

Perspectives globales

Août 2009

Il y a 24 mois (en juillet 2007), nous nous trouvions à l'aube d'une des plus graves tempêtes financières de l'histoire.

Où en sommes-nous aujourd'hui ?

1. Économie et résultats des entreprises

L'économie mondiale fait face à de forts vents contraires, mais il semble que le pire soit passé. Nous devrions ainsi échapper à la grave dépression tant redoutée il y a encore quelques mois.

Les principaux défis sont le **chômage croissant**, **l'assainissement nécessaire des déficits budgétaires et un accès très difficile au crédit** notamment pour les petites entreprises. Troubles sociaux et augmentations d'impôt semblent inévitables, et la tentation d'utiliser l'arme de l'inflation pour sortir de la crise paraît irrésistible.

Après une recapitalisation massive et très coûteuse des principales grandes banques - celles présentant un risque dit « systémique » - au moyen de fonds privés et publics, le **risque d'un effondrement généralisé du système financier par effet domino** (notre crainte en août 2007) semble s'être quelque peu éloigné, mais nous admettons que c'était déjà ce que nous pensions il y a 12 mois (en août 2008, avant la chute de Lehman Brothers et d'AIG).

La bonne nouvelle est que les entreprises ont considérablement **réduit leurs stocks** (ce qui a renforcé la récession post-Lehman) et que la production ne peut que reprendre vu les très bas niveaux actuels.

Les entreprises mettent toute leur énergie à réduire **leurs dépenses opérationnelles**, ce qui continuera à peser sur l'incertitude économique à moyen terme, mais a déjà un impact positif significatif sur leur rentabilité.

En général, les résultats des entreprises pour le premier semestre 2009 ne sont pas aussi mauvais qu'on le craignait ! Dans certains cas, ils sont même assez bons, ce qui illustre un élément essentiel des entreprises : LEUR ADAPTABILITÉ.

La très bonne nouvelle est que **le coût du financement par la dette a considérablement baissé** ces six derniers mois, du moins pour les entreprises les plus solides et de grande envergure. Ce qui signifie que la part des bénéfices disponibles pour les actionnaires après charges financières, sera supérieure à ce qu'on pensait initialement.

2. Inflation et taux d'intérêt

Le principal objectif du gestionnaire d'actifs est de maintenir et si possible d'accroître le pouvoir d'achat des actifs qui lui ont été confiés. L'inflation actuelle et future constitue, dès lors, un élément central du processus de réflexion.

L'inflation et les attentes inflationnistes ont joué au yo-yo ces deux dernières années.

Début 2008, les attentes inflationnistes explosaient avec la hausse des prix des matières premières, malgré une contraction globale du crédit.

Fin 2008, ces attentes plongeaient et devenaient même négatives à moyen terme. La courbe des taux intégrait un scénario déflationniste, le mot à la mode de l'époque.

Début 2009, nous avons eu droit à un processus de « normalisation » avec des attentes inflationnistes à nouveau comprises entre 1 % et 2 % pour les États-Unis et l'Europe. La principale source d'inquiétude est désormais la détente quantitative (autre expression pour création monétaire) mise en œuvre par les banques centrales.

Notre opinion sur l'inflation reste inchangée.

Lorsque le monde dans son ensemble se trouve dans une phase de contraction des crédits, l'inflation tend à être très basse (voire négative).

Lorsque le monde sort d'une phase de contraction (lentement, mais sûrement), les banques centrales doivent laisser les actifs qu'elles ont acquis venir à échéance, et retirer de la circulation la monnaie créée.

On constate actuellement une telle surcapacité dans tous les secteurs que l'inflation devrait rester modérée sur le long terme.

Et si l'inflation reste modérée, les taux d'intérêt en général devraient rester faibles également, en particulier pour les instruments peu risqués. Si ceci devait s'avérer exact, certains investisseurs vont être confrontés à des problèmes de cash-flow.

En d'autres termes, ils courent actuellement un « risque de réinvestissement ».

Nous recommandons, dès lors, à nos clients de réfléchir à l'impact potentiel d'une baisse des taux d'intérêt sur leur bien-être économique et d'envisager d'accroître la durée de leur portefeuille obligataire.

3. Sentiment et psychologie des investisseurs

Le rebond du deuxième trimestre ne signifie pas que les investisseurs soient subitement redevenus excessivement optimistes.

