

L'ABYSSE FINANCIER

Etienne de Callataÿ

«Je me crois en enfer, donc j'y suis»
Arthur Rimbaud



L'actualité offre de drôles de coïncidences. Jacques Piccard, l'explorateur des grands fonds, qui a touché le fond de la fosse des Mariannes à 10.916 mètres, le 23 janvier 1960, en compagnie de l'Américain Don Walsh, est décédé tout récemment, à un moment où les marchés financiers s'enfonçaient dans d'autres abysses. Ce qui est commun à l'aventurier des fonds marins et au fonds d'actions, c'est que tous les deux finissent par remonter mais il y a une différence profonde entre les deux: le premier sait quand il a touché le fond, le second pas.

L'abysse financier fait doublement penser à Rimbaud, lui qui a fait avec succès du négoce en Abyssinie et a écrit «Une saison en enfer». Il ne parlait pas de l'automne boursier 2008 mais, outre la citation en en-tête, on y lit ce qu'ont pensé ces derniers mois de nombreux patrons de grandes institutions confrontées à l'évaporation de leurs moyens de financement «Avec votre confiance seulement, je serai heureux». Le poète y a aussi écrit «L'action n'est pas la vie, mais une façon de gâcher quelque chose, un énervement» mais ici nous refusons d'y voir, malgré l'histoire récente, un jugement s'appliquant aux actions des sociétés cotées.

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE: ASSOMBRISSEMENT BRUTAL

La situation économique s'est brutalement détériorée cet été et l'affolement des marchés financiers au lendemain du non-sauvetage de Lehman Brothers, condamné au concordat judiciaire, a encore accéléré la dégradation. On ne compte plus les indicateurs qui sont à leur plus bas niveau sur plusieurs décennies, tant au niveau des entreprises qu'à celui des consommateurs.

Les investissements vont fortement reculer en raison de la chute du degré d'utilisation des capacités installées, de la baisse des bénéfices, de l'incertitude quant à la profondeur de la crise en cours et des difficultés de financement des entreprises. La consommation va souffrir également. L'évolution de l'emploi, des salaires, des dividendes et des autres revenus du capital va peser sur le revenu des ménages. En outre, ces derniers vont augmenter leur taux d'épargne en réaction à la perte de valeur de leur patrimoine, à l'incertitude croissante sur l'environnement économique et à la remontée des déficits publics, qui rendent les défis du vieillissement et de l'environnement encore plus problématiques. Dans certains pays, et cela va de l'Argentine à l'Islande en passant par l'Europe centrale et orientale, la crise est particulièrement aiguë. Une baisse de tension sur les marchés financiers, un arrêt du recul des prix sur le marché immobilier américain et un apaisement des craintes de chômage font partie des conditions de la stabilisation de l'économie.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE

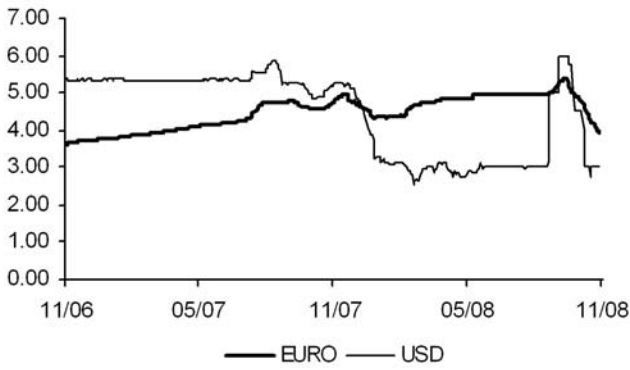
en %	2007e	2008e	2009e
Belgique	2.6	1.3	-0.5
Euroland	2.6	1.0	-0.2
Royaume-Uni	3.0	0.9	-0.9
Etats-Unis	2.0	1.4	-0.6
Japon	2.0	0.6	-0.1

INFLATION

en %	2007	2008e	2009e
Belgique	1.8	3.8	1.5
Euroland	2.1	3.4	1.8
Royaume-Uni	2.3	3.8	2.5
Etats-Unis	2.9	4.2	1.4
Japon	0.0	1.6	0.6

