

Comment jouer les valeurs européennes

Au fur et à mesure que leur aversion au risque se réduit, les investisseurs augmentent à nouveau leur allocation actions. Comment participer au potentiel d'appréciation du marché européen?



EMMANUEL HAUPTMANN
 Reyl*

Si l'on considère les revenus attendus par les analystes sur les douze prochains mois, le marché européen dans son ensemble traite à un niveau de Price-to-Earnings inférieur à 13, soit encore 13% sous le niveau moyen de 15 en Europe sur les 20 dernières années. Une confirmation de la reprise économique aux Etats-Unis et en Europe, qui proviendrait de la stabilisation encore à venir des marchés de l'emploi et de l'immobilier, permettrait probablement rapidement de combler les 13% restants, mettant un terme au mouvement de «normalisation» entamé à la fin du premier trimestre.

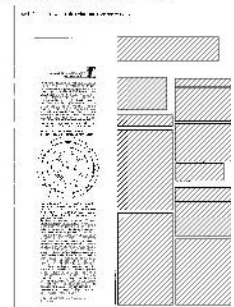
Le marché des petites capitalisations est-il survalorisé par rapport aux grandes capitalisations après leur formidable performance depuis le début d'année? L'indice MSCI Europe Small Cap est en hausse de 52% depuis le début de l'année, le MSCI Europe Large Cap s'appréciant de 21% sur la même période. Après quelques semaines de marchés plus hésitants, de nombreux investisseurs pensent de plus en plus «Large». Si on replace le mouvement des dix derniers mois dans le contexte du bear-market commencé en juillet 2007, les Small Caps n'ont pour l'instant que «rattrapé le retard» accumulé durant la baisse des marchés.

LE MOUVEMENT qui s'est effectué depuis le début de l'année ne semble avoir été qu'un mouvement de normalisation, et l'appréciation des Small Caps ne paraît pas excessive dans ce contexte. Etant donné l'«effet Small Cap» de surperformance des petites capitalisations sur le long terme, il semblerait imprudent de négliger cette partie de la cote dans une allocation actions, d'autant plus si l'on s'attend à une continuation de la reprise des marchés.

Les phases durables de sous-performance des segments Small Caps du marché sont exceptionnelles, et une allocation actions construite aujourd'hui devrait privilégier les expositions diversifiées permettant de capturer les opportunités de stock-picking sur l'ensemble de la cote.

Les secteurs défensifs ont connu une période de sous-performance remarquable depuis le début du rebond, à l'image de leur surperformance de 2008. Les secteurs des Utilities, des Consumer Durables, des Telecoms et du Healthcare ont vu les moins bonnes performances en 2009; cela est dû à de larges rotations sectorielles vers les cycliques depuis le mois de mars. A l'autre bout du spectre, les secteurs cycliques ont effacé une partie de leurs pertes de l'année précédente.

Ironiquement, les «laggards» – sous performeurs – de 2009 sont encore les secteurs les plus «chers» au vu des revenus attendus pour les douze prochains mois. Il est probable que les secteurs «défensifs» continuent donc à sous-performer si la hausse du marché se poursuit. Il est d'autant plus important de rechercher au sein de ces secteurs les titres les plus attractifs, ayant le plus fort potentiel de croissance à moyen terme, afin de



Argus Ref 37317711

ne pas nuire à la performance dans un scénario de marché optimiste.

Le troisième trimestre de l'année 2009 a confirmé la tendance de baisse de la volatilité et d'augmentation de la dispersion au sein du marché comme au sein même des secteurs. Nous avons observé sur les derniers mois une tendance claire vers plus de sélectivité par les investisseurs et la mise en avant des critères fondamentaux. Le moment semble venu de «faire le tri» au sein des secteurs, et de nombreuses opportunités de stock-picking apparaissent dans le marché.

APRÈS UNE PÉRIODE de rebond menée par les flux, les fondamentaux semblent reprendre le devant de la scène et les stratégies de stock-picking permettent à nouveau de faire la différence et de fournir de l'alpha aux investisseurs. Un élément essentiel de la réussite d'un investissement actions dans les douze mois qui viennent sera probablement la capacité à sélectionner un gérant avec une expérience de stock-picking établie, un processus d'investissement lui permettant de saisir des opportunités sur l'ensemble des segments de capitalisation et des secteurs, ainsi qu'une méthodologie rigoureuse.

IL SEMBLE IMPRUDENT DE NÉGLIGER LES SMALL CAPS DANS UNE ALLOCATION ACTIONS.

Nous sommes aujourd'hui probablement proches des niveaux à partir desquels la phase de «normalisation» des marchés cesse, et où un nouveau «bull market» pourrait commencer. Car malgré les nombreuses améliorations observées de ma-

nière globale, beaucoup d'incertitudes demeurent quant au caractère durable de la reprise actuelle. Tout d'abord aux Etats-Unis, où l'emploi et l'immobilier ne semblent pas prêts de sortir de leur spirale infernale. Ensuite en Chine, où la robustesse des fondations de la croissance actuelle, dopée par les stimuli étatiques et les investissements étrangers, reste à prouver. Ou dans la quasi-totalité du monde occidental, où le poids des déficits 2008-2010 impactera la croissance des prochaines décennies. Bref, les deux scénarios, l'un en W l'autre en V, s'affrontent toujours.

AU VU DE CES DEUX CAS de figure et, sachant que pour l'un comme pour l'autre il est inutile d'aller à l'encontre du marché, les investisseurs encore incertains quant à la conjoncture devraient probablement opter pour des véhicules d'investissement «dynamiques». Dans l'optique de s'adapter aux conditions de marché, les spécialistes d'Asset Management ont construit des produits actions à allocation dynamique, permettant de faire varier l'exposition actions suivant les tendances du marché.

Dans des marchés où les tendances deviendraient négatives, des couvertures dynamiques seraient activées, visant à limiter les pertes de capital des investisseurs, tout en maintenant la recherche d'alpha au sein du portefeuille. A l'inverse, si des tendances positives dominent la cote, le fonds resterait en grande partie exposé, afin de capturer un maximum de la hausse du marché. Ce principe de «dualité» d'environnements et de couvertures semble particulièrement adapté à la situation actuelle, dans laquelle le marché semble plus que jamais chercher sa direction...»