Les investisseurs sont juste passés d'un état de « panique totale » à un état de « scepticisme sain ».

Petit rappel : les investisseurs sont toujours convaincus que les périodes de ralentissement économique sont de mauvais moments pour investir. Alors que c'est le contraire : ce sont d'excellents moments pour investir.

Pourquoi ?

En récession, de nombreux prix baissent, dont le prix de l'argent. Les entreprises sont sous pression et contraintes d'accroître leur productivité.

Tôt ou tard, l'activité économique reprend (les récessions ne sont jamais éternelles !) et les bénéfices des entreprises repartent à la hausse.

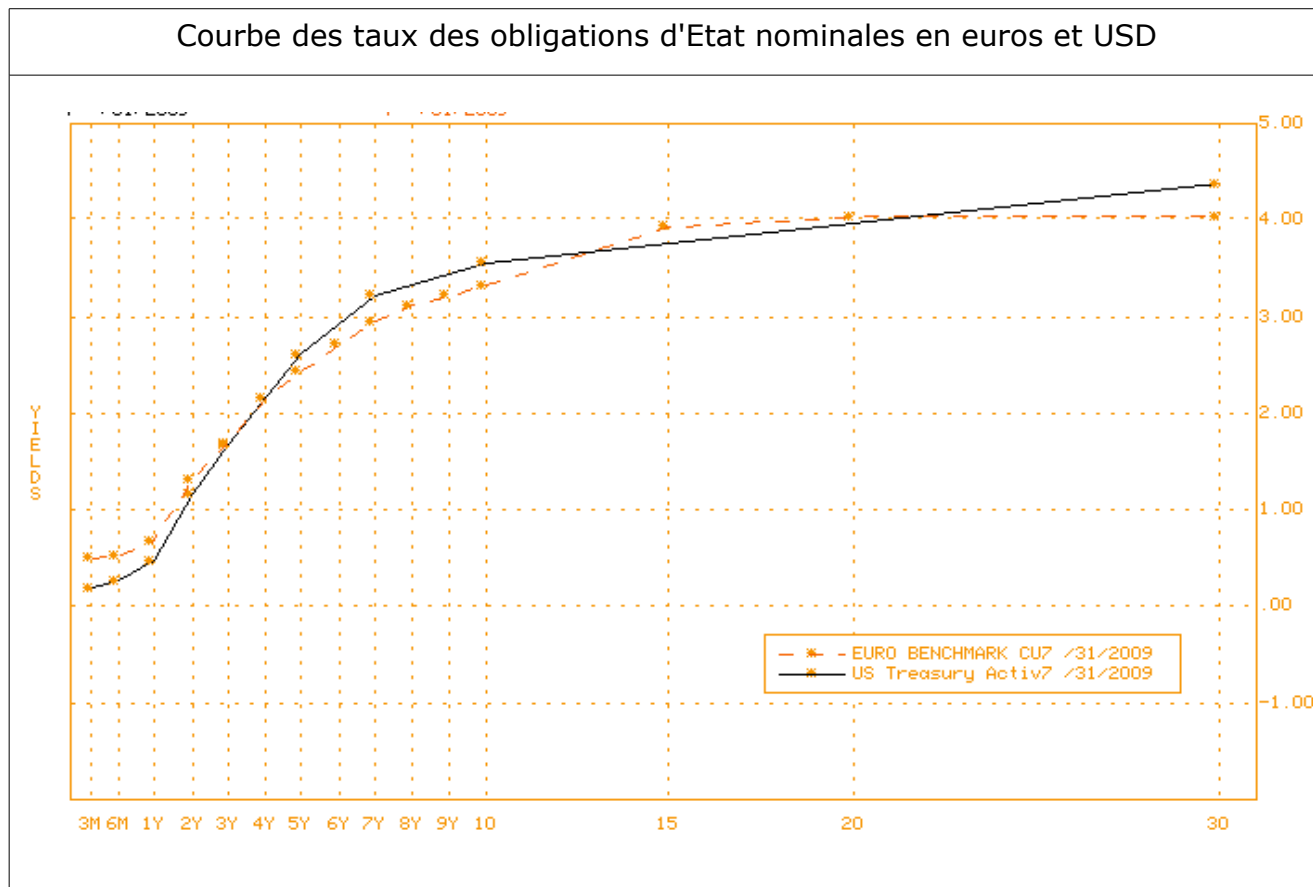
Nous avons encore un long chemin à parcourir en termes de croissance économique et de rendements sur investissement avant que les investisseurs ne retrouvent un état d'« optimisme béat ».

