

Une montée de l'inflation pourrait être le déclencheur d'un rally actions

Carmignac Gestion recommande de surpondérer les hard-discounters et les entreprises actives dans la consommation.

Malgré le bond de 35% depuis la mi-mars, le marché européen recèle de titres sous-évalués, selon David Loggia, gestionnaire en actions européennes chez Carmignac Gestion. Lors de son passage à Genève la semaine dernière, ce dernier avance avoir recommandé à ses investisseurs les sociétés actives dans la consommation et dans la santé. Dont le suisse Actelion. Entretien.

De nombreux commentateurs annoncent un déclin plus prononcé de l'Europe par rapport aux Etats-Unis. Comment parvenez-vous à vendre actuellement un fonds européen?

Les valorisations sont aujourd'hui devenues extrêmement bon marché. Il existe en Europe de nombreuses sociétés qui ont été dévastées par la baisse des marchés, mais dont les fondamentaux sont restés solides.

L'Eurostoxx a pourtant grimpé de 35% depuis la mi-mars. Les valorisations sont-elles vraiment si bon marché à l'heure actuelle?
Oui, il n'y a aucun doute là-dessus. Trois ou six mois en arrière, les investisseurs partageaient une vision très pessimiste sur l'évolution des bénéfices. Aujourd'hui, les perspectives sur les résultats sont nettement meilleures et le

marché l'évalue tel quel. En outre, les dividendes des actions offrent actuellement un rendement plus élevé que celui des obligations, même si le taux obligataire a récemment augmenté.

Cette hausse des taux obligataires n'était-elle pas un signal d'une détérioration à venir des conditions conjoncturelles?

Le marché actions est également tourné vers l'avenir. Et, à mon sens, il donne plutôt l'impression d'une stabilisation économique. Ceci dit, il y a aujourd'hui un risque assez élevé que l'inflation atteindra au cours de ces cinq prochaines années des niveaux largement supérieurs à la moyenne. Ce qui est en soi une bonne nouvelle pour les actions. Une hausse des prix incitera les investisseurs à venir sur le marché pour se couvrir de la baisse du pouvoir d'achat.

L'inflation serait-il donc le déclencheur d'un rally boursier?

Oui, c'est possible. N'oublions pas que la grande crainte de ces six derniers mois était la déflation. Et il est préférable, tant pour les investisseurs que pour la société civile, de faire face à une inflation de 5% qu'à une déflation de 1%. Hormis le marché actions, l'une des autres options pour protéger



DAVID LOGGIA Le gestionnaire en actions européennes de Carmignac Gestion recommande notamment le danois Novo Nordisk et le suisse Actelion.

les investisseurs de la hausse des prix est bien sûr de se positionner sur les matières premières, l'or en particulier.

Dans votre fonds Carmignac Euro-Investissement, un tiers de vos avoirs est alloué au secteur de la consommation défensive et de la distribution. Comment expliquez-vous une telle surpondération?

Ce secteur est divisé en deux catégories distinctes. D'un côté, nous croyons très fort au potentiel de croissance des hard-discounters, dont notamment Biedronka (marque polonaise appartenant au groupe portugais Jeronimo Martins) et Primark (société anglaise appartenant à ABF, groupe de même nationalité). Il est en effet très difficile de concurrencer

de tels modèles, et leurs valorisations sont par ailleurs excellentes.

La récession leur est profitable...

Oui, il est évident que la récession aide ces entreprises à enregistrer une hausse de leur chiffre d'affaires. Reste que, même en bonne conjoncture, les consommateurs apprécient leurs produits bon marché. D'un autre côté, nous investissons aussi dans les entreprises pérennes, comme Unilever et Beiersdorf. Ces sociétés possèdent toujours des fondamentaux très solides, avec des taux de cash flow libre supérieurs à 6%. Ce qui est nettement supérieur au taux obligataire actuel de 3,5%.

Plus de 13% de votre fonds est par ailleurs investi dans la santé. Le dernier sondage Merrill Lynch sur la perception des gestionnaires a pourtant dévoilé la semaine dernière que les investisseurs sous-pondéraient les pharmas, pour la première fois depuis début 2005. Comment justifiez-vous votre position?

La santé est une industrie relativement complexe. Le secteur fait régulièrement face à un risque scientifique – les médicaments pourront-ils vraiment faire leur effet? – et à un risque réglementaire. Il faut donc être très sélec-

tif. Nous apprécions notamment le danois Novo Nordisk et le suisse Actelion, dont le modèle affaires et ses nombreux investissements dans le pipeline nous ont séduit.

Détenez-vous d'autres actions suisses?

Nous avons des participations dans Syngenta, Roche, Nestlé et UBS.

