

Global Perspectives

1^{er} Semestre 2010

Si investir correspond encore toujours à l'acquisition de revenus (intérêts, dividendes, rentes...) certes futurs mais incertains, les investisseurs font face à un environnement particulièrement difficile en ce début d'année 2010.

Pourquoi ?

Car ...

1. en cas de faible inflation, les rendements attendus sur les investissements à revenu fixe et à risques réduits sont faibles (dans certains cas, ils sont même proches de zéro) ;
2. pour espérer des rendements potentiellement plus élevés, il faut se tourner vers des produits à haut risque et à haute volatilité, comme les actions (mais généralement leur valeur d'acquisition a déjà augmenté de 50 à 100 % par rapport aux niveaux planchers du début de l'année 2009 provoqués par la panique ambiante) ;
3. la plupart (pour ne pas dire l'ensemble) des investisseurs ont développé une forte aversion au risque durant la crise économique et financière. Et ils ne sont pas vraiment prêts mentalement à affronter cette nouvelle situation ;
4. les gouvernements sont confrontés à d'importants déficits budgétaires et considèrent généralement qu'il est plus commode d'augmenter les impôts que de réduire les dépenses. Au vu du taux de chômage élevé et des taxes déjà importantes sur le travail, nous pouvons nous attendre à une hausse des impôts sur le capital et sur les revenus du capital.

1. L'année 2009 devrait également entrer dans l'Histoire !

Une volatilité extrême, fruit de scénarios économiques eux-mêmes extrêmes, a caractérisé l'environnement économique et financier de l'année écoulée.

Les deux premiers mois de l'année se sont à nouveau déroulés dans une atmosphère apocalyptique. Et la vacance du pouvoir aux États-Unis n'a certainement pas arrangé les choses. Les marchés destinés aux actifs d'entreprises, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations, sont restés enfermés dans leurs spirales infernales. Les marchés des actions ont perdu de 20 % à 30 % en à peine deux mois, et le coût du capital emprunté a atteint des niveaux inédits depuis un siècle.

Puis la situation s'est stabilisée...

Des deux côtes de l'Atlantique, les gouvernements ont montré leur détermination à ne plus laisser aucune institution financière majeure faire faillite.

Les banques centrales ont ramené les taux à court terme à des niveaux presque nuls et les rendements des obligations gouvernementales ont atteint des planchers historiques, anticipant des scénarios déflationnistes à long terme.

Les gouvernements se sont substitués à une demande privée en berne en dépensant sans compter, et les banques centrales ont copieusement arrosé de liquidités des banques aux abois.

La croissance économique est passée de « très négative » à « plutôt positive ».

Mais la principale surprise est venue des entreprises privées, qui ont à nouveau prouvé leur faculté d'adaptation. Trimestres après trimestres, les entreprises de toutes régions et tous secteurs confondus ont surpris positivement par l'étendue de leurs bénéfices, rendus possibles grâce à des restructurations qui, soyons honnêtes, avaient déjà commencé deux ans avant que la crise ne frappe.



Source: Compustat, FirstCall, I/B/E/S, and Goldman Sachs Global ECS Research

Cette amélioration de la rentabilité, associée à des bilans relativement sains (hormis dans le secteur bancaire), a entraîné une réévaluation fondamentale du risque de faillite pour les entreprises (voir ci-dessous).

Entre le début du mois de mars et la fin de l'année, les marchés des actifs d'entreprise ont repris vie. Par rapport aux planchers « apocalyptiques » du début mars, les rendements des obligations de société ont reculé de 2% à 4%, les cours des obligations ont progressé de 15 % à 30 % et les actions ont par conséquent gagné entre 50 % et 100 %.

Les fonds CapitalatWork ont réalisé d'excellentes performances, tant en termes absolus, qu'en termes relatifs.

CapitalatWork Funds	31 st of December 2009 – Full Year return - €
Cash+ at Work	+5,24%
Cash+ Opportunities	+2,23%
Inflation at Work	+5,38%
Government Bonds at Work	+3,01% (launched on 15 th Jun09)
Corporate Bonds at Work	+17,12%
European Equities at Work	+32,61%
American Equities at Work	+34,31 (37,67% in \$)
Asian Equities at Work	+45,68%
Contrarian Equities at Work	+40,40%
Contrarian Euro Equities at Work	+28,11%
Global Opportunities at Work	+32,23%

Et maintenant, où en sommes-nous ?

