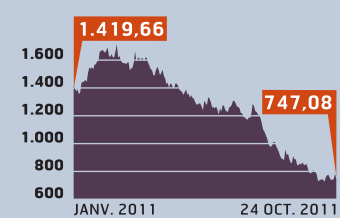


CHUTE DE LA BOURSE D'ATHÈNES

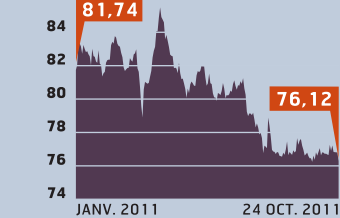
INDICE COMPOSITE, EN POINTS



La Bourse d'Athènes a chuté de 4,51 % hier sur fond d'inquiétudes quant aux conséquences sur l'économie d'une décote importante de la dette grecque, certaines valeurs bancaires perdant plus de 20 %.

LE YEN PROCHE DE SON RECORD

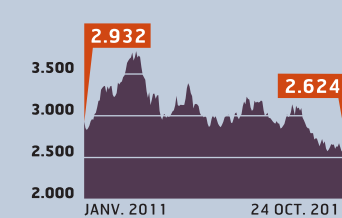
EN YENS POUR UN DOLLAR



La brusque remontée du yen, vendredi, à un record à 75,82 yens par dollar a relancé les anticipations d'intervention de la banque du Japon pour le faire baisser. Il a fini hier stable.

LE CACAO TRÈS RECHERCHÉ

EN DOLLARS PAR TONNE



Les industriels de la filière parient sur une hausse des prix. Selon la CFCT, leurs positions à l'achat sur le marché américain (136.630 contrats) n'ont pas été aussi importantes depuis 1995.



De nombreuses grandes sociétés françaises, qui appartiennent généralement aux segments cycliques, financiers et des services aux collectivités, valent en Bourse moins que leurs fonds propres.

ACTIONS

Les marchés actions affichent des valorisations particulièrement basses, inférieures à leurs moyennes historiques. Certains indicateurs ont même atteint des points bas, témoins des fortes incertitudes qui règnent. 16 valeurs du CAC 40 se traitent au-dessous ou au niveau de leur actif net.

Les stars de la Bourse sont valorisées à des niveaux historiquement bas

C'est un fait : les marchés actions sont peu chers. En soldes, même. Les indicateurs de valorisation sont proches de leurs points bas. Ils ont atteint des records pour certains. Les ratios rapportant les cours des sociétés aux bénéfices attendus – le « price earning ratio » (PER) – sont ainsi inférieurs ou tout proches du seuil symbolique de 10 pour les grands indices européens comme le CAC 40, le DAX à Francfort ou le Stoxx 600, selon le consensus FactSet.

Le CAC 40, par exemple, se traite avec un multiple de 9,2 sur la base des résultats 2011 et descend même à 8,6 pour 2012. Soit un niveau comparable à celui du point bas du marché de mars 2009. « C'est une situation "anormale" : la moyenne historique se situe plutôt entre 13 et 14 en Europe, explique Pierre Sabatier, stratège chez PrimeView. Ces faibles valorisations signifient à la fois que les investisseurs ne croient pas aux attentes de bénéfices, mais aussi que l'aversion au risque est forte.

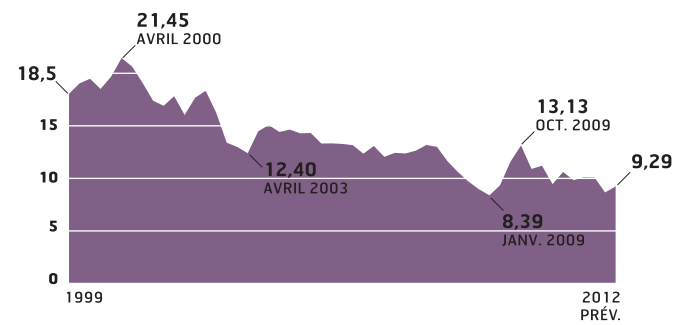
Compte tenu des incertitudes, les investisseurs ne sont pas prêts à payer beaucoup pour une action. »