Seuls 2% de votre fonds est alloué aux banques, à l'immobilier et à la construction. Les bancaires sont-elles à éviter à tout prix?

Non. Le secteur bancaire se trouve aujourd'hui en position de redressement, et les attentes du marché sont encore trop pessimistes. Raison pour laquelle nous avons préféré investir dans les banques, hormis UBS, à travers des dérivés.

INTERVIEW:
SYLVAIN FROCHAUX

IL EST PRÉFÉRABLE, TANT POUR LES INVESTISSEURS QUE POUR LA SOCIÉTÉ CIVILE, DE FAIRE FACE À UNE INFLATION DE 5% QU'À UNE DÉFLATION DE 1%.

Convertibles: les nouvelles émissions

GIUSEPPE MIRANTE*

Lors de notre précédent article nous rappelions que le marché des obligations convertibles mondiales était d'environ USD 550 milliards. Alors que les nouvelles émissions s'étaient brusquement stoppées en octobre 2008, le marché semblait repartir depuis le début du mois de mars avec quelques grosses émissions en Europe et aux Etats-Unis. Que les «vraies» convertibles soient LE compromis par excellence entre d'une part l'émetteur (les sociétés cherchant à se financer) et les investisseurs (grâce à l'obligation convertible ils prennent une exposition sur une action tout en bénéficiant de la sécurité fournie par le support obligataire) n'est aujourd'hui plus à prouver. En effet, le tableau ci-dessous montre à quel point le marché est aujourd'hui en pleine effervescence par rapport à la logique «convertibles»:

Depuis le 11 mars à aujourd'hui, les émissions dans le monde ont totalisé près de 24 milliards de CHF équivalents. Si on devait s'amuser à annualiser ce chiffre depuis la mi-mars à aujourd'hui, nous ne serions plus du tout loin de la moyenne annuelle des nouvelles émissions enregistrées sur les 13 dernières années de USD 115 milliards.

Les caractéristiques et la provenance de ces nouvelles émissions sont des informations des plus intéressantes. Ainsi, la grande majorité des émissions nous vient des

USA, où 35 nouvelles obligations convertibles ont été émises, totalisant CHF 13.25 milliards, soit 57% des montants émis. Droit derrière, l'Europe affiche 8 nouvelles émissions pour CHF 7.8 milliards, soit 34% du marché. L'Asie se partage le reste du gâteau soit 9% et près de CHF 3 milliards de convertibles émis.

Comme le montre encore ce tableau, l'accueil réservé par les investisseurs à ces obligations convertibles est extraordinairement positif, avec en moyenne, des obligations ayant performé de manière exemplaire avec près de +15% de performance (intérêts courus non compris) en quelques jours seulement, les marchés actions ayant été, il est vrai, des plus porteurs entretemps.

Mais, à part la bonne performance des bourses mondiales, il faut admettre que les termes d'émission étaient des plus attractifs, avec en moyenne des coupons de 5.19% (allant de 1.75% à 12%), pour une qualité certaine fois effectivement plutôt basse (moyenne de qualité BB-, les sociétés ayant besoin de se refinancer étant plutôt de ce type de qualité), mais d'autres fois même de premier ordre. Ainsi, par exemple, Unibail-Rodamco avec un coupon de 3.5% et une prime de conversion de seulement 30% et une maturité de 5 ans et demi. Ou encore: ArcelorMittal, BBB+, avec 7.25% de coupon sur 5 ans et seulement 32% de prime de conversion; cet emprunt a réalisé 35% de performance

LES NOUVELLES ÉMISSIONS EN OBLIGATIONS CONVERTIBLES DEPUIS DÉBUT 2009

Emetteur / sous-jacent	Pays	Coupon	Maturité	Taille emprunt en CHF (mios)	Performance (cours)
Soho China	Hong-Kong	3,75%	02 juil. 2014	392	-0,50%
AngloGold	Afrique Sud	3,50%	22 mai 2014	795	+5,50%
Infineon	Allemagne	7,50%	26 mai 2014	297	+10,00%
Q-Cells	Allemagne	5,75%	15 mai 2014	379	+1,50%
ArcelorMittal	France/Inde	5,00%	15 mai 2014	867	+21,00%
WPP	UK	5,75%	19 mai 2014	781	+8,50%
Beijing Enterprises	Hong-Kong	2,25%	06 juin 2014	249	+9,00%
Techtronic Ind.	Hong-Kong	8,50%	30 avr. 2014	80	+28,00%
Unibail-Rodamco	France	3,50%	01 janv. 2015	871	+8,50%
Anglo American	UK	4,00%	07 mai 2014	1843	+23,00%
Taisei Corp	Japon	4,52%	24 juil. 2014	228	+0,00%
Capgemini	France	3,50%	01 janv. 2014	871	+13,00%
KCC/Hyundai	Korée	3,50%	06 mai 2014	271	+16,00%
ArcelorMittal	France/Inde	7,25%	03 avr. 2014	1893	+35,25%
SK Telecom	Corée	1,75%	07 avr. 2014	358	+9,25%
+35 émissions	USA	5,42%	26 août 2015	13.249	+16,00%
Moyenne mondiale		5,19%	10 avr. 2015	23.424	+14,96%

