

stratégie d'investissement



Vincent
GUENZI

Depuis le début du mois de mars, la situation économique a cessé de se dégrader. Elle semble même s'être améliorée légèrement au second trimestre. La récession que nous traversons, sans doute la plus grave depuis la première crise pétrolière du début des années 70, est-elle terminée ? Les marchés s'étaient nourris d'espoir depuis mars pour se stabiliser et entamer une sensible reprise. Ils ont salué, en août, la concrétisation de leurs anticipations. Il importe de bien comprendre les raisons de ce rebond pour essayer d'envisager la suite des événements.

Jusqu'à fin mai, les prévisions d'activité dans le monde ont été globalement révisées à la baisse. Mais dès le mois de mars, les indices de confiance des milieux d'affaires et des consommateurs ont commencé à se redresser. Il est vrai que la contraction de l'activité au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre de cette année a atteint un tel rythme qu'un répit devait se produire. Le retour de la confiance a été initié par la coopération internationale exprimée notamment au G20 de Londres mais aussi par la simultanéité des plans de relance économique et des mesures de soutien aux

banques partout dans le monde. Les fortes baisses des taux, orchestrées par la FED, la BCE et les autres Banques Centrales, ainsi que des injections de liquidités considérables ont permis au système financier de se stabiliser. **Le monde entier s'est progressivement convaincu que si la crise était exceptionnelle, la réponse des Etats l'était aussi et allait nous éviter les trois issues les plus défavorables à court terme : les faillites bancaires, la déflation (baisse généralisée des prix) et la dépression (longue récession).**

Effectivement aujourd'hui, la crise financière et le risque systémique de faillite en cascade sont derrière nous. Le traitement complet des banques malades n'est certainement pas terminé car la récession apportera encore son lot de défaillances d'entreprises, de ménages, de hedge funds ou de fonds d'investissement de capital risque. Mais le risque est davantage sous contrôle et les banques commencent à regagner de l'argent dans leurs activités classiques ce qui compense en partie les pertes liées à de nouvelles provisions.

Outre le ralentissement qui s'atténue dans le monde développé, la reprise plus sensible en Chine et dans quelques pays émergents a arrêté la baisse du prix du pétrole et des matières premières. La consommation affaiblie, les capacités de production excédentaires nous menaçaient d'une déflation qui aurait pu entraîner un attentisme de tous les agents économiques et une spirale de baisse d'activité. Or le redressement des matières premières (même si la violence du mouvement peut faire penser à un nouveau mouvement spéculatif) et les ajustements très rapides engagés par les entreprises ont permis aux anticipations d'inflation de remonter légèrement et de se situer aux alentours de 1 à 2 %.

Enfin, la conjonction des effets des plans de soutien en cours (dans

l'automobile notamment) et à venir (dans la construction, le soutien à l'immobilier ou à la consommation) vient s'ajouter à l'arrêt du mouvement de déstockage que les entreprises ont engagé depuis l'automne dernier. En juin, les prévisions de stabilisation d'activité aux Etats-Unis au deuxième semestre puis en Europe en 2010 ont remplacé les craintes de récession durable. Depuis lors, l'activité en Chine, au Japon, en Allemagne ou en France s'est même avérée en croissance au second trimestre. Mais, généralement, un trimestre de croissance positive, pour encourageant qu'il soit, ne suffit pas pour déclarer la sortie définitive de récession.

Nul ne se risque à prévoir une forte reprise. La baisse de l'endettement des ménages et du système financier continuera de brider la croissance. La reconstitution de l'épargne et l'assainissement des bilans des entreprises et des établissements financiers limiteront la consommation et l'investissement. **Enfin, le sauvetage du système s'est fait au prix d'un endettement extraordinaire des Etats et de politiques monétaires extrêmement accommodantes.** Or il faudra bien un jour diminuer les dettes des Etats et remonter aussi les taux d'intérêt pour éviter le risque inflationniste. **Ce risque ne doit pas être négligé, mais il nous semble très prématuré tant que la reprise économique est chancelante.**

Il fallait d'abord éteindre l'incendie et tous les moyens nécessaires ont été mis en œuvre. Le pire a été évité mais la reconstruction sera longue et hésitante.

Les marchés financiers n'ignorent pas cela. Ce ne sont pas des perspectives mirobolantes qui ont justifié le rebond mais la réduction du niveau des craintes. En mars, plus personne ne savait quel scénario retenir. Dans le doute, ceux du pire s'étaient temporairement imposés: la dépression des années 30 ou la stagnation japonaise. C'est ce que

“Nul ne se
risque à
prévoir une
forte reprise”

reflétaient les cours des actions ou des obligations en mars. Or ce niveau de valorisation extrêmement faible n'avait pas été atteint depuis l'année 1974, qui avait précédé plusieurs années de crise et une forte inflation. Pouvait-on aller plus bas ? Finalement, les premiers signaux d'amélioration ont suffi pour redresser les cours. Et aujourd'hui **les marchés ne font qu'intégrer à nouveau les prévisions actuelles du FMI et celles des analystes financiers**, soit une forte récession (-4% en Europe, -3% aux USA) mais pas une dépression (-10%).