Et par ailleurs, les cyniques et les pessimistes se montrent de plus en plus nerveux, même s'ils vont bien entendu vous conseiller d'attendre les inévitables corrections qui vont ou non se produire.

Pour résumer, l'environnement psychologique est proche de la perfection.

4. Valorisations des actifs et rendement attendu

4. 1. Obligations d'Etat nominales



Le principal facteur d'influence sur les rendements des obligations d'Etat est le risque d'inflation.

Dans le prolongement de notre opinion d'inflation contenue, nous pensons qu'il y a à nouveau un peu de valeur à trouver dans les obligations d'Etat après la récente augmentation des taux à long terme.

Dans une perspective d'allocation d'actifs, elles constituent une catégorie d'actifs dont les rendements présentent une corrélation faible voire négative avec ceux des actifs d'entreprises. C'est surtout là que réside la valeur des obligations d'Etat.

Nous avons augmenté la part du portefeuille de produits à revenus fixes allouée aux obligations d'Etat en euros à 20 %.

4.2. Obligations d'Etat indexées à l'inflation

Rendements réels des obligations d'Etat en euro et en USD, et inflation attendue

Aug 1, 2009		EUROPE-EURO		
	Nominal Bond Yields	Real Bond Yields	Discounted Inflation	
1 yr	0.60	0.40	0.20	
3 yrs	1.70	0.70	1.00	
5 yrs	2.45	1.40	1.05	
10 yrs	3.30	1.55	1.75	
20 yrs	4.05	1.75	2.30	
30 yrs	4.05	1.70	2.35	
		USA-USD		
	Nominal Bond Yields	Real Bond Yields	Discounted Inflation	
1 yr	0.50	0.65	-0.15	
3 yrs	1.65	1.15	0.50	
5 yrs	2.60	1.30	1.30	
10 yrs	3.55	1.70	1.85	
20 yrs	4.10	1.95	2.15	
30 yrs	4.35	2.10	2.25	

Les attentes inflationnistes, ci-dessus, sont fondamentalement conformes à notre opinion sur l'inflation.

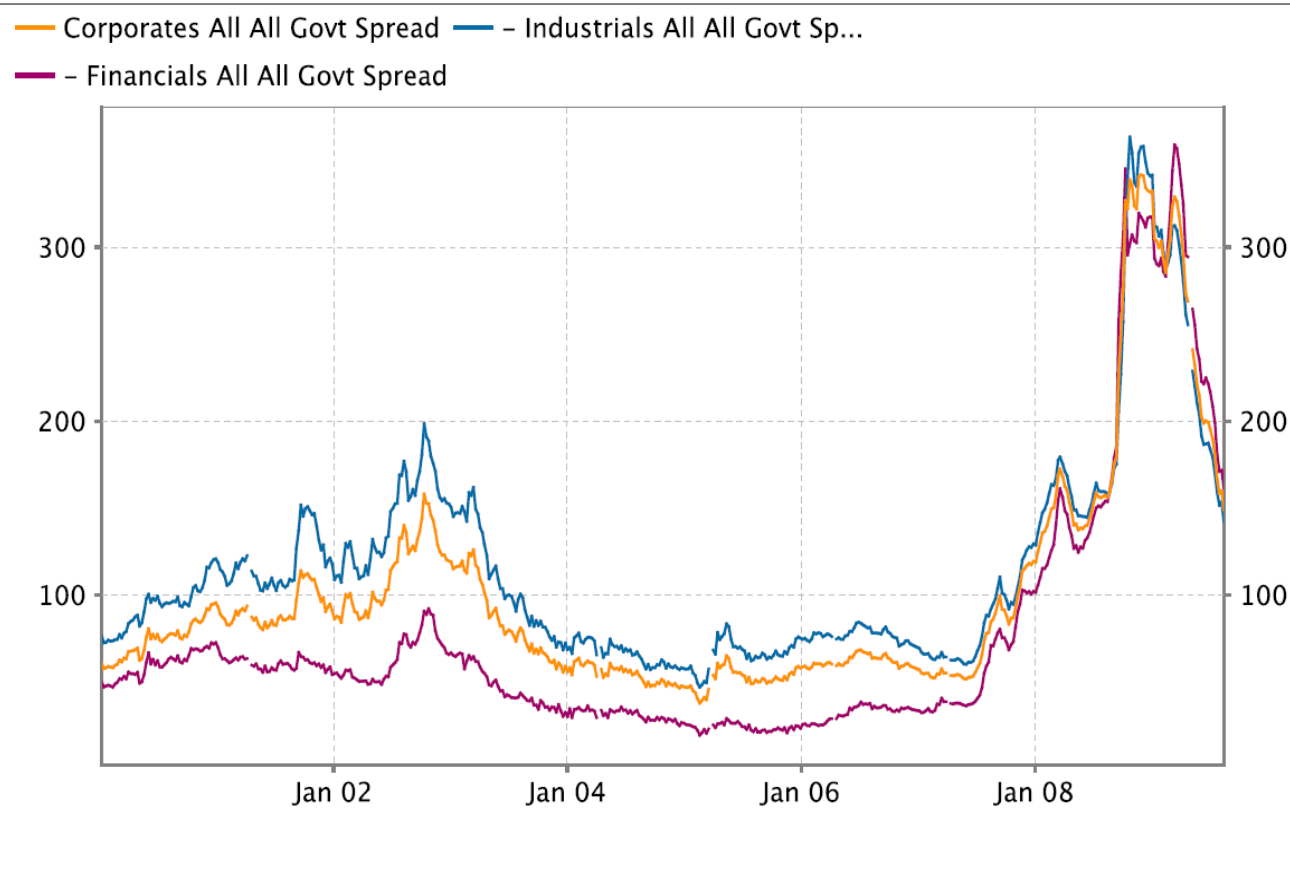
Nous pensons, dès lors, qu'il n'y a plus beaucoup de valeur dans les obligations d'Etat indexées à l'inflation.

