

# En 2009, les actions seront très attractives...



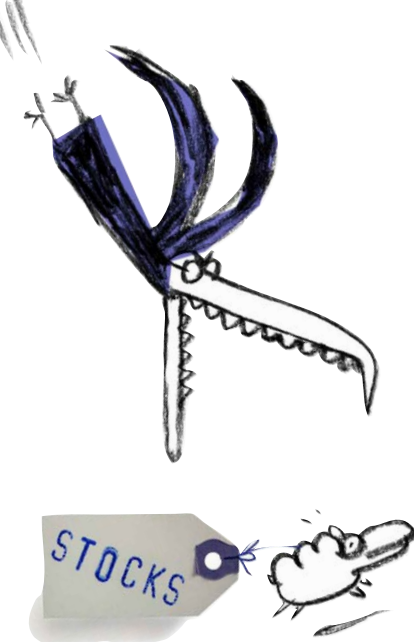
**Olivier Davanne et Thierry Pujol (de haut en bas) sont associés de DPA Invest, société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF et de conseil en allocation d'actifs financiers pour investisseurs institutionnels.**

L'année 2008 aura été celle de l'effet papillon sur les marchés financiers... A l'origine du battement d'aile, les crédits immobiliers dits subprimes. Ils furent accordés avec un certain cynisme à des ménages américains peu solvables sous le regard indifférent de la Réserve fédérale américaine, et grâce à la bienveillance des agences de notation. A l'été 2007, au début de la crise, ces crédits représentaient moins de 5% de l'endettement total des agents non financiers américains. Même si, in fine le taux de perte devait atteindre 40% sur ces crédits, ce qui supposerait des taux de défaut stratosphériques et la braderie des maisons saisies, la perte à absorber par le système financier mondial ne dépasserait guère 500 milliards de dollars. Or, à la mi-novembre, les principaux indices boursiers de la zone euro et des Etats-Unis baissent d'environ 40% depuis le début de l'année et la destruction de valeur sur les marchés mondiaux atteint le chiffre faramineux de 15 000 milliards de dollars depuis la fin 2007 ! Dans un enchaînement stupéfiant, la perte des subprimes a réussi à bloquer le financement de l'immobilier américain, puis, à partir de la faillite de Lehman Brothers mi-septembre, les financements interbancaires mondiaux avec, au final, la récession et une panique boursière générale. Seule l'intervention massive des pouvoirs publics, sous forme de recapitalisation des banques et de garanties aux créanciers, a stoppé l'implosion.

Le film n'est cependant pas terminé : 2009 sera-t-elle l'année du « happy end » avec le retour de la croissance, l'arrêt de la hausse du chômage et le

rebond des Bourses ? Il y a dans ce domaine quelques certitudes et beaucoup d'interrogations. Au titre des premières, les actions semblent désormais extrêmement attractives pour l'investisseur à moyen terme, sensible à la valeur intrinsèque des actifs matériels et immatériels des entreprises... et prêt à supporter l'hiver rigoureux qui s'annonce. Beaucoup d'entreprises traitent en Bourse à des valorisations très inférieures au seul coût de renouvellement de leurs équipements. D'après la Fed, les cours en Bourse devraient en moyenne doubler aux Etats-Unis pour que les capitalisations égalent la valeur des seuls actifs matériels. De telles sous-évaluations ont certes déjà été observées dans le passé (voir graphique), mais toujours dans des périodes de profonds déséquilibres économiques, d'inflation, de taux d'intérêt élevés et de profits en berne (années 70 et début des années 80).

D'autres indicateurs financiers vont dans le même sens. Si les entreprises paraissent aujourd'hui peu chères relativement aux actifs qu'elles possèdent, c'est aussi le cas si on rapporte les cours de Bourse aux profits estimés pour 2008. Le price earning ratio (PER, ratio cours/bénéfices) est à mi-novembre voisin de 11 aux Etats-Unis et de 8 en zone euro, niveau que l'on n'avait plus vu depuis le début des années 80 (voir graphique). Mais, pour certains observateurs, le PER serait particulièrement trompeur dans le contexte actuel. L'endettement des ménages, la baisse de leur patrimoine et la situation précaire des banques... tout se conjugueraient pour provoquer au cours des prochains tri-