Contexte de « déprime »

Conséquence directe : de nombreuses grandes sociétés valent en Bourse moins que leurs fonds propres. C'est le cas de 16 valeurs du CAC 40, alors qu'elles n'étaient « que » 10 avant l'été. Ces 16 valeurs appartiennent aux segments cycliques – les plus sensibles à la croissance – comme Veolia Environnement, GDF Suez. Globalement, le cours sur actif net – dit aussi « price to book » – du CAC 40 se situe à 1 pour 2011 et à 0,9 pour 2012, affichant ainsi un nouveau point bas. Sur fond de crise des dettes euro-

LE RATIO COURS/BÉNÉFICES DU STOXX 600

SUR LA BASE DES BÉNÉFICES POUR L'ANNÉE SUIVANTE



« LES ECHOS » / SOURCE : CM-CIC SECURITIES

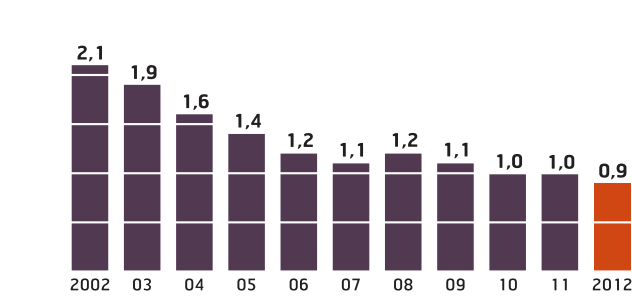
péennes, de craintes de trou d'air économique – voire de récession en Europe –, d'une économie américaine encore incertaine et de signes de ralentissement en Chine, la confiance des investisseurs paraît durablement entamée. Economistes et stratèges ont déjà revu leurs prévisions de profits afin d'intégrer ce contexte de « déprime » généralisée. Les anticipations de bénéfices

des analystes pourraient être révisées, les estimations pour l'an prochain apparaissant élevées (+ 12 % prévu en Europe, après une hausse de 9 % cette année).

Si l'économie va jusqu'à retomber en récession, la chute pourrait être très dure : en période de « croissance négative », les résultats dégringolent de 25 % à 35 %, selon PrimeView. « Les marchés intègrent

LE RATIO MOYEN COURS/ACTIF NET DU CAC 40

PRÉVISION



« LES ECHOS » / SOURCE : PRIMEVIEW-FACTSET

un très net ralentissement, voire un début de récession. Pour revenir sur la valorisation historique hors bulle Internet, à partir du PER actuel, il faudrait grosso modo que les résultats plongent de 25 % », analyse François Duhon, chez CM-CIC Securities.

Une tendance que l'on retrouve dans l'analyse des multiples sectoriels du Stoxx 600 : la plupart des industries européennes se traitent

actuellement sous leur moyenne historique, mais certaines, tels l'automobile (avec ratio cours/bénéfices 2012 de 7), les médias (10,1), l'immobilier (12,8), la distribution (10,5) ou encore la technologie (11,8) et les télécoms (9,4), ont franchi à la baisse leurs points bas de 2009, d'après une étude de CM-CIC Securities.

MARINA ALCARAZ

Des indicateurs qui ne constituent pas pour autant un signal d'achat

Les faibles valorisations n'incitent pas les investisseurs à se « ruier » sur les actions. Plusieurs spécialistes estiment que les multiples ne retrouveront pas leur moyenne historique.

Traditionnellement, les faibles valorisations sont perçues comme un signal – parmi d'autres – pour

acquérir une valeur. Mais la donne a changé depuis quelque temps. « Ce n'est pas parce que le marché n'est pas cher qu'il ne peut pas baisser encore. La valorisation constitue, certes, un pallier mais elle n'a pas de pouvoir prédictif, rappelle Roland Kaloyan, stratège chez Société Générale. Les incertitudes sur la croissance n'incitent pas les

investisseurs à accroître leur exposition aux actions, sur la seule base qu'elles sont peu chères ! » Le spécialiste cite l'exemple du marché japonais où plus de la moitié des valeurs affichent un ratio cours/actif net inférieur à 1 « depuis de nombreuses années ». Or le Nikkei n'a jamais réussi à « décoller » pour autant.