Dans une perspective d'allocation des actifs, elles constituent une catégorie d'actifs dont les rendements présentent une corrélation faible à négative avec les rendements des actifs d'entreprises et, plus important, des obligations d'Etat nominales (dans un scénario d'augmentation de l'inflation). C'est là que réside la valeur de ce type d'obligations.

Nous avons réduit la part du portefeuille de produits à revenus fixes allouée aux obligations d'Etat indexées à l'inflation à 20 %.

4.3. Obligations d'entreprises

Différentiel de taux (« crédit spreads ») des obligations d'entreprises européennes (JP Morgan)



Le graphique, ci-dessus, démontre l'ampleur de la panique. Les différentiels de taux (« credit spreads ») entre les obligations d'Etat et les obligations d'entreprises n'atteignent de tels sommets que lorsque les marchés sont très inquiets concernant les risques de crédit, le risque de ne pas revoir la totalité de leur mise.

La crise de confiance de 2002 (consécutives aux fraudes Enron & Worldcom) était assez grave, mais elle s'apparente à un pique-nique en comparaison avec les événements de 2008.

Nous pensons que cette augmentation des rendements a créé une opportunité unique d'acheter des revenus futurs.

Une opportunité qui n'est évidemment pas exempte de risques (ce n'est jamais le cas), mais il s'agit de risques gérables.

Les risques de crédit peuvent être gérés par l'analyse, la sélectivité et la diversification.

60% de notre portefeuille de produits à revenus fixes se compose d'obligations d'entreprises.

Les entreprises dont nous détenons des obligations dans nos fonds et dans nos portefeuilles individuels sont analysées en permanence et en profondeur.

Nous tentons de détenir uniquement des obligations d'entreprises qui ne présentent qu'un endettement raisonnable, avec des échéances étalées dans le temps et dont les modèles d'affaires sont durables. Nos fonds d'obligations d'entreprises sont en hausse de 12 % (intérêt couru + augmentation des cours) en moyenne depuis le début de l'année, alors que le rendement moyen à l'échéance est toujours proche de 5 % avec une durée de 6 ans.

Une fois de plus, nous aimerions attirer votre attention sur cette opportunité majeure.

De nombreuses personnes gardent toujours leur argent

- 1) à la banque,
- 2) dans des produits à rendements très faibles (1% à 3%),
- 3) investi en dépôts à court terme.

Il y a trois raisons simples pour changer cela.

