

samedi 18 mars
2017

L'Echo

Marchés

Philipp Vorndran (Flossbach von Storch) «Les actions sont la seule alternative»

Le responsable de la stratégie de Flossbach von Storch prévient que les taux d'intérêt planchers vont durer dans le temps. Il estime que seule la classe des actions peut offrir un rendement qui dépasse le taux d'inflation, dans ce contexte économique.

INTERVIEW
JENNIFER NILLE

Philipp Vorndran, le responsable de la stratégie du gestionnaire d'actifs Flossbach von Storch, était l'orateur de la conférence «Investors Top», organisée par Deutsche Bank en partenariat avec L'Echo et De Tijd ce mardi. Lors de cet événement, il a rappelé l'importance d'être investi en actions. Un investissement délaissé par les particuliers en Belgique. La Banque nationale de Belgique a récemment relevé qu'entre 2013 et 2016, les achats nets d'actions sont tombés à quasiment zéro. Philipp Vorndran a aussi relativisé les craintes d'une surévaluation des actions, alors que les Bourses américaines et européennes volent de record en record. Il a souligné que les investisseurs, en général, se focalisent trop sur les éléments négatifs. Et encourage à penser l'impensable.

Qu'entendez-vous par «penser l'impensable»?

Il ne faut pas penser à partir d'événements qui ont eu lieu dans une période entre 6 et 12 mois. Nous essayons de penser à l'impensable sur le moyen, voire le long terme. Des taux d'intérêt extrêmement bas sur une génération sont par exemple impensables pour la plupart des gens. Mais si vous regardez les raisons derrière ces taux bas, il faut vous demander si ces raisons vont disparaître. L'endettement très élevé des États s'avère la principale raison de ces taux bas. Comme cet endettement ne cesse de croître, il est difficile d'imaginer que les taux d'intérêt vont monter. Car des pays comme le Japon, l'Italie, et les États-Unis ne peuvent se permettre d'avoir des taux d'intérêt normaux, à 4-5%.

Ceci signifie-t-il que la répression financière va continuer?

La plupart des gens attribuent la répression financière à des taux d'intérêt négatifs. La situation actuelle me fait penser à la période après la deuxième guerre mondiale en France, aux États-Unis et en Allemagne. Aux États-Unis, juste après la Seconde Guerre mondiale, la dette par rapport au PIB atteignait 110%. Le gouvernement avait décidé de maintenir les taux d'intérêt très bas, à 0,75% pour le taux overnight, et à 2,5% pour le taux à dix ans, indifféremment du taux d'inflation et de croissance. Les gens croyaient que ces taux bas allaient vite remonter. Mais trois ans plus tard, alors que l'inflation atteignait 3,8%, les gens qui sont restés en cash ont perdu 12%. Ils ont commencé à comprendre que ces taux bas pourraient durer une génération. Alors ils se sont mis à changer leur allocation de portefeuille. Ils auraient pu investir dans les obligations à dix ans, qui leur auraient permis de partiellement amortir les taux d'intérêt négatifs. Ces taux négatifs sont non seulement bénéfiques pour le gouvernement, mais aussi pour les sociétés. Alors, investir en actions dans ce contexte a du sens. Cette période de taux bas a duré 13 ans. Un investissement en actions a rapporté 10,5% par an durant cette période. Les fonds de pension et compagnies d'assurances ont dû réallouer leur portefeuille avec une pondération maximum en actions. Il n'y avait pas d'autre alternative.

C'est la même situation actuellement?

J'ai vu la tête des gens dans la salle ce mardi. Ils éprouvent des problèmes à investir en actions au niveau actuel des marchés.

© DRIES LUYTEN

LIRE LA SUITE EN PAGE 27

«Les indices peuvent encore doubler»

LES PHRASES CLÉS

«Il est réaliste de penser que d'ici 5 ans, les taux d'intérêt en Europe vont rester sous 1,5% pour les obligations à dix ans.»