Avec des perspectives d'activité faible, les résultats des entreprises ne pourront pas se redresser aussi rapidement que lors des sorties des crises précédentes. En 2007, les marges des entreprises ont touché leurs sommets historiques. Avec la récession, et en dépit des restructurations engagées rapidement, la rentabilité des sociétés sera plus faible en 2009. Selon les zones géographiques, la baisse moyenne cumulée des résultats des entreprises en 2008 et 2009 devrait atteindre environ 40%. Ce chiffre, qui a été régulièrement revu en baisse depuis presque 2 ans, pourrait atteindre 50% d'ici la fin de l'année. Mais les perspectives de baisse des résultats en 2009 nous semblent avoir été bien intégrées par les marchés. Par contre, la forte hausse des résultats pour 2010, telle qu'elle ressort du consensus des analystes financiers (+20%) nous semble sujette à caution. Certes, les bases de comparaison dans le secteur bancaire seront très favorables (après les fortes pertes de 2008 ou 2009) mais les autres secteurs industriels et commerciaux devraient être affectés par la faiblesse de la reprise économique, ce qui limitera aussi le rebond des profits. De fortes révisions en baisse pour 2010 seraient une mauvaise surprise.

La situation des marchés de crédits s'est améliorée. Au plus fort de la crise, les taux de défaillance d'entreprises ou de défaut de paiement sur les crédits, anticipés par les marchés, dépassaient ceux atteints pendant la crise de 1929 ! L'aide apportée aux banques a d'abord

“La situation des marchés des crédits s'est améliorée”

permis de rétablir le fonctionnement du marché interbancaire. Puis le retour progressif de la confiance a permis aux entreprises d'émettre à nouveau des obligations et enfin de procéder à des augmentations de capital (y compris pour les banques). Si l'on peut dire que les plus grandes entreprises ont retrouvé les moyens de se financer et de consolider leurs bilans, la situation des petites et moyennes entreprises est moins favorable. Néanmoins, les émissions d'obligations à haut rendement, réservées aux entreprises en situation délicate, ont repris également, ce qui est encourageant.

Dans ce contexte d'amélioration toute relative, les prévisions pour les différentes catégories d'actifs sont toujours délicates.

Les taux des sicav monétaires ne devraient pas remonter rapidement et rester peu rémunérateurs. Or, les investisseurs institutionnels disposent de liquidités très importantes qu'ils doivent redéployer, ce qui constitue un soutien pour les autres classes d'actifs (obligations, actions).

Les emprunts d'Etats, dont les taux ont beaucoup baissé, paraissent moyennement attractifs. **Certains pays européens, dits périphériques (Pologne, Irlande, Grèce) offrent encore des rémunérations un peu plus élevées compte tenu de leur situation propre. Ce thème de diversification est retenu dans notre Sicav Novépargne.**

Les obligations du secteur privé (classiques ou à haut rendement) se sont redressées sensiblement avec la diminution des risques macroéconomiques. De nombreuses entreprises ont émis des obligations pour profiter de l'appétit des investisseurs pour des rendements plus élevés. Dans ce compartiment, il faut diversifier ses investissements et rester sélectif face aux risques de défaut qui subsistent. Nos Fonds, CD Euro Convertibles et CD Obligations 2012, répondent à ce besoin.

Les actions, dont la valorisation reste faible par rapport aux normes historiques, apparaissent attractives dans une optique à moyen terme. A plus court terme,

compte tenu des perspectives économiques encore incertaines, les marchés actions devraient connaître encore des fluctuations sensibles, au gré de l'appétit ou de l'aversion des investisseurs pour le risque. Néanmoins, **les grands indices actions pourraient finir l'année 2009 en hausse et les baisses qui interviennent régulièrement constituent plutôt des opportunités d'achat.**

Globalement, nous ne sur-pondérons pas pour autant les actions dans les portefeuilles et nous gardons une position équilibrée. En termes géographiques, nous restons prudents sur l'Europe émergente. Les actions des grands pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) ont déjà fortement rebondi et paraissent un peu chères à court terme alors que ces marchés ont peut-être un peu surestimé l'ampleur de leur reprise économique. Au sein des actions européennes et américaines, les titres qui avaient le plus baissé (financières, sociétés cycliques ou plus risquées) ont été en tête du rebond. A mi-mai, ils ne présentaient plus de décote significative et ont donc subi des baisses pendant la phase de consolidation du marché en juin et juillet. Après avoir retrouvé la faveur des investisseurs en août, leur valorisation s'est à nouveau tendue. **Dans une optique d'investissement à moyen terme, nous préférons les valeurs à meilleure visibilité, bénéficiant de perspectives plus stables.** Elles paraissent mieux armées pour traverser la période de faible croissance qui est prévue pour l'instant. **Nos fonds actions CD Euro Capital, CD France Expertise, CD Europe Expertise, CD Amérique Stratégies sont essentiellement investis sur ces thèmes.**

Pour suivre plus régulièrement l'évolution des marchés et de nos conseils, nous vous rappelons que vous pouvez consulter également nos études mensuelles disponibles sur notre site internet.