

Global Perspectives

Mars 2009

1. L'économie et les profits d'entreprises.

La situation économique est devenue beaucoup plus claire ces derniers mois : nous nous trouvons globalement dans une contraction de crédit, qui engendre une contraction économique, qui engendre à son tour une contraction des profits des entreprises.

La crise dont nous sommes les témoins est le résultat d'une combinaison fatale de **surendettement** et de **mauvaise allocation des capitaux**. Pour maintenir ou augmenter les rendements, certains (essentiellement les banques) ont pris de plus en plus de risques.

Comme ce cocktail nocif a été concocté à grande échelle pendant de nombreuses années, il apparaît de plus en plus que ses conséquences seront profondes et durables.

Nous subissons donc l'effet boomerang de ce surendettement prolongé, **un désendettement ou contraction du crédit forcé**, qui fait mal, très mal à l'économie et à tous ses acteurs, surtout, bien entendu, à ceux qui sont les plus endettés.

Dans des phases de contraction du crédit et de contraction économique, c'est le niveau de l'endettement d'une part et la stabilité des revenus d'autre part qui feront la différence **entre survie et faillite**.

C'est donc, avec comme objectif la sécurité de vos avoirs, que nous focalisons toute notre attention sur ces deux points - **endettements limités et stabilité des revenus**.

Dans cet environnement déprimant, quelques bonnes nouvelles malgré tout:

Tout le monde n'a pas participé à cette erreur historique. Les excès se trouvent principalement dans le secteur financier, les banques en tête, dont le levier est parfois hallucinant.

De nombreuses entreprises ne se trouvent pas dans cette même situation de précarité, bien au contraire.

Les Etats ont pris conscience de l'ampleur de la crise et sont bien décidés à ne pas commettre les mêmes erreurs que dans les années 1930. La résistance s'organise! Trop lentement peut-être, d'une façon parfois chaotique, avec des vues hélas trop nationalistes, ... mais elle s'organise malgré tout. Aux USA en particulier, l'administration Obama a mis en place une puissance de feu impressionnante bien nécessaire pour dégripper le système.

Certains **prix baissent** fortement, comme le prix des matières premières et le prix de l'argent. C'est une très bonne nouvelle. Rien que la baisse du prix du pétrole au niveau de 40/50 USD le baril allégera la facture énergétique d'approximativement 1.500 Mrd de USD en 2009 par rapport à 2008, ce qui représente 2% à 3% du PIB mondial. Seuls les producteurs de pétrole ne peuvent s'en réjouir.

La politique monétaire de la BCE a au moins six mois de retard mais cela fait malgré tout six mois que nous avons **enfin des taux sensiblement plus bas**.

Malgré le scepticisme généralisé, cette baisse des taux devrait commencer à sortir ses effets à partir du 2^e ou 3^e trimestre de l'année.

Certains marchés très importants donnent des signes de vie. Nous pensons en particulier au marché des **obligations d'entreprises** (corporate bonds). Les sociétés avec des endettements raisonnables ont, au cours de ce premier trimestre, réussi à émettre de nouvelles obligations, à des conditions relativement favorables (pour l'émetteur et pour les investisseurs) illustrant au passage qu'il y avait des liquidités abondantes pour des placements simples à risques raisonnables.

Nous voyons une reprise annoncée des **transactions stratégiques**. Nous croyons que ce n'est qu'un début. Les fortunes divergentes entre les entreprises et les prix historiquement bas créent des opportunités dont les sociétés les plus solides vont profiter.

La **courbe des taux à nouveau ascendante est, d'un point de vue historique, un excellent signe avant-coureur** de reprise économique. Cela paraît, comme toujours en récession, bien difficile à croire tellement la dislocation a été brutale, mais nous verrons.

La très mauvaise nouvelle est la faillite du système bancaire, jadis le plus grand secteur du monde par la capitalisation boursière.

Dans de nombreux cas (voir la Belgique), les propriétaires/actionnaires et les prêteurs subordonnés sont tout simplement rayés de la carte.

Est-ce que les prêteurs seniors en sortiront indemnes ? S'il faut en croire les cours des obligations, non.

Est-ce que les dépositaires en sortiront indemnes ? S'il faut en croire les gouvernements, oui.

La question que tout le monde se pose est : "Comment les Etats vont-ils financer leur intervention actuelle ?

Il n'y a, bien entendu, pas de solution simple.

Inévitablement, les contribuables devront participer davantage soit par le biais de l'impôt soit par un recul l'âge de la pension (il est d'ailleurs grand temps).