- 1) Les banques ont toujours (et auront toujours) les bilans les plus endettés du secteur privé. Ce, même si les gouvernements ont tenté de rassurer les déposants concernant la sécurité de leurs avoirs.
- 2) Les taux proposés sur des obligations d'entreprises de qualité peuvent être significativement supérieurs (4% à 7%) moyennant des risques gérables.
- 3) Vous pouvez bloquer ces taux alléchants pour beaucoup plus longtemps (5 ans à 15 ans). Si vous ne craignez pas de flambée inflationniste (ce qui est notre cas), ceci constitue encore une opportunité majeure.

4.4. Actions

C'est de loin la catégorie d'actifs la plus difficile à évaluer, les paramètres étant très incertains et très fluctuants avec le temps.

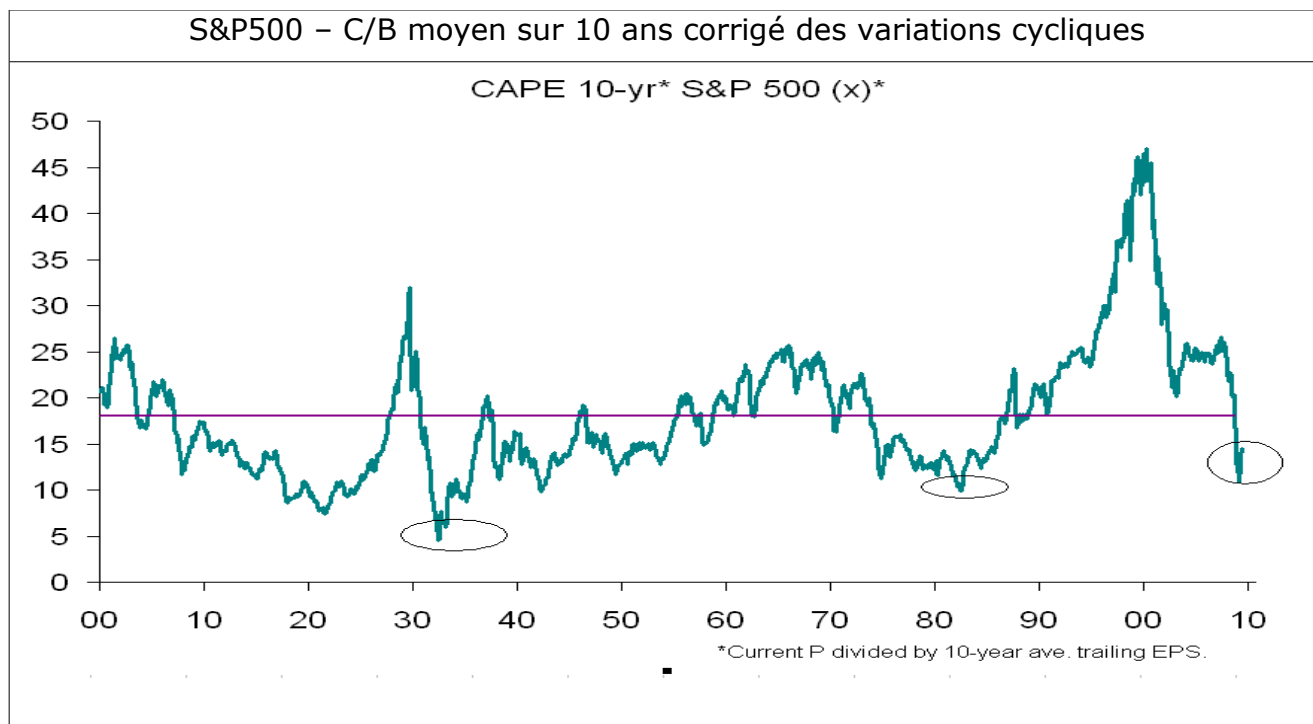
Les revenus des entreprises sont incertains et fluctuants. Heureusement, certains coûts sont variables (ils baissent avec les revenus) et il est possible de gérer et d'adapter les coûts fixes (avec un léger retard) ou de reporter certaines dépenses (croissance des dépenses d'investissement) pour compenser cette incertitude fondamentale.

Les flux financiers qui aboutissent à l'actionnaire (free cash-flows => dividendes) sont dès lors incertains et volatils. Mais grâce à la flexibilité et à l'adaptabilité des entreprises, ces flux financiers, sont sans doute moins risqués que l'on peut l'imaginer au milieu d'une récession.