## ... ET LA DETTE DES ENTREPRISES SERA BON MARCHÉ

Les actions ne sont pas les seuls actifs financiers très décotés et attractifs pour l'investisseur à moyen terme. La dette des entreprises, très touchée par la situation économique et la montée de l'aversion au risque des investisseurs, l'est aussi. Ainsi, en zone euro, des entreprises industrielles solides (notées BBB) offrent aujourd'hui sur des échéances moyennes un rendement dépassant de plus de 3% par an celui des emprunts d'Etat. Or, selon Moody's, pour ces notations, le risque cumulé de défaut à cinq ans ne dépasse pas en moyenne 2%, ou 0,4% par an, au cours

des vingt-cinq dernières années. L'écart entre taux de défaut historique et rendement semble donc attractif et bien protéger les investisseurs contre la montée attendue des défauts. Alors, faut-il préférer les actions ou la dette des entreprises ? Il n'y a pas de réponse absolue. Le potentiel de hausse des actions est bien sûr beaucoup plus élevé. Mais, pour l'investisseur à moyen terme prudent, un portefeuille diversifié d'obligations d'entreprises ressemble à un « repas gratuit » : il rapporte plus que les obligations d'Etat avec un risque de pertes très

réduit à l'horizon de quelques années. A court terme, le marché du crédit va cependant probablement rester très tendu pour trois raisons. Tout d'abord, les prêteurs usuels (banques, assureurs, fonds alternatifs et monétaires...) sont dans une situation difficile. Ensuite, certains secteurs font face à de forts besoins de (re)financement en Europe. Enfin, le crédit souffre d'une absence de liquidité dramatique avec un gel des émissions depuis l'été. L'hiver risque d'être aussi long pour l'investisseur en obligations que pour l'acheteur d'actions...

mestres une récession longue et profonde qui pèserait durablement sur les profits des entreprises. Le Fonds monétaire international (FMI) soulignait récemment qu'un système bancaire fragile crée un risque de cercle vicieux où faillites des entreprises, pertes bancaires et rationnement du crédit se renforcent mutuellement. D'après le FMI, les crises bancaires allongent ainsi généralement la durée des récessions de façon considérable.

Les craintes d'une chute durable de l'activité économique et des profits des entreprises, bien au-delà de 2009, semblent cependant exagérées. A court terme, les consommateurs bénéficient directement de la baisse spectaculaire du prix de l'énergie depuis son pic de la mi-2008. La baisse des prix agricoles va aussi progressivement se répercuter sur les prix à la consommation. Par ailleurs, les politiques budgétaires soutiennent également l'activité dans la plupart des pays, y compris les émergents. Enfin, la recapitalisation progressive des banques devrait faciliter le financement de l'économie. Dans ces conditions, la récession dans la plupart des pays sera probablement assez brutale cet hiver, mais l'activité économique devrait s'améliorer de façon perceptible dès le printemps, en particulier dans la zone euro, où la baisse de la devise profite aux entreprises exportatrices.

### MIEUX QUE LE PLACEMENT MONÉTAIRE

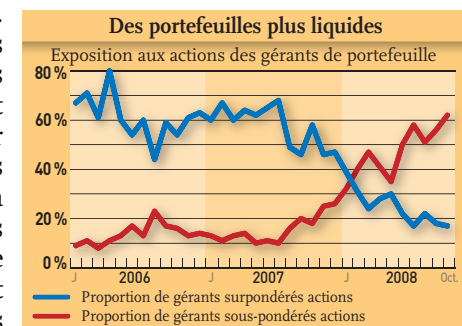
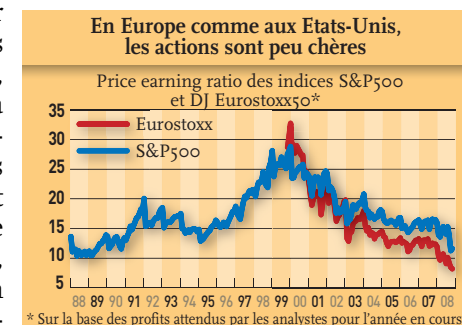
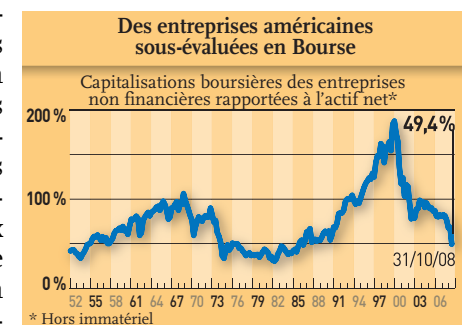
De façon plus structurelle, la déprime actuelle ne doit pas cacher les perspectives favorables à moyen terme en matière de croissance et de rentabilité des entreprises. Un élément essentiel est la disparition quasi totale des risques inflationnistes, qui inquiétaient tant les banques centrales cet été. La hausse du chômage, déjà entamée dans la plupart des pays et appelée à se poursuivre en 2009, va peser sur les salaires, tuant dans l'œuf les risques de spirale inflationniste. Socialement douloureux, ces ajustements garantissent une longue période de taux d'intérêt bas. Au final, pour les grandes entreprises des pays industrialisés, l'environnement à moyen terme reste toujours favorable, grâce à la croissance tendancielle des débouchés dans les pays émergents et à une main-d'œuvre mondiale abondante et qualifiée. La véritable inquiétude structurelle demeure le risque de tensions sur les ressources naturelles, pétrole et autres. Mais cela ne se fera pas sans une croissance soutenue !