2. L'économie et les bénéfiques des entreprises

Premier constat essentiel : même si nous sommes parvenus à écartier le spectre d'une dépression, les principaux éléments qui ont mené à la crise (à savoir l'endettement excessif, l'assèchement des crédits et la contraction économique – tant en termes de volume que de prix) restent d'actualité.

Fondamentalement, l'endettement excessif est passé du secteur privé au secteur public !

De la même manière qu'on ne peut loger tous les individus ou toutes les entreprises à la même enseigne, tous les gouvernements et leurs contribuables ne se trouvent pas dans la même situation. Les marchés n'ont fait qu'entamer le processus d'évaluation de la crédibilité des gouvernements.

La conjoncture économique va , dès lors , énormément dépendre de l'endroit où vous vivez. L'environnement économique islandais, grec ou vénézuélien sera très différent de la situation qui prévaudra en Allemagne, au Brésil ou en Chine.

Les pays présentant des déficits excessifs, des endettements massifs ou des bases d'imposition fragiles (pour ne pas parler d'une tradition de fraude fiscale massive) vont au-devant de graves problèmes, les marchés risquant de les sanctionner sans pitié. L'Islande est déjà touchée par la dépression et la Grèce se dirige vers une profonde récession. Qu'en est-il de l'Espagne, du Portugal et de l'Italie, confrontés à une hausse significative de leurs charges d'endettement ? Nous passerons aussi en revue d'autres pays...

Dans un monde globalisé, il y a de sérieuses raisons d'être prudent et sélectif.

Qu'est-ce que cela signifie pour les contribuables ?

Le travail est déjà surtaxé et le chômage élevé, ce qui signifie que la contribution supplémentaire de la main-d'œuvre prendra essentiellement la forme **d'heures, de semaines, de mois et d'années de travail supplémentaires. L'âge de la retraite va enfin augmenter.**

Les marchés financiers, leurs participants (banques, compagnies d'assurance, fonds, investisseurs,...), leur carburant (capitaux et transactions) et leurs refuges (centres offshore) constitueront des cibles politiques idéales. **Les taxes sur les capitaux, les revenus des capitaux et les transferts de capitaux sont en train d'augmenter.**

Les valeurs ajoutées sur le plan économique (le PIB d'un pays correspondant à la somme de toutes les valeurs ajoutées produites dans ce pays) seront-elles davantage imposées, par exemple par le biais d'une augmentation de l'impôt des sociétés ou d'une hausse de la TVA ?

L'avenir nous le dira... !

3. Taux d'intérêt et inflation

Dès la fin de l'année 2007 et du début de l'année 2008 (au plus fort de la crainte d'une flambée inflationniste), nous avons mis en garde contre un risque de déflation (contraction des prix), conséquence logique d'une contraction économique. En 2009, nous avons effectivement enregistré des taux d'inflation négatifs, mais très brièvement.

Dans un contexte de détente monétaire et fiscale sans précédent (mise en œuvre par les banques centrales et les gouvernements) ainsi que dans un contexte de redressement des cours de certains biens, on peut comprendre que certains s'inquiètent de nouvelles tensions inflationnistes. Après tout, Milton Friedman (Economiste américain, 1912-2006, prix Nobel d'économie en 1976, propose notamment un taux constant de croissance de la masse monétaire) ne nous a-t-il pas enseigné que l'inflation était fondamentalement un phénomène monétaire ?

Chez CapitalatWork, nous restons cependant davantage préoccupés par les effets déflationnistes du processus de désendettement en cours (= contraction monétaire) et par les problèmes économiques que ce processus pourrait engendrer (chômage et surcapacité), que par l'inflation en tant que tel.