«Un élément déclencheur d'une correction à moyen terme serait une surévaluation massive des actions.»

«La clé de l'investissement, c'est de constituer un portefeuille d'actions suffisamment robuste pour traverser la tempête.»

SUITE DE LA PAGE 25

Parce que les marchés sont chers?

Parce que les gens voient les marchés comme chers. Mais sur les marchés, les actions sont la seule alternative pour trouver du rendement. Les actions sont peut-être valorisées entre 15 et 60 fois leurs bénéfices pour 2017. Mais toutes les autres classes d'actifs sont extrêmement chères. Les obligations d'État allemand à dix ans affichent une valorisation de 100. Le marché immobilier ici en Belgique, qui rapporte 2,5% sur les dix dernières années, affiche une valorisation autour de 50. Tout le monde s'inquiète de la valorisation élevée des actions, mais personne ne prend en compte la valorisation plus élevée encore des autres alternatives. Il est réaliste de penser que d'ici 5 ans, les taux d'intérêt en Europe vont rester sous 1,5% pour les obligations à dix ans.

Faut-il attendre une correction pour investir en actions?

Il faut regarder comment votre portefeuille est positionné actuellement. Si la part des actions représente 60% de votre portefeuille, vous pouvez assumer de la volatilité. Si le marché chute de 10 à 20%, vous pouvez allouer 20% de votre cash supplémentaire. La majorité des investisseurs ne détient que 10 à 20% en actions dans leur portefeuille. Pour une optique d'investissement à long terme, cette part devrait remonter à 40-50%. Dans le contexte actuel des marchés, je recommanderais à ces investisseurs de remonter à au moins 25 à 30% leur part en actions aujourd'hui. Et puis, il leur faudra attendre un point d'entrée meilleur marché sur les actions pour allouer 20% de cash supplémentaires en actions. Pour les investisseurs qui ont la majorité de leur portefeuille en immobilier et en cash, je recommande d'acheter des actions maintenant.

Qu'est-ce qui pourrait déclencher une correction sur les marchés d'actions?

Un élément déclencheur à moyen terme serait une surévaluation massive des actions. Entre 1990 et 1998, les valorisations des actions japonaises avoisinaient 80 fois les bénéfices. Le MSCI World était alors composé de 70% de valeurs japonaises. Pour moi, un tel niveau de valorisation est excessif. Mais cela donne une idée de quelle progression peuvent connaître les marchés d'actions dans un contexte où il n'y a pas

d'alternatives pour trouver du rendement. Actuellement, le niveau de valorisation des marchés s'élève à plus de la moitié de celle des actions japonaises dans les années 90. Les indices peuvent encore doubler pour atteindre ce niveau.

Beaucoup de gens espèrent une correction sur les marchés. Mais l'espoir sur les marchés est souvent de mauvais conseil. J'ai du mal à croire à une correction de 20% sur les marchés, parce que cela voudrait dire que la croissance des bénéfices va tomber à 13%; ce n'est pas réaliste. Toutefois, une crise politique majeure peut provoquer de la panique chez les investisseurs. On ne peut pas le prévoir. Personne n'a de boule de cristal. La clé de l'investissement, c'est de construire un portefeuille d'actions suffisamment robuste pour traverser la tempête. Et il faut avoir le courage d'investir là où les gens sont nerveux. Par exemple, il y a douze mois, nous avons investi dans des obligations mexicaines car l'économie mexicaine est plus solide, même si le gouvernement américain prend d'éventuelles mesures contre les pays.

Est-ce que vous allouez votre portefeuille en fonction des zones géographiques?

Nous n'investissons pas en fonction des pays et des régions. Nous cherchons des bons modèles de société, mais pas seulement. Quand nous avons choisi d'investir dans les obligations mexicaines, nous avons fait notre recherche sur l'économie du pays. Mais nous regardons avant tout les

«J'ai du mal à croire à une correction de 20% sur les marchés d'actions.»