Sources: Consensus Forecasts, Banque Degroof

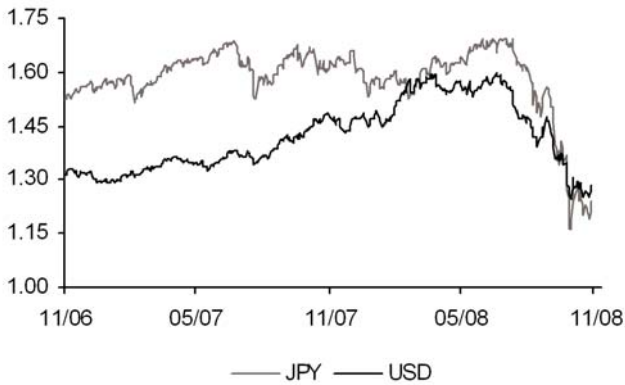
Evolution des taux d'intérêt à court terme



MARCHES MONETAIRES: RENDRE GRÂCE AUX BANQUES CENTRALES

«Il est écrit que la BCE abaissera ses taux.» La prévision de septembre s'est réalisée mais il ne fallait pas être grand clerc pour être dans le bon, tant les craintes d'inflation qui habitaient encore les esprits à Francfort cet été étaient en retard par rapport à la dégradation de l'économie mondiale, avec un impact direct de celle-ci sur les prix des matières premières. Le taux a été abaissé de 0,5% à la mi-octobre et encore en début novembre, pour s'établir, temporairement à 3,25%. Cette baisse est en ligne avec la diminution de l'inflation observée ces derniers mois mais la poursuite de cette dernière et plus encore la contraction de l'activité économique appellent une poursuite du mouvement. Malgré la lenteur de la BCE sur le plan du taux d'intérêt, il faut lui rendre grâce pour son pragmatisme, elle qui dès le début de la crise s'est montrée des plus flexibles dans la gestion de la liquidité du système financier.

Evolution de l'euro



MARCHE DES DEVICES: RETOUR EN GRÂCE DU DOLLAR

Au cours des derniers mois, le dollar s'est fortement réapprécié par rapport à l'euro. Ce mouvement n'a pas une explication unique. Cela peut être la correction d'une dépréciation excessive par rapport au niveau d'ancrage offert par la parité de pouvoir d'achat, qui s'approche de USD 1,25 pour EUR 1. Il peut s'agir de la dégradation brutale des perspectives économiques en Europe depuis l'été là où les marchés nourrissent l'espoir d'un découplage macroéconomique entre continents. Enfin, il est possible que cela traduise des ventes d'actifs libellés en EUR avec rapatriement aux Etats-Unis.

Le scénario de moyen terme reste celui de l'inéluctable appréciation des devises des pays dégagant de larges excédents courants, à commencer par la Chine. Un ajustement plus rapide aurait freiné l'explosion de l'endettement aux Etats-Unis et aurait donc tempéré la crise financière.

Evolution des taux d'intérêt à long terme

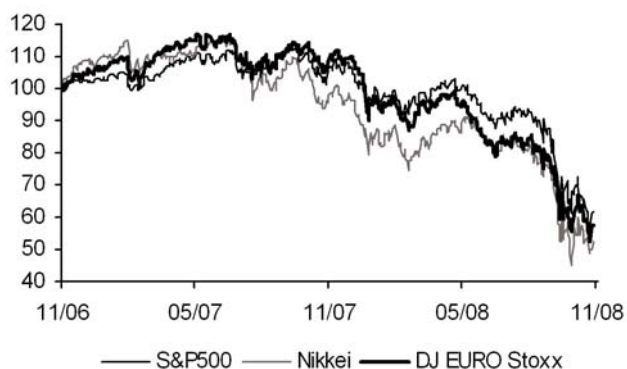


MARCHES OBLIGATAIRES: DE BONNE GRÂCE

Le marché obligataire a, de bonne grâce, servi de réceptacle aux peurs des investisseurs. Se méfiant de toute forme de risque, les investisseurs ont trouvé refuge dans les obligations souveraines les plus liquides, c'est-à-dire celles émises par les Etats-Unis et l'Allemagne. La peur de la déflation a aussi soutenu l'investissement en obligations nominales à long terme.

Les anticipations envers l'inflation sont très disparates. D'un côté, la chute des prix des actifs, l'effondrement du prix des matières premières et le repli de l'activité économique poussent l'inflation à la baisse. De l'autre côté, la crise va nuire aux finances publiques des prochaines années alors que celles-ci auraient dû servir à se préparer au choc du vieillissement. L'idée que l'inflation permettra de résoudre le problème d'endettement public va donc refaire surface.

