

Le Journal des Finances - Semaine du 17 juillet 2010



Le moment est venu pour les lecteurs d'augmenter la part de risque dans leur portefeuille

Petite tentative de valorisation

Par Charles Gave*

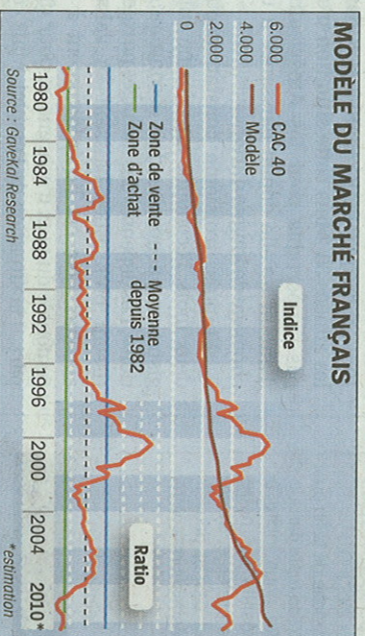
● Depuis plusieurs semaines, j'essaie d'attirer l'attention des lecteurs du *JDF* sur le fait que le marché français n'est « pas cher ». Un certain nombre de lecteurs m'ont demandé ce qui me permettrait d'avancer cette idée. Voici un élément de réponse.

Comme chacun le sait, la valeur d'un actif est égale (sur le long terme) au cash-flow produit par cet actif, actualisé par le coût du capital. Ce qui veut dire que pour avoir une idée de la sous-évaluation ou de la surevaluation du marché il me suffit d'avoir la valeur du cash-flow généré par les sociétés cotées et de me fixer un coût du capital qui soit à la fois rationnel et pas exagérément volatil.

Pour bâtir mon modèle, je prends donc :

- d'un côté, le surplus opérationnel généré (cash-flow) par les sociétés cotées ;
- de l'autre, un coût du capital égal à l'inflation moyenne des dix dernières années augmentée de 3 %. L'idée ici est simple. Le coût du capital pour une société doit être égal au moins à 3 % réels. Si une société ou un ensemble de sociétés ne sont pas capables de me donner du 3 % réels, je ne leur confie pas mon capital, point barre.

Les lecteurs vigilants auront reconnu dans ce modèle ce qu'il est convenu d'appeler le *Fed's model*, où j'ai simplement remplacé les taux longs sur les obligations d'Etat par l'inflation + 3 %, tant les taux longs, depuis quelques années,



connaissent des paniques à répétition qui faussent complètement les calculs. Voici le résultat de ce petit calcul.

Le marché français est aujourd'hui à un niveau de sous-évaluation que l'on n'avait pas connu depuis les grandes années des imbecillités socialistes de 1981-1983, et qui s'étaient terminées par le plan Delors.

Pour faire simple :

1. les sociétés françaises dans leur ensemble sont incroyablement bien gérées. Si les bénéfices avaient dû s'effondrer, ils l'auraient fait depuis trois ans. Il n'en a rien été, et ces bénéfices sont repartis à la hausse ;
2. rien n'indique qu'une hausse du coût du capital est imminente, et qui plus est la plupart de ces sociétés sont en cash-flow positif, et donc ne souffriraient pas de cette improbable hausse ;
3. les niveaux de valorisation anticipent littéralement la fin du monde, ou presque.

Je répète donc ce que je dis depuis plusieurs semaines. Le moment est venu pour les lecteurs d'augmenter la part de risque dans leur portefeuille et de ne plus prêter attention à la volatilité à court terme du marché des actions.

Je maintiens également mon conseil de vente sur les obligations d'Etat, qui rapportent à peu près 1,5 % en termes réels, et sur le cash qui, lui, ne rapporte rien.

Il est temps, plus que temps, de revenir sur les actions. Ma préférence continue à aller vers les sociétés qui ne dépendent pas de la bonne marche des Etats, c'est-à-dire que j'exclue banques, sociétés d'assurances, télécoms et service public.

Le reste me convient parfaitement.

* : charlesgave@gmail.com