Philipp Vorndran

CV EXPRESS

Philipp Vorndran est le responsable de la stratégie chez Flossbach von Storch, un gestionnaire de fonds fondé en 1998 et qui pèse 30 milliards d'euros sous gestion. Il travaillait précédemment pour Credit Suisse, jusqu'en 2008, où il a notamment dirigé la partie gestion d'actifs.



© DRIES LUYTEN

sociétés, peu importe leur géographie. La famille Thurn & Taxis, par exemple, s'est lancée dans un service international de courrier. Derrière, il y a une idée. Nestlé gère 80 différentes activités à travers le monde. Ces sociétés sont robustes. S'il leur arrive un problème avec un de leurs produits ou de leurs distributeurs, elles continuent de générer des bénéfices.

Avez-vous des banques européennes dans votre portefeuille?

Non. Les banques doivent augmenter leurs fonds propres. Avec une courbe des taux extrêmement plate qui heurte leur profitabilité, les banques doivent en plus payer l'héritage de la crise financière. Elles ont leur siège dans la zone la plus chère de la City à Londres, et elles paient leurs employés très chers. De plus, elles se font

concurrer de plus en plus par des acteurs de niche, comme les fonds de pension, les gestionnaires d'actifs, et les fin-techs. Pour cette raison, nous pensons que les banques ne vont pas parvenir à augmenter leurs fonds propres. Elles vont devenir comme des services aux collectivités, utiles pour leur structure de paiement.

Privilégiez-vous les actions à dividende?

Nous regardons comment les sociétés couvrent leurs dividendes. Beaucoup de dividendes sont payés en substance, comme par exemple les sociétés largement détenues par les gouvernements, qui paient leurs dividendes pour aider ceux-ci à financer leur budget. Nous préférons les sociétés dont le dividende couvre 60% de leurs bénéfices et qui utilisent le solde restant pour réinvestir dans leur société.

La sortie d'Ahold Delhaize va peser sur le potentiel de hausse du Bel 20

Lundi, Ahold Delhaize et Elia seront remplacés par Aperam et Sofina. Le départ d'Ahold Delhaize va entraîner une contraction supplémentaire du potentiel de l'indice Bel 20.

FRÉDÉRIC LEJOINT

Les sociétés entrant dans la composition de l'indice Bel 20 ont vu leur cours grimper en moyenne de 4,3% sur le mois écoulé, avec notamment des progressions de 15% pour Galapagos, de 12% pour Engie, de 11% pour Telenet et de 10% pour Bekaert. Dans le même temps, les baisses ont été limitées à quelques titres, Solvay et Cofinimmo reculant d'environ 2%.

Les objectifs de cours médians ont également poursuivi une trajectoire ascendante, avec une hausse moyenne de 1,6% poussée par Bekaert (+14%), Ackermans (+10%) et Telenet (+8%). Les baisses ont été limitées, AB InBev (-3%) étant la valeur la plus affectée.

Le potentiel moyen s'est contracté à 4,3%, Engie et Ahold Delhaize étant les seules valeurs à encore afficher un potentiel supérieur à 10%. Le 20 mars prochain, Ahold Delhaize et Elia seront rem-