Evolution des bourses mondiales en monnaie locale



MARCHE DES ACTIONS: LE COUP DE GRÂCE

En juin dernier, nous écrivions: «Nous maintenons notre scénario de court terme, à la prudence sur l'économie et les cadavres financiers, et celui de moyen terme, favorable tant pour l'économie mondiale que pour les marchés d'actions. Cette vision, combinée à la nature des bourses, qui est d'anticiper, et aux niveaux de valorisation que l'on peut qualifier d'attractifs sauf à considérer que les bénéfices des entreprises seront durablement amputés de plus de 20%, conduit à notre prosélytisme et à notre invitation à maintenir la surpondération en actions.» Nous nous sommes trompés car le court terme l'a emporté sur le moyen terme, un court terme qui, il est vrai, a été plus grave encore qu'attendu et qui a dégénéré avec le vent de panique qui a saisi les marchés après la chute de Lehman à la mi-septembre, coup de grâce dans un marché déjà chancelant. Aujourd'hui, le contraste est encore plus net avec un marché trop optimiste sur la croissance et les bénéfices à court terme et trop négatif à moyen terme.

Paul Vercruysse

Aegon

Il n'y a pas si longtemps Aegon répondait encore à tous les critères pour faire partie de nos portefeuilles. En effet, elle affichait une faible valorisation boursière tout en donnant un rendement élevé, et en étant active dans un domaine d'activité réputé solide. Toutefois, avec l'amplification de la crise du crédit, certains risques ont dominé ces qualités.

En simplifiant les choses, un assureur-vie offre deux types de produits, l'un sans garantie de rendement où le client assume un risque, ce que nous connaissons sous le nom de branche 23 et l'autre avec garantie de rendement garanti, ce que nous appelons la branche 21. Ce dernier type représente 40% des revenus d'Aegon. Le bénéfice de l'assureur consiste en la commission sur les actifs sous gestion et le rendement additionnel généré au-dessus du rendement garanti. Au fur et à mesure que les taux d'intérêt baissent, cette seconde composante se contracte. De plus, Aegon a toujours été un grand investisseur en obligations d'entreprises privées ("corporate bonds") (+/- 45% de son portefeuille obligataire). Environ 40% de ce portefeuille d'obligations possède un "rating" BBB ou moins. Suite aux mauvaises perspectives macro-économiques, il n'est pas exclu que des pertes apparaissent sur ce portefeuille pesant ainsi sur les fonds propres du groupe. Nous n'excluons pas qu'après une première injection de capitaux par l'Etat néerlandais, il y en aura d'autres si la situation continue à se dégrader. Il est fort probable que la politique de dividende sera adaptée en fonction de cela.

Suite à tous ces éléments, nous considérons que le potentiel de hausse n'est pas en rapport avec les risques que la crise financière peut encore apporter. Nous sommes donc vendeurs de l'action.

E.ON

E.ON est actuellement le plus grand producteur d'électricité coté en bourse. Au cours des dernières années la société a procédé avec succès à un grand nombre d'acquisitions au Royaume-Uni (Powergen, Midland Electricity), en Scandinavie (Sydkraft, Graninge), dans le MidWest des Etats-Unis, en Europe de l'Est et en Russie (joint-ventures avec une participation de 6,5% en Gazprom). En 2007 elle a renoncé à l'acquisition d'Endesa en Espagne mais a réussi à mettre la main sur des actifs intéressants en Europe du Sud. La société a un bilan solide et un cash-flow positif. Grâce à sa participation en Gazprom, E.ON a accès au gaz naturel de Russie. E.ON a aussi l'avantage de produire relativement peu de CO2 grâce à ses centrales nucléaires, à son électricité hydraulique et à ses autres productions d'énergie renouvelable. La majorité des contrats d'électricité se font sur une période de 12 à 18 mois, produisant ainsi des cash-flows stables et prévisibles. Les risques pour E.ON se trouvent dans les prix de gros d'électricité et dans les fluctuations des prix de gaz et de pétrole.

Depuis l'automne 2007 la société a émis pour EUR 14,4 milliards d'emprunts obligataires. Au cours des derniers mois, le marché d'obligations «corporate» s'est rapidement dégradé ce qui fait que nous serons très attentifs au refinancement de EUR 30 milliards de dettes qui doit se faire entre 2008 et 2010.

A un ratio Cours/Bénéfice attendu de 9 et un rapport Cours/Valeur Comptable de 1, nous achetons un leader mondial à une valorisation intéressante par rapport à son secteur, tout en ayant des perspectives de croissance supérieures.