Ainsi, deux arguments souvent avancés ne nous convainquent absolument pas :

1. Un peu d'inflation serait utile aux gouvernements (ainsi qu'à d'autres entités économiques surendettées) pour alléger le fardeau de leurs dettes. Nous pensons au contraire qu'une hausse de l'inflation entraînerait une hausse substantielle des taux d'intérêt, qui, par l'entremise d'émissions existantes, liées à l'inflation, et de nouvelles émissions d'obligations non indexées sur l'inflation, aggraveraient en fait rapidement le poids des dettes.
2. Dès lors que les gouvernements souhaitent un peu d'inflation, ils vont l'obtenir. Nous estimons que cet argument naïf sous-estime gravement l'effet déflationniste du processus de désendettement, du chômage élevé, de la surcapacité mondiale, de la détermination de banques centrales présumées indépendantes et de la vigilance des investisseurs actifs sur les marchés obligataires, tous désireux de ne pas laisser dérapier l'inflation. Plus cyniquement, ou plus à contre-courant, on pourrait dire que c'est précisément parce qu'un peu d'inflation serait bien utile aux gouvernements surendettés qu'ils ne l'auront PAS.

Par conséquent, **nous continuons à privilégier dans nos portefeuilles les actifs à longue maturité, comme les obligations et les actions**, tout en restant très attentifs à l'endettement de leurs émetteurs, qu'il s'agisse d'entreprises ou d'États.

4. Impressions et psychologie des investisseurs

Toute crise a pour effet que les investisseurs craignent de prendre des risques. La crise de 2008 nous a menés au bord d'un effondrement complet du système financier et d'une profonde dépression globale, avec une volatilité presque insupportable du prix des actifs.

Les investisseurs ont donc fui vers les refuges fiscaux les plus sûrs, les produits de trésorerie publics ou bénéficiant d'une garantie d'État. Malgré des rendements proches de zéro, les investisseurs restent très réticents à prendre davantage de risques.

C'est précisément cette perspective qui nous a incités à adopter une position controversée en été 2008 (soit avec six mois d'avance) : une position selon laquelle ne pas prendre le moindre risque finirait par s'avérer très risqué tôt ou tard.

L'idée n'était pas tellement que les investisseurs réticents aux risques passeraient à côté d'une hausse significative des prix (comme ce fut le cas), mais bien qu'ils viendraient à regretter de NE PAS avoir acheté les cash-flows futurs (certes incertains, mais alléchants), auxquels on pouvait s'attendre lorsque les capitaux seraient mis au travail. En effet, vous n'obtenez aucun rendement en restant investi dans des produits de trésorerie.

C'est en quelque sorte le dilemme quotidien auquel sont confrontés investisseurs et gestionnaires d'investissement : ne prendre aucun risque signifie n'obtenir aucun rendement, alors que prendre des risques implique une volatilité certaine et des rendements exclusivement potentiels.

Comprendre ce dilemme est la base de notre métier : les investisseurs et leurs gestionnaires doivent explorer et discuter des manières de gérer les risques et de modérer la volatilité lorsqu'ils mettent les capitaux au travail.

5. Valorisation des actifs et rendement attendu

La disponibilité des rendements a considérablement évolué ces 12 derniers mois.

5.1. Disponibilité dans le domaine des revenus fixes :

	Europe	North-America
Government Cash	0% to 1%	0% to 1%
Corporate Cash	1% to 2%	1% to 2%
Inflation-Linked Government Bonds	0% to 1,5%	0% to 2%
Discounted Inflation	1,5% to 2,5%	0,5% to 2,5%
Nominal Government Bonds	1,5% to 4%	1,5% to 4,5%
Corporate Bonds	2,5% to 5,5%	3% to 6%

On peut trouver de la valeur dans les obligations gouvernementales à long terme, d'abord comme complément/alternative aux obligations d'entreprises et aux actions ; ensuite, en raison de notre vision prudemment déflationniste de l'économie mondiale.

Nous préférons les obligations gouvernementales nominales aux obligations indexées sur l'inflation car l'inflation escomptée – 1,75 % à 2,5 % – est supérieure à nos estimations.

Nous pensons également que les obligations d'entreprises recèlent toujours de la valeur.