CONSENSUS BEL 20

	Potentiel (à 12 mois)	Cours 15/03 (en €)	Objectif médian (en €)	Nombre d'analystes (achat neutre vente)	% avis d'achat
Ahold Delhaize	19,2%	20,24	24		77,4%
Engie	13,4%	12,505	14		60,0%
Elia	9,6%	47,735	52		66,7%
AB Inbev	9,3%	100,95	110		60,0%
bpost	8,7%	22,99	25		40,0%
Ageas	8,2%	36,96	40		53,8%
Ontex	7,8%	30,6	33		58,3%
Telenet	7,0%	55,21	59		59,1%
UCB	6,8%	70,7	76		44,4%
KBC	4,4%	63,43	66		70,8%
Cofinimmo	3,8%	103,65	108		10,0%
ING	2,7%	14,405	15		58,6%
Umicore	2,0%	50,62	52		34,8%
Proximus	1,2%	28,65	29		24,0%
Bekaert	-1,1%	46,53	46		57,1%
Solvay	-1,3%	111,4	110		42,1%
Galapagos	-1,4%	74,57	74		80,0%
Colruyt	-1,8%	45,065	44		5,3%
GBL	-5,1%	83,24	79		42,9%
Ackermans	-8,3%	145,8	134		0,0%

placés par Aperam et Sofina dans la composition de l'indice Bel 20. La sortie du distributeur belgo-néerlandais va donc entraîner une contraction supplémentaire du potentiel moyen, qui se situe actuellement à 3,2% sur la base de la nouvelle composition de l'indice.

AB InBev a enregistré de nombreuses révisions négatives suite à l'annonce de ses derniers résultats, marqués par une faiblesse inattendue sur le marché brésilien. Merrill Lynch a descendu sa recommandation en position neutre, tandis que de nombreux autres courtiers (Bernstein, Barclays, Kepler Cheuvreux, RBC Capital Markets) se sont contentés d'ajuster leur objectif à la baisse.

Bekaert a vu plusieurs courtiers relever leur recommandation à l'achat suite à l'annonce des chiffres pour l'exercice 2016, notamment chez KBC Securities, ING ou encore Alphavalue. Chez KBC Securities, l'analyste souligne que la valorisation est attractive, sur la base d'une croissance attendue du résultat par action qui devrait dépasser les 15% pour les cinq prochaines années. De nombreux autres courtiers ont très largement relevé leurs attentes bé-

néficiaires et leur objectif sur le trimestre courtier.

Umicore a été particulièrement entouré, avec un premier avis positif chez Bernstein, une baisse de recommandation vers «neutre» chez UBS, tandis que Berenberg est passé à l'achat et que de nombreux courtiers ont ajusté leur objectif suite à la publication des chiffres annuels. Les analystes restent très partagés entre ceux qui estiment que les perspectives de croissance dans les batteries rechargeables et les catalyseurs permettent de justifier des cours plus élevés; et ceux qui estiment que la valorisation actuelle ne reflète pas un exercice 2017 qui s'annonce plus difficile.

Solvay a subi de nombreuses révisions négatives d'avis depuis la mi-février, chez Degroof Petercam, S&P Equity Research et City Research. Si les analystes soulignent que les résultats annuels n'ont pas spécialement recelé de surprises négatives, ils pointent également que 2017 risque d'être une année peu inspirante pour les investisseurs. Dès lors, la valorisation actuelle est vue comme étant trop élevée.

Ageas a vu son avis passer en position neutre chez ING, l'analyste

s'attendant à ce que le groupe décroche le marché quant à la croissance future du dividende.

Bpost a vu son avis descendre vers neutre chez JPMorgan Cazenove, un niveau que RBC Capital Markets a également choisi pour son premier avis consacré au groupe postal.

Galapagos a vu sa couverture internationale s'étendre avec un premier avis positif signifié par Nomura, qui table à terme sur des ventes proches de 3 milliards de dollars pour le Filgotinib.

KBC a enregistré de nombreuses révisions positives de ses objectifs (Barclays, Exane, Mediobanca, HSBC, Kepler Cheuvreux, ING) sur la base des bons résultats trimestriels publiés par le banquier.

Ontex a également enregistré de nombreuses révisions positives sur les objectifs (notamment de la Société Générale, Goldman Sachs et JPMorgan Cazenove), toujours suite aux résultats 2016.

Proximus a vu ses notes positives descendues tant chez Degroof Petercam que chez Alphavalue, notamment en raison des frais qui devront être investis pour moderniser son infrastructure.