Le coût du capital des entreprises est également volatil **et** (!) présente une forte corrélation avec l'incertitude entourant l'économie et les revenus des entreprises.

Ainsi, pour calculer la valeur d'une entreprise, les marchés actualisent des bénéfices élevés moyennant un coût du capital réduit lorsque l'époque est favorable, alors qu'ils actualisent des bénéfices réduits à un coût du capital élevé lorsque les temps sont difficiles.

Ceci constitue, en simplifiant, la principale raison pour laquelle les cours des actions ont toujours été et seront toujours volatils.



Q: Comment réagissez-vous face à la volatilité inhérente des prix des actions ?

R1: Vous n'allouez pas tous vos capitaux à cette catégorie d'actifs volatile !

R2: Vous tentez de garder les choses en perspective !

C'est exactement ce que fait le graphique ci-dessus.

Les revenus sont volatils, mais, au fil des cycles, les entreprises sont flexibles, s'adaptent et, à un niveau agrégé, survivent et restent bénéficiaires. Les profits et pertes extrêmes sont lissés sur une période moyenne de 10 ans pour obtenir des revenus à long terme « normalisés » ou « en données corrigées des variations cycliques ». Vous pouvez alors utiliser ces flux de revenus passés normalisés et les cours actuels pour calculer un ratio cours/bénéfice corrigé des variations cycliques (**C**yclically **A**ddjusted **P/E** ou CAPE).

Le message de ce graphique est simple : les actions sont bon marché !

Sur les 110 dernières années, les actions n'ont été potentiellement moins chères qu'en deux occasions : au milieu des années 30 et au début des années 80. Chaque fois, une hausse majeure s'en est suivie.

Les marchés actualisent des revenus faibles à très faibles moyennant un coût du capital élevé à très élevé.

Chez CapitalatWork, nous pensons que les marchés vont lentement mais sûrement actualiser des revenus décents moyennant un coût du capital normalisé et dès lors fournir des rendements (dividendes et gains sur les cours) décents aux investisseurs les plus calmes et les plus perspicaces.

5. Stratégie d'investissement

À la lumière de ce qui précède, nous appliquons chez CapitalatWork l'allocation d'actifs indicative suivante pour nos portefeuilles équilibrés (max. 50% d'actions).

Asset Classes			
Sub-Asset Classes			
Cash 5%			
Corporate Cash 50%	Government Cash 50%		
Fixed Income 60%			
Nominal Govies 20%	Inflation-Linked 20%	Corporate Bonds 60%	Other 0%
Equities 35%			
American Equities 20%	European Equities 43%	Asian Equities 10%	Other 27% Contrarian Equities 25% Emerging Mkts ETF 2%

Les fonds gérés par CapitalatWork ont, depuis le début de l'année, générés d'excellentes performances, en termes absolus et relatifs.

CapitalatWork Funds	31st of July 2009 - Ytd return – in Euro
Cash+ at Work	+3,94%
Cash+ Opportunities	+1,64%
Inflation at Work	+2,05%
Government Bonds at Work	+2,03% (lancé le 15 juin 2009)
Corporate Bonds at Work	+12,88%
European Equities at Work	+14,97%
American Equities at Work	+17,72%
Asian Equities at Work	+37,84%
Contrarian Equities at Work	+23,37%
Contrarian Euro Equities at Work	+11,17%
Global Opportunities at Work	+19,39%

N'hésitez pas à nous contacter pour de plus amples explications, pour un entretien sur votre portefeuille ou pour tout autre sujet lié à la gestion de vos actifs et de vos engagements.

CapitalatWork, member of Foyer Group, août 2009.
 Editeur responsable : Ivan Nyssen

Disclaimer : Le présent document de recherche a été créé par le Groupe CapitalatWork à des fins d'information ou d'utilisation pour ses clients. Il ne peut être reproduit ou distribué, en tout ou en partie, à quelque fin que ce soit, sans notre autorisation préalable. Le présent rapport de recherche ne constitue pas une offre de vente, ni une sollicitation d'achat. Aucune représentation n'a été réalisée quant à son exactitude ou son exhaustivité. Toutes les opinions et estimations y contenues reflètent l'avis du Groupe CapitalatWork à la date du présent et sont susceptibles de modifications. De plus amples informations sur les valeurs y mentionnées peuvent être obtenues auprès du Groupe CapitalatWork.