Pour que les ratios cours/bénéfices (PER) reprennent de la hauteur, il faudrait – mathématiquement – soit que les Bourses remontent, soit que les anticipations de bénéfices s'ajustent à la baisse ; ou que les deux évoluent. « Les PER calculés sur les résultats attendus ne constitueront un outil de valorisation pertinent que lors-

que les prévisions de croissance à 12 mois des résultats reflètent le ralentissement en cours de la croissance économique », estiment les spécialistes de Natixis.

De nombreux professionnels doutent ainsi que les valorisations puissent renouer avec leurs niveaux habituels. En tout cas, pas dans l'immédiat. « Les multiples ne

retrouveront sans doute pas à moyen terme leur moyenne historique, vu la forte aversion pour le risque. Les investisseurs ne sont pas prêts à payer des actions comme par le passé, alors qu'ils savent très bien qu'en cas de trou d'air les Etats ne pourront pas mettre la main au pot », indique François Duhon, chez CM-CIC Securities. M. A.

GESTION

A la tête de 34,7 milliards d'euros d'actifs, le Fonds de réserve pour les retraites a limité les dégâts lors d'un troisième trimestre éprouvant pour tous les investisseurs. Il le doit à son positionnement majoritaire sur les obligations, qui représentent plus de 63 % de son portefeuille.

Le Fonds des retraites limite la casse grâce aux obligations d'Etat

A la tête de 34,7 milliards d'euros d'actifs, le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) affronte une nouvelle crise, mais avec de nouvelles armes. Il dispose maintenant d'un horizon de placement, 2024 et d'un échéancier clair de ses versements. Il doit verser 2,1 milliards d'euros chaque année à la Cades (Caisse d'amortissement de la dette sociale) jusqu'en 2024, ce qui le contraint à privilégier des

actifs comme les obligations afin de sécuriser ces versements. C'est la fonction de son portefeuille de couverture, qui représente plus de 63 % des actifs. Il a progressé de 5,3 % au troisième trimestre grâce à la baisse des rendements des titres d'Etat des pays développés, permettant ainsi au FRR de limiter nettement les dégâts. Toutefois, la baisse des taux longs induit une hausse de la valeur actuelle de son passif, c'est-à-dire

2,6 %

Rendement annuel de long terme de l'actif net du FRR.

de ses engagements. Conséquence, son ratio de financement (rapport entre la valeur de marché de l'actif net et la valeur actuelle du passif) a

reculé de 144 % à 132 % d'un trimestre à l'autre, tout en lui offrant toujours une marge de sécurité confortable.

Son portefeuille de performance qui regroupe ses placements en actions, matières premières... est chargé de dégager le plus fort rendement à horizon de 2024. Il a sans surprise baissé dans le sillage des marchés, en affichant une perte de 10,4 %. Mais sa diversification et sa

flexibilité ont permis d'atténuer cette baisse. Cette fraction de son portefeuille représente aujourd'hui 36,8 % du total de ses actifs.

« Décennie perdue »

Bilan, sur les neuf premiers mois de l'année, le rendement net de l'actif du FRR affiche un repli de 1 %. Comparée à celle d'autres institutionnels (fonds de pension, fonds souverains), sa performance

annuelle de long terme est assez modeste, à 2,6 %. Seulement, le FRR est encore un fonds jeune à l'historique limité. Il n'a en effet commencé ses investissements qu'en 2004, et de surcroît lors de la fameuse « décennie perdue », qui a vu les actions et les marchés connaître une succession de crises et de soubresauts inhabituels et rapprochés.

N. A.-K.