela leur permet de maintenir, voire d'améliorer leur marge, même en cas de nouveau ralentissement de l'activité. La capacité à générer un flux régulier de cash issu des activités opérationnelles constitue aussi un critère de choix déterminant.

La visibilité sur la croissance, notamment hors de la zone euro, est également à prendre en compte. Peu importe le secteur d'activité, la croissance peut être recherchée dans tous les secteurs d'activité, à condition qu'elle soit rentable et créatrice de valeur.

FRANÇOIS-MARIE WOJCIK : Les valeurs industrielles et de services sont délaissées en raison des interrogations

des marchés sur les perspectives d'activité. Elles se traitent donc à des niveaux de valorisation souvent très attractifs, alors que par ailleurs on dispose de signes tangibles de redémarrage.

Ce décalage entre les craintes des opérateurs et la perception du marché constitue une bonne opportunité de renforcer les positions sur des valeurs à la fois décotées et disposant d'un levier opérationnel qui leur permettra de bénéficier de tout regain d'activité. Pour l'instant, le marché manque de catalyseur. Je ne sais pas d'où celui-ci pourrait venir, mais il ne fait aucun doute que la sous-valorisation de nombreuses sociétés de qualité se traduira par un rattrapage des cours.

MARC FIORENTINO : Pour rester cohérent avec mes anticipations de rebond technique des actions, je recommanderais de dynamiser les portefeuilles en employant une partie des liquidités à l'achat d'un tracker haussier sur l'indice CAC 40. L'objectif est de profiter de la hausse sans avoir à faire le choix d'un type de valeur en particulier. Un des moyens de jouer ce rebond technique serait de miser sur des valeurs bancaires, mais, compte tenu du manque de visibilité sur le secteur, je ne m'y hasarderais pas à titre personnel.

VICTOIRE DE TROGOFF : Recherchons la croissance, puisqu'elle devient une rareté, et la cote européenne offre beaucoup de sociétés de croissance, que ce soit par leurs débouchés géographiques ou leur positionnement de niche. Recherchons les sociétés gagnantes de la crise, c'est-à-dire celles qui ont pu augmenter leur part de marché et abaisser leur point mort.

Leurs valeurs préférées

<p>Romain Burnand Sanofi-Aventis Le numéro un français de la pharmacie est faiblement valorisé au regard de l'importance des cash-flows récurrents qu'il dégage. Le rendement attendu, proche de 5 %, constitue un argument supplémentaire en faveur du titre.</p> <p>Rexel Ce distributeur de matériel électrique constitue un excellent exemple de société qui a su se restructurer pendant la crise. La réduction de ses frais de fonctionnement lui permet de bien résister au ralentissement des ventes.</p> <p>Tessi Cette société présente dans le domaine de la gestion des moyens de paiement et le traitement des documents parvient à croître régulièrement et offre une bonne visibilité sur les résultats et le dividende. Elle reste faiblement valorisée.</p> <p>François-Marie Wojcik Daimler AG Le constructeur automobile allemand réalise un beau parcours boursier depuis le début de l'année. Le groupe bénéficie du</p>	<p>REXEL Cours en €, le 3/06/2010 15 12 9 6 3 juin 2009 juin 2010 11,85</p> <p>DAIMLER Cours en € à Francfort, le 3/06/2010 40 35 30 25 20 juin 2009 juin 2010 41,26</p>	<p>redressement des ventes de poids lourds et du succès de la marque Mercedes dans les pays émergents, notamment en Chine.</p> <p>Adecco Le travail temporaire devrait entrer dans un cycle plus favorable, le redémarrage est déjà visible aux Etats-Unis. Le titre se paie en Bourse sur des niveaux de bas de cycle autour de 40 % du montant du chiffre d'affaires.</p> <p>Capgemini Le leader français des services informatiques se traite à 60 % du montant du chiffre d'affaires, ce qui correspond aussi à une valorisation de bas de cycle. Présent sur tous les continents, il profite d'une nette reprise de la demande dans le secteur.</p> <p>Victoire de Trogoff Lanxess Ce groupe allemand est le premier producteur mondial de caoutchouc synthétique, avec une part de marché de 40 %. Le titre se redresse très nettement car le groupe bénéficie d'un effet de restockage important.</p> <p>Sika Cette société suisse est le numéro un mondial des produits</p>	<p>chimiques utilisés dans la construction, notamment dans le béton. Elle affiche depuis plusieurs années une croissance de l'activité trois fois supérieure à la moyenne de son secteur.</p> <p>Swedish Match Ce fabricant de cigares et surtout de tabac à mâcher affiche une croissance annuelle moyenne de ses ventes de 10 %. Il s'agit d'une niche très dynamique, surtout dans les pays émergents.</p> <p>Marc Fiorentino Casino Ce distributeur, très bien géré, contrôle ses charges d'exploitation et fait preuve d'une grande flexibilité dans un marché en évolution rapide.</p> <p>Vinci La visibilité est excellente et le titre est faiblement valorisé. C'est aussi une manière de jouer le choix de la France pour l'organisation de l'Euro 2016.</p> <p>Ausy Cette société de services informatiques spécialisée dans les travaux de recherche et le développement est faiblement valorisée, alors que la demande repart dans le secteur.</p>	<p>VINCI Cours en €, le 3/06/2010 45 40 35 30 juin 2009 juin 2010 37,46</p> <p>LANXESS Cours en € à Francfort, le 3/06/2010 35 30 25 20 15 juin 2009 juin 2010 33,74</p>
---	--	--	--	--