2. Des taux d'intérêt qui baissent.

Nous avons régulièrement attiré votre attention sur l'inéluctabilité d'une baisse importante des taux d'intérêt dans une contraction économique et sur les risques (risques de réinvestissement) que cela comporte pour ceux qui vivent de leur capital.

Si vous avez décidé de ne plus vouloir supporter l'inévitable volatilité des prix et des rendements associés aux placements à risques et que vous avez investi votre argent à court terme auprès du gouvernement ou auprès de votre banque, votre rendement se rapprochera rapidement de ZERO.

Il y a heureusement des alternatives ! Des alternatives qui ne sont certes pas sans risques (le risque zéro n'existe évidemment pas) mais dont les risques peuvent être gérés et diversifiés.

Les obligations corporate (émises par des entreprises) présentent des rendements historiquement élevés dont vous pouvez profiter, tout en rendant service à l'économie.

Attention **sélectivité** et **diversification** sont les mots-clés !

3. La psychologie des investisseurs.

En temps plus normal, la psychologie des investisseurs est difficile à cerner.

Aujourd'hui une chose est claire, rarement, pour ne pas dire **jamais, les investisseurs n'ont été plus pessimistes**. Un pessimisme justifié direz-vous. Bien sûr, au moins aussi justifié que lors des crises précédentes, si pas plus.

Le problème, et l'opportunité, est que **ce pessimisme est contagieux et qu'il engendre des mouvements d'avalanche et des comportements souvent irrationnels**.

En effet, plus les actifs financiers baissent en prix et deviennent bon marché, plus les propriétaires veulent s'en débarrasser rapidement. C'est extraordinaire !

Nous ne rencontrons, en effet, plus un seul investisseur intéressé par un placement en actions, malgré des valorisations incroyablement basses !

4. Les valorisations des actifs et les rendements attendus.

4.1. Les obligations gouvernementales:

Les taux gouvernementaux (des pays sérieux du moins) étant au plus bas, les obligations gouvernementales ne recèlent que peu ou pas de valeur.

Il n'y a que dans une perspective de dépression et de déflation profonde et prolongée que des rendements de 1% à 3% peuvent être attrayants. Ce n'est clairement pas notre vue de l'avenir.

4.2. Les obligations "Corporate":

Après 18 mois de fuite éperdue de millions d'investisseurs vers les actifs les moins risqués, les rendements des actifs à risque, plus précisément des obligations corporate sont à des niveaux très élevés. Nous l'avons déjà dit plus haut, nous croyons que ces actifs recèlent beaucoup de valeur.

C'est pour nous un mystère de constater que nombre d'épargnants restent avec leur argent déposé en banque à court terme à des taux qui tendent vers zéro au lieu de les prêter à plus long terme à un nombre diversifié d'entreprises à des taux plus élevés.

Nos équipes d'analyse font un travail remarquable de discernement entre les sociétés à endettement raisonnable et les autres.

Les entreprises dont nous avons des obligations en portefeuille ont en moyenne un endettement net, qui représente une période de 6 mois à 2 ans de cash-flows opérationnels, ce qui constitue une situation tout à fait gérable.

4.3. Les actions:

Jamais... jamais nous n'avons vu des valorisations d'actions aussi basses qu'aujourd'hui et notre conviction est que, , jamais plus nous ne reverrons des valorisations aussi basses que celles que nous avons vues au cours de cette crise.

Ce n'est pas une grande surprise puisque l'on peut aisément dire que depuis 1930/35, on n'a jamais vu une telle dislocation dans les marchés financiers suivie d'un arrêt aussi brutal de la croissance économique.

Les convictions et les caractères sont donc mis à très rude épreuve.

Les entreprises dont nous détenons des actions en portefeuille, sur base d'estimations très conservatrices, génèrent des cash-flows libres qui représentent en moyenne 6% à 12% de leur capitalisation boursière. C'est énorme ! Surtout avec des taux gouvernementaux aussi bas.

En conclusion:

L'opportunité historique se trouve dans le financement des entreprises, que ce soit par le biais des obligations ou des actions !

Il y a des risques à gérer mais les rendements seront importants.

Les cours sont tellement bas que la croissance économique ne devra pas être très impressionnante pour que ce soit le cas. Une croissance modérée, pas trop inflatoire fera parfaitement l'affaire.

Ceux qui préféreraient ne pas prendre de risques (on peut les comprendre) vont très bientôt contempler des rendements proches de zéro ! Ne rien faire serait une erreur tout aussi historique.

Très sincèrement,

Ivan Nyssen, CEO & CIO CapitalatWork

CapitalatWork, le 13 mars 2009.

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.