



José-Bernard DJEN

REPÈRES

Une rentrée contrariante : les actions européennes sont attractives !

Après avoir nettement rebondi au cours du mois de juillet - +6.2% pour l'indice EURO STOXX -, les marchés ont renoué en août avec une tendance baissière, perdant -3.9% au cours du mois dans la foulée de statistiques économiques américaines mitigées. Le bilan des huit premiers mois de l'année 2010 s'avère donc très décevant - performance de -9.3% - d'autant plus que les actions de la zone euro ont sous-performé la quasi-totalité des places boursières mondiales, à l'exception du Japon.

Les facteurs expliquant ces performances négatives sont largement connus et de plus en plus de stratégies dressent l'inventaire des nombreuses bonnes raisons de se tenir actuellement à l'écart des actions européennes : croissance économique atone, situation budgétaire préoccupante de nombreux Etats, inquiétudes récurrentes sur les bilans des banques, politiques de rigueur risquant d'étouffer la reprise apparue fin 2009. A cette liste de mauvaises nouvelles s'est récemment ajouté le scénario, de plus en plus ouvertement évoqué, du « double dip » entraînant une nouvelle récession aux Etats-Unis, voire en zone Euro, en 2011/2012.

Nous ne sous-estimons pas les graves difficultés qui frappent actuellement les économies européennes, mais ne partageons pas pour autant le pessimisme ambiant concernant les perspectives à moyen terme des marchés d'actions. Trois raisons principales expliquent cette attitude contrariante.

En premier lieu, la valorisation est particulièrement attractive : le PE retraité du cycle (ou PE de Schiller) affiche une décote de 30% par rapport à la moyenne des 30 dernières années, tandis que les dividendes excèdent de 20% leur moyenne long terme. Les actions européennes traitent également actuellement à des niveaux proches des plus bas par rapport au cash, aux obligations d'Etat, aux obligations high yield et investment grade ainsi qu'aux actions américaines.

En second lieu, il convient de rappeler que croissance économique d'une part et timing d'investissement d'autre part n'obéissent pas à des calendriers parallèles. Un investissement réalisé en période de croissance économique satisfaisante n'engendre pas nécessairement de bons résultats, comme l'a montré l'année 2007, alors qu'inversement une croissance économique faible peut être concomitante avec des performances boursières élevées : un investissement en actions réalisé fin 1994, soit un an après la fin de la dernière récession intervenue en Europe générerait un rendement annualisé moyen de 22% au cours des 3 années suivantes, alors que la croissance économique de la zone euro s'élevait sur la période à seulement 2% en moyenne. Le régime de faible croissance que nous anticipons pour les prochaines années n'est donc pas en soi un critère suffisant permettant de conclure à une sous-performance des actions. Il est vrai qu'un faible taux de croissance obérerait le potentiel de croissance bénéficiaire des entreprises, mais nous considérons qu'un des moteurs importants de la hausse future des marchés réside dans la normalisation des multiples, alors qu'une progression massive des profits demeure hypothétique, les entreprises ayant d'ores et déjà reconstitué des niveaux de marges élevés.

Enfin, la très forte aversion au risque que nous connaissons actuellement et le manque total d'appétit pour les actions constituent pour nous des signaux, certes contrariants, mais positifs. A cet égard, nous sommes frappés de constater qu'à 10 ans d'intervalle, la collecte des fonds obligataires américains entre juin 2008 et juin 2010 (soit 480Mds\$) correspond presque exactement aux flux investis dans les fonds actions américains entre 1999 et 2000 (495 mds\$), alors même que les taux US à 2 ans viennent d'atteindre un plus bas historique à 0.50% et que le groupe IBM a récemment battu un record de faiblesse pour une émission corporate, en plaçant une obligation à 3 ans assortie d'un coupon de 1%.

Nous sommes conscients que l'ensemble de ces éléments ne suffit pas à justifier une reprise immédiate des marchés d'actions et que les catalyseurs à court terme font cruellement défaut. Nous avons en revanche la conviction profonde que les niveaux actuels des marchés permettront de délivrer des rentabilités futures attractives. Historiquement, les meilleures fenêtres d'investissement en actions ont correspondu à des périodes de grande incertitude, qu'il s'agisse de la situation économique (1993/1994) ou géopolitique (2003) et nous pensons que la période actuelle, où l'Europe est confrontée à de nombreux défis, ne dérogera pas à cette règle.