Comme le montre le graphique ci-dessus, les différentiels de taux n'atteignent plus les sommets enregistrés au plus fort de la crise, mais restent à des niveaux très convenables. Les écarts actuels entre obligations gouvernementales et obligations d'entreprises impliquent un risque de défaut de paiement de 10 à 15 % sur les cinq prochaines années pour les émetteurs de premier ordre, ce qui demeure supérieur aux normes historiques.

5.2. Rendements attendus sur les actions :

C'est évidemment la question la plus difficile à laquelle répondre, car les flux financiers futurs à actualiser pour valoriser les actions – que vous preniez en compte les dividendes, les bénéfices ou les cash-flows - sont par définition hautement aléatoires.

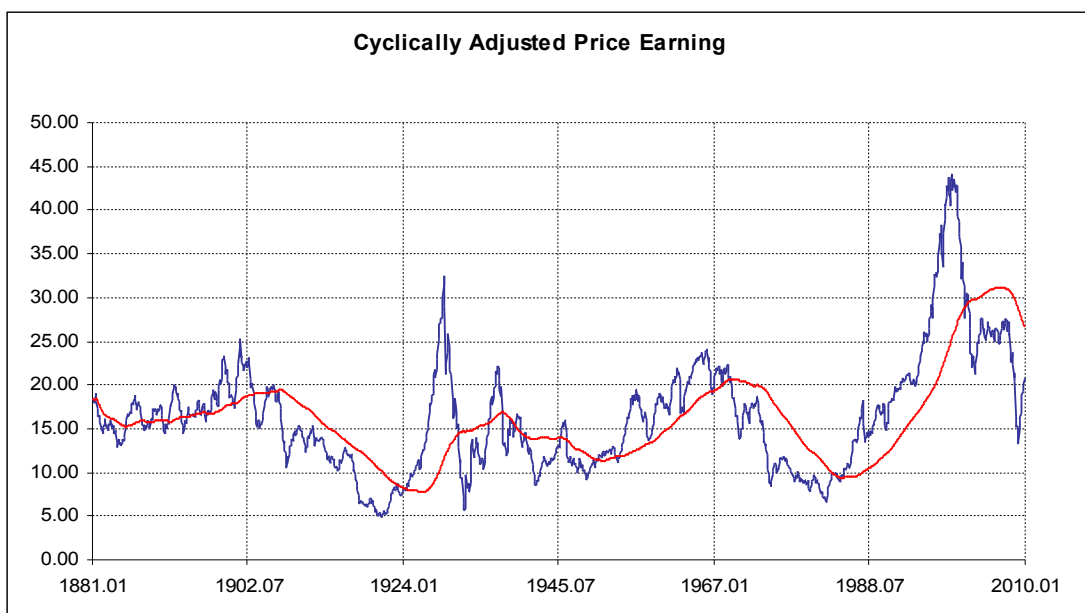
	Europe	North-America
Index 1 st of Jan 2010	DJStoxx600 = 260	S&P500 = 1125
CaW Expected EPS 2010	17,60 €	68,30 \$
P/E	14,8x	16,5
Earnings Yield	6,77%	6,07%
Implied Growth Rate	3.20%	4,30%
Consensus Dividends	9 / 9,50 €	22 / 23 \$
Dividend Yield	3,70%	2,0%

La plupart des gens considèrent toujours les actions en termes de potentiel de gains ou de pertes sur les cours.

En fait, les premiers flux financiers à prendre en compte sont avant tout les dividendes. Or les dividendes versés actuellement sont alléchants, en particulier en Europe (mais également aux Etats-Unis si l'on considère les programmes de rachats d'actions propres).

Au vu de la faiblesse des rendements proposés sur les investissements à revenu fixe, les dividendes sont appelés à devenir un indicateur de valeur de plus en plus apprécié.

110 ans de ratio cours/bénéfice corrigé des variations cycliques (Cyclically Adjusted P/E, ou CAPE).