Alcoa

Plus grand producteur d'aluminium occidental, Alcoa est un cas à part dans l'industrie des métaux car ce groupe a su croître tant dans des périodes de déflation des matières premières (années 90) que dans des périodes fastes telles que la plus récente explosion des «commodities» de 2003 jusqu'à la mi-2008. Cette relative indépendance au cycle des matières premières est due à la croissance très soutenue de la demande d'aluminium à long terme, de l'ordre de 7%, et à l'intensité énergétique de l'aluminium fini, qui comprime les marges lors de périodes de pétrole cher et les soutient au contraire quand les prix de l'énergie baissent.

En grande partie à cause de sa structure juridique décourageant les OPA, Alcoa est restée à l'écart du mouvement de consolidation du secteur minier, qui a notamment vu son concurrent Alcan se faire intégrer dans le groupe Rio Tinto. Aujourd'hui, avec la baisse du cours, la société n'affiche plus qu'une capitalisation boursière de «mid cap». Elle apparaît comme une proie intéressante pour des groupes miniers plus importants. On peut songer à BHP Billiton qui pourrait se rabattre sur Alcoa après avoir renoncé à l'OPA sur Rio Tinto.

Evidemment, la raréfaction générale du crédit et la frilosité des managements à choisir de nouvelles orientations stratégiques à l'entrée d'une profonde récession expliquent que la probabilité d'assister à une offre de reprise sur Alcoa est dans l'immédiat quasiment nulle. Pour les mêmes motifs, Alcoa doit freiner ses projets de forte croissance autonome pour conserver ses liquidités. Comme les échéances obligataires sont minimales pour l'année 2009, nous ne pensons pas qu'Alcoa doive entreprendre des plans drastiques de restructuration au-delà de sérieuses mesures de rationalisation de sa production. Au niveau mondial, les petits producteurs à coûts élevés feront par contre assurément les frais de la récession. L'industrie chinoise de l'aluminium devrait ainsi être une des premières touchées.

Etant exposé tant à la consommation américaine qu'aux secteurs industriel et du transport, Alcoa ne passera assurément pas à côté de la crise économique. Néanmoins, étant donné les valorisations du secteur dans son ensemble, nous pensons que la plupart des inquiétudes sont déjà incorporées dans les cours et incluons Alcoa dans notre sélection de valeurs, qui ne comptait plus aucun groupe minier.

LVMH/Christian Dior

Mi-2007, nous avons recommandé d'arbitrer la position détenue en Christian Dior, société holding de LVMH, pour investir dans son actif principal LVMH. En effet, la décote de CD sur son Actif Net Réévalué (ANR) était alors de 7% et se situait à des niveaux historiquement bas.

Aujourd'hui, dans un contexte de crise sur les marchés, la décote sur ANR a connu une forte progression passant de 7% à plus de 35%. Ce niveau, qui n'avait pas été atteint depuis 2003, reflète la «prime de liquidité» dont bénéficie son sous-jacent LVMH, ainsi que probablement les opérations de débouclage de stratégies d'arbitrage longues sur Dior et plus largement l'augmentation générale des décotes sur les holdings.

Cette décote apparaît élevée, surtout au regard des changements intervenus ces dernières années. En effet, le changement de loi fiscale en France avec la fin de l'imposition des plus-values de cessions financières ainsi que le renforcement graduel du groupe Arnault dans Dior rendent une opération de simplification de la structure de contrôle désormais possible.

Sur base de la forte augmentation de cette décote et du profil risque-return très attractif de LVMH (95% de l'ANR), nous avons décidé d'arbitrer notre position en LVMH en faveur d'un retour vers Christian Dior.

UBS

La création d'une "Bad Bank" sous le contrôle de la Banque Nationale Suisse (BNS), dans laquelle seront repris des mauvaises dettes d'un montant de CHF 60 milliards, est une bonne nouvelle pour les clients de la Banque et les détenteurs d'obligations UBS. Le prix que paie l'actionnaire n'est toutefois pas négligeable. Les CHF 6 milliards de fonds propres qu'UBS doit investir dans le véhicule qui reprend ces dettes sont financés par l'émission d'une obligation automatiquement convertible avec un coupon de 12% et entièrement souscrite par la BNS. En plus, toutes les pertes au-delà des CHF 6 milliards devront être compensées par l'émission de nouvelles actions UBS. Enfin, il est encore incertain dans quelle mesure la BNS va augmenter les critères de solidité financière. Il est clair que tout ceci pourrait mener à une dilution élevée pour l'actionnaire existant.