Sources: IFP Fund Management

de prix, alors que l'action a réalisé 40% de performance dans le même intervalle, une participation exemplaire, alors que le dividende (incertain) de l'action n'est que de 2.4%, ce qui pèse relativement peu par rapport à un juteux coupon de 7.25%, qui lui est fixé pendant 5 ans selon les termes de la convertible... La maturité moyenne des émissions mondiales est, elle, clairement orientée sur un horizon 2015, c'est-à-dire de 5 à 6 ans, les investisseurs potentiels fuyant clairement les ma-

turités plus longues, effrayés par une hausse des taux des plus qu'inéluctable d'ici là. Au niveau de la prime de conversion (l'éloignement en pourcentage du prix de conversion par rapport au cours actuel de l'action), la moyenne est à 24.3% uniquement, avec des marchés en reprise, il va sans dire que les convertibles émises aujourd'hui sont des plus sensibles à la variation des cours des actions dans lesquelles elles peuvent être converties.

Le marché des obligations conver-

tibles est donc bel et bien en plein essor, et profite d'une notoriété jamais égalée auparavant, qui, espérons-le, puisse être en-dehors de tout phénomène de mode, mais puisse plutôt relever d'une réelle réflexion stratégique de fonds de la part des investisseurs intéressés à intégrer le meilleur compromis entre potentiel de gain et risque à la baisse dans leur grille d'allocation d'actifs. ■

* IFP Fund Management SA

Le scénario d'une reprise en W est privilégié

Plus d'un tiers des investisseurs sur le marché des changes estiment que la reprise sera en forme de W, l'amorce d'amélioration actuelle étant suivie d'un nouvel accès de faiblesse de l'économie, avant que celle-ci ne reparte de manière durable, selon une enquête trimestrielle de Barclays Capital. Interrogés sur la trajectoire probable de l'économie mondiale en 2009-10, les 605 clients de la banque interrogés voient à 37,5% la reprise en forme de W, et à 31,5% en forme de U, c'est-à-dire avec une croissance qui reste faible assez longtemps avant de se reprendre progressivement. Le scénario en L recueille 26,5% des voix. Les optimistes, tenants du scénario en V ne sont que 4,5%. Sur l'apparente reprise des marchés à laquelle on assiste actuellement, 23,5% estiment qu'il s'agit d'un «bear market rally» (simple rebond d'un marché de tendance baissière) qui va durer encore un peu, 37% qu'il s'agit d'un «bear market rally proche de sa fin», 22% que la situation va durer sans grand espoir toutefois de gains encore solides à venir. 17,5% pensent que les actifs risqués vont grimper.

Au cas où l'amorce de reprise se concrétiserait, ils estiment à 34,5% que les actions seront l'actif le plus attractif. Ensuite viennent les obligations à haut rendement (15,5%), les monnaies des pays émergents (15%), le pétrole (14,5%), les obligations indexées sur l'inflation (12%), le cuivre 3%, 5,5% citant d'autres actifs. 45,5% estiment que le «risque» sera le facteur dominant sur les marchés des changes sur le restant de l'année. Ils sont 29% à juger que ce seront les mesures non conventionnelles des banques centrales, 13% les politiques budgétaires, 9% les marchés de matières premières, 3,5% le commerce extérieur.

Alors que les politiques monétaires non conventionnelles entreprises par plusieurs grandes banques centrales ont pour l'instant affaibli moins que redouté les monnaies concernées, 27,5% des personnes interrogées estiment que la principale raison en est que cela «récompense l'action entreprise pour soutenir l'économie». Par ailleurs, 21,5% pensent que c'est parce que l'inflation n'est pas vue comme un risque sérieux, 21,5% que c'est parce que beaucoup d'autres pays auront sans doute recours à une action similaire, et 5,5% enfin que c'est parce que les banques centrales sont perçues comme ayant une stratégie de sortie crédible. ■

Picard | Angst

Picard Angst
Commodity Index (PACI)™

En date du 29.05.09, 12h00: 807.47
Bloomberg: PACI Index | Reuters: PACI | Tickers: CH097001

Picard Angst Commodities SA
Rue de la Croix d'Or 19, CH 1204 Genève
+41 (0)22 989 50 00 | www.picardangst.ch