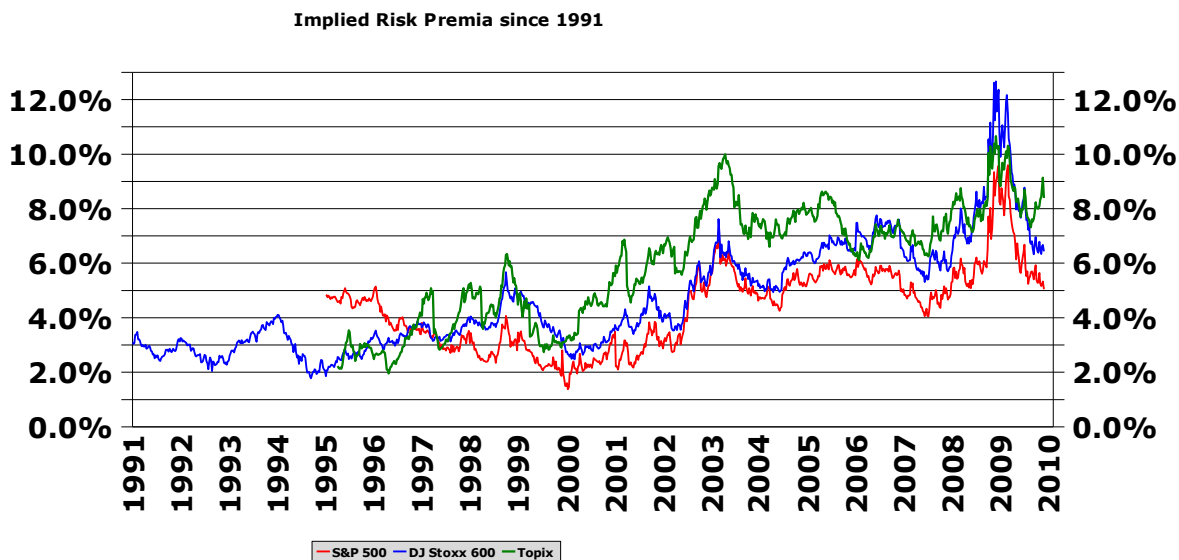


L'avantage du ratio cours/bénéfice corrigé des variations cycliques est qu'il lisse les pics et les creux pour donner une image à plus long terme du niveau de rentabilité sur l'ensemble du cycle d'activité.

Cet indicateur montre que les actions sont valorisées conformément à leur moyenne à très long terme. Compte tenu de la faiblesse actuelle des bénéfices, les valorisations sont donc acceptables.

A vrai dire, avec des rendements obligataires très bas, la juste valeur doit être significativement supérieure à la moyenne historique.

CapitalatWork – 20 années de prime de risque – Europe, États-Unis et Japon :



Même conclusion : des primes de risque gigantesques de la fin de l'année 2008 (révélatrices des valorisations extrêmement basses), nous avons évolué vers des niveaux plus classiques, révélateurs de valorisations plus normales.

Cela ne signifie pas qu'il ne faut attendre aucun rendement de cette catégorie d'actifs. Mais au niveau des valorisations actuelles, **le rendement des actions proviendra avant tout de la croissance des bénéfices.**

Concernant la valorisation des actions, la conclusion reste fondamentalement identique : quelle que soit la manière d'aborder la question, nous sommes désormais loin des niveaux extrêmement bas enregistrés l'an dernier sous le coup de la panique. Toutefois, les valorisations demeurent historiquement attrayantes à condition que les bénéfices progressent, ce qui devrait être le cas.

Vu la robustesse des bilans des entreprises et les rendements presque nuls des produits de trésorerie, les entreprises vont faire de bonnes affaires (et probablement en grand nombre!)

6. 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 50%			
Nominal Government Bonds 20%	Inflation-Linked Government Bonds 10%	Corporate Bonds 55%	Emerging Mkts Bonds 15%
Equities 45%			
American Equities 20%	European Equities 40%	Asian Equities 10%	Other 30% Contrarian Equities 25% Best of Equities 5%

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

CapitalatWork, member of Foyer Group, janvier 2010.

Editeur responsable : Ivan Nyssen

Disclaimer : Le présent document de recherche a été créé par CapitalatWork Foyer Groupe 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 CapitalatWork Foyer Groupe à la date du présent et sont susceptibles de modifications. De plus amples informations sur les valeurs y mentionnées peuvent être obtenues auprès du CapitalatWork Foyer Groupe.