Outre cet effet de dilution, deux autres développements sont inquiétants. D'abord, on peut mettre en doute la rentabilité de la division d'Investment Banking. Ensuite, il faut s'interroger sur le risque de réputation qui frappe la division Private Banking, qui a vu diminuer ses actifs de plusieurs milliards au cours des deuxième et troisième trimestres. Nous craignons que cette situation pourrait perdurer au cours des prochains trimestres, entre autres alimentés par des problèmes fiscaux aux Etats-Unis. Ces éléments négatifs minent en grande partie les raisons pour lesquelles nous avons été positifs sur la valeur et de ce fait nous l'enlevons de notre sélection.

BELGIQUE

BANQUE DEGROOF SA
Siège social
Rue de l'Industrie 44
1040 Bruxelles
T +32 (0)2 287 91 11
TVA BE0403.212.172 - RPM Bruxelles

Antwerpen
Van Putlei 33, 2018 Antwerpen
T +32 (0)3 233 88 48

Brugge
Pitsenbosdreef 19, 8200 Brugge
T +32 (0)50 33 11 08

Charleroi
Quai de Brabant, 15, 6000 Charleroi
T +32 (0)71 32 18 25

Gent
Kouter 27, 9000 Gent
T +32 (0)9 266 13 66

Hasselt
Runkstersteenweg 356, 3500 Hasselt
T +32 (0)11 77 14 60

Knokke
Zoutelaan 134, 8300 Knokke-Heist
T +32 (0)50 63 23 70

Liège
Parc d'affaires Zénobe Gramme
Square des Conduites d'Eau 7-8
4020 Liège
T +32 (0)4 252 00 28

Namur
Avenue de la Plante 20, 5000 Namur
T +32 (0)81 42 00 20

Verviers
Rue des Minières 1, 4800 Verviers
T +32 (0)87 22 31 81

Wavre
Rue de Nivelles 14, 1300 Wavre
T +32 (0)10 24 12 22

BEARBULL
Chaussée de Waterloo 880
1000 Bruxelles
T +32 (0)2 373 00 20

DEGROOF SECURITIES
Rue Guimard 18, 1040 Bruxelles
T +32 (0)2 287 98 10

DEGROOF FUND MANAGEMENT COMPANY
Rue Guimard 16-18, 1040 Bruxelles
T +32 (0)2 287 97 89

LUXEMBOURG

BANQUE DEGROOF LUXEMBOURG
Zone d'activité La Cloche d'Or
12, rue Eugène Ruppert
2453 Luxembourg
T +352 45 35 451

DEGROOF CONSEIL LUXEMBOURG

Zone d'activité La Cloche d'Or
12, rue Eugène Ruppert
2453 Luxembourg
T +352 25 32 531

SUISSE

BEARBULL DEGROOF BANQUE PRIVÉE SA
Avenue Louis-Casaï 18 - BP 219
1211 Genève 28
T +41 22 - 817 35 00

Lugano
Via Soave 6, 6900 Lugano
T +41 (0)91 910 53 00

FRANCE

BANQUE DEGROOF & PHILIPPE
1 rond point des Champs Elysées
75008 Paris
T +33 (0)1 45 61 55 55

Bordeaux
25, Allée des Tourny, 33000 Bordeaux
T +33 (0)5 56 44 61 06

Grenoble
2, Allée des Mitailières
38240 Meylan
T +33 (0)4 76 18 16 30

Lille
28bis, rue des Jardins, 59000 Lille
T +33 (0)3 20 74 53 96

Toulouse
17, Rue de Metz, 31000 Toulouse
T +33 (0)5 62 89 05 40

AFORGE

25, Avenue de Messine, 75008 Paris
T +33 (0)1 53 81 71 20

ESPAGNE

PRIVAT BANK
Avenida Diagonal 464
ES-08006 Barcelona
T +34 (0)93 445 85 00

Madrid
Calle Montalban 5
28014 Madrid
T +34 (0)91 523 98 90

Valencia
Plaza del Ayuntamiento 26 6° Pta 32
46002 Valencia
T +34 (0)96 353 20 94

PAYS-BAS

DEGROOF VERMOGENSBEHEER N.V.
Nesland 1
1382 MZ Weesp
T +31 (0)294 49 25 92

Bergen op Zoom
Rijtuigweg 10
4600 Bergen op Zoom
T +31 (0)164 23 99 05

Maastricht
Posthoornstraat 69
6219 NV Maastricht
T +31 (0)433 54 12 22