Dans ce contexte, comme l'écrivait récemment Warren Buffett en commentant le renforcement des actions dans son patrimoine personnel, « les actions vont presque certainement faire mieux que les placements monétaires au cours de la prochaine décennie, probablement par une marge substantielle ». Les gestionnaires de patrimoines diversifiés ont besoin de quantifier ce diagnostic pour évaluer l'exposition souhaitable aux actions : sur la base d'une évaluation prudente de la rentabilité future des grandes entreprises, qui resterait à moyen terme inférieure aux niveaux records de 2007-08, nous évaluons ainsi à respectivement 10 et 11% le rendement réel annuel moyen que peut espérer

dans la durée l'investisseur en actions américaines et européennes aux cours actuels. Ces perspectives de moyen terme très attractives seront-elles suffisantes pour persuader dès 2009 les investisseurs de renforcer leur exposition aux actions ? La disponibilité d'importantes liquidités devrait les y inciter. Avant même la panique de l'automne 2008, de nombreux investisseurs, inquiets des développements de la crise financière, avaient renforcé la part des liquidités dans leurs portefeuilles. D'après certaines enquêtes, celle-ci atteint en moyenne des niveaux records (voir graphique) chez les institutionnels. Aux premiers signes de stabilisation économique, un important flux acheteur devrait apparaître sur les marchés d'actions. En parallèle, les marchés pourraient plutôt mieux résister aux mauvaises nouvelles : les détenteurs actuels d'actions, qui les ont conservées dans la phase de krach, sont probablement des investisseurs capables de supporter le flot de mauvaises nouvelles de l'hiver à venir. Inversement, ceux qui sont sortis depuis un an peuvent revenir – prudemment ! – si l'horizon s'éclaircit.

Toutefois, il y a quelques ombres au tableau. Tous les investisseurs en actions n'ont pas la solidité suffisante pour franchir sans encombre les périodes difficiles... Ainsi, la gestion dite alternative (les hedge funds) vit une grave crise : touchée de plein fouet par la dislocation des marchés financiers au cours des derniers mois, elle voit ses investisseurs la désertier en masse. Forcée de liquider ses actifs, elle va pendant encore quelques mois causer un flux de vente régulier. Autre exemple, la demande des assureurs pour les actions est assez procyclique : dans les périodes de stress financier, pour protéger leurs fonds propres et garantir leur solvabilité, ils peuvent être amenés à limiter leur exposition aux placements risqués. Des ventes forcées des assureurs et des fonds de pension, soumis à la même logique, avaient joué un rôle important dans la forte baisse des marchés d'actions début 2003. La poursuite des ventes par les hedge funds et la fragilisation des compagnies d'assurances sont ainsi les deux épées de Damoclès qui menacent les marchés cet hiver. Mais les indices boursiers finiront probablement l'année 2009 sensiblement plus haut qu'ils ne l'ont commencée, venant encore enrichir la geste de Warren Buffett...

Pour en savoir plus sur DPA Invest et retrouver les chroniques d'Olivier Davanne et Thierry Pujol dans *Enjeux* : [www.dpainvest.com](http://www.dpainvest.com).



**Des deux côtés de l'Atlantique, les entreprises apparaissent sous-évaluées par les marchés financiers. Pour l'investisseur de moyen terme, les actions représentent un placement intéressant, qui pourrait offrir un rendement annuel de 10% pour les actions américaines et de 11% pour les actions européennes.**