

# Marchés & Placements

Cofinimmo: ▲ 1,82% - Befimmo: ▼ 1,75%

► ING WB a relevé son objectif de cours sur la valeur Delhaize après de bons résultats 2008 à 48 euros, contre 47 euros auparavant.

► DELHAIZE



17 L'ECHO DU SAMEDI 14 AU LUNDI 16 MARS 2009

## Nouveau faux départ pour les actions préférentielles?

Une bonne piste, bien que sans doute prématurée, pour jouer un rebond des banques américaines.

Le fait est assez rare pour qu'on le signale. Cette semaine fut dominée par les partisans de l'hypothèse selon laquelle le pire de la crise serait passé. Les spéculateurs se sont principalement intéressés au secteur le plus matraqué, celui des banques US dont l'indice générique relatif au S & P 500 s'est adjugé plus de 65 % (soit un gain six fois supérieur à l'ensemble du marché).

On remarque aussi un retour en force sur les actions préférentielles perpétuelles qui, outre-Atlantique, sont essentiellement émises par les institutions financières.

L'indice S & P 500 qui leur est propre a engrangé plus de 20 %, soit deux fois les gains du S & P 500 lui-même. Depuis le 9 mars, l'ETF (fonds indiciels) iShares se calquant sur cet indice a connu un « rally » de près de 30 %, sa performance hebdomadaire la plus significative depuis sa création en décembre 2006.

Les actions préférentielles sans échéances émises par JPMorgan assorties d'un coupon de 8,625 % ont vu leur prix bondir de 14,65 USD à 18,30 USD (pour un rendement de quasi 12 %), ce qui reste inférieur à leur valeur faciale (25 USD). De même, celles de US Bancorp (coupon de 7,875 %) ont enregistré une hausse de leur cours de 12,20 USD à 16,14 USD (avec un rendement de 12,5 %).

Pour ceux misant sur un rebond du secteur financier, ces « preferred stocks » constituent un mets de choix car, si elles ne confèrent généralement pas de droit de vote à leurs détenteurs, elles sont porteu-

Evolution comparée du S&P 500 et des actions préférentielles du S&P 500



ses d'un dividende généreux qui est distribué prioritairement par rapport au dividende des actionnaires ordinaires.

Ces actions préférentielles, qui peuvent être converties en actions ordinaires, garantissent aussi aux investisseurs qu'ils seront remboursés avant les actionnaires classiques en cas de faillite de l'émetteur, mais après les investisseurs obligataires. Concrètement, cette classe d'actifs est valorisée de la même manière qu'une obligation, avec un rendement plus élevé et, par conséquent, un prix plus faible.

**HISTORIQUE CATASTROPHIQUE**  
Reste à voir, si elle ne fait pas l'objet d'un nouveau faux départ. On rap-

pellera que ceux qui s'étaient laissés séduire l'année passée, au moment où les « preferred stocks » offraient déjà des coupons deux fois supérieurs à ceux des emprunts d'État US, s'en mordent encore les doigts. Leur valeur a, en effet, chuté de quasi 40 % sur le seul troisième trimestre 2008, après la faillite de Lehman Brothers et le sauvetage des spécialistes du refinancement hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae. Et, cette année, malgré le récent rebond, elles ont encore perdu 34 %, soit deux fois plus que les pertes du S & P 500. Depuis le début de la crise du crédit (à la mi-juillet 2007), elles sous-performent le S & P 500 de 7,22 % (voir graphique). Quant à l'ETF iShare, accessible aux investisseurs particuliers, il

reste encore 70 % en dessous du niveau de lancement fin mars 2007. Hormis les 197 milliards de USD d'actions préférentielles reçues par le gouvernement US en échange des liquidités injectées dans plus de 400 institutions financières, dans le cadre du plan TARP (troubled assets relief program), on ne recense cette année aucune nouvelle émission d'actions préférentielles. Alors qu'il y en avait eu pour près de 11 milliards de USD lors des deux premiers mois de 2008. C'est dire la défiance des institutionnels !

**QUI CROIRE ?**  
Les détracteurs des actions préférentielles considèrent qu'elles cumulent le pire des deux mondes (obligations et actions) : le risque

de crédit et l'absence de droits de vote. Après les actionnaires et les contribuables, le risque est grand que ce soit au tour des investisseurs obligataires de mettre la main à la poche et de supporter une partie du fardeau des gigantesques pertes et dépréciations d'actifs des banques (1 230 milliards de USD à l'échelle mondiale). Les analystes évoquent de possibles « swaps » (échanges) d'obligations bancaires, à l'image de ce qui s'est passé dans le cas de GMAC en décembre, pour de nouvelles dettes offrant un rendement moins élevé ou une valeur faciale moindre (lire « L'Echo » du 11 février).

Les partisans des actions préférentielles insistent sur le fait qu'il s'agit de la meilleure façon de jouer la carte des sociétés financières. Ils considèrent que la faiblesse de leurs cours, qui équivaut à anticiper un taux de défaut des émetteurs de 75 %, est largement exagérée. Lors de la Grande dépression, le taux de défaut annualisé des banques US fut, rappellent-ils, de 38 % entre 1928 et 1939. Même le taux de défaut des entreprises spéculatives ne devrait pas dépasser le niveau record de 13,9 % que l'agence de notations Standard & Poor's envisage pour janvier 2010.

On l'aura compris, la vérité se trouve sans doute, comme souvent, au milieu du gué. Investir dans des actions préférentielles ou les trackers qui leur sont associés est vraisemblablement une bonne idée. Mais le timing reste difficile à déterminer, tant est, pour l'heure, limitée la visibilité conjoncturelle. **Luc Charlier**

L'ÉPINGLÉ



par Luc Charlier

## Le baromètre monétaire de la BCE n'est plus le Refi

Le positionnement monétaire de la BCE n'est finalement pas aussi décalé que certains le prétendent par rapport à celui de la Fed ou de la Banque d'Angleterre (BoE). Certes, l'institut d'émission conserve un taux de refinancement (1,5 %) sensiblement supérieur à ce qui se fait aux USA (0,25 % maximum) et en Grande Bretagne (0,5 %) où les banquiers centraux ont, déjà opté, ou sont sur le point de le faire, pour certaines mesures non conventionnelles comme le rachat de billets de trésorerie ou de dettes étatiques. Au Japon, la banque centrale (BoJ) va même jusqu'à racheter de la dette émise par les entreprises.

Mais à force de se braquer sur le taux Refi de la BCE, on en finirait par oublier que la banque dispose d'une autre arme pour lutter contre la récession et la filiosité des banques à se prêter entre elles.

Le taux de rémunération des dépôts journaliers des banques auprès de la BCE ne pointe plus, en effet, qu'à 0,5 %, ce qui est à peu de chose près le niveau des taux directeurs en vigueur outre-Atlantique et outre-Manche. On ne peut donc plus reprocher à la BCE d'inciter davantage les banques à « parquer » leur cash excédentaire chez elle qu'à redynamiser le marché interbancaire.

Le montant des dépôts à la BCE a d'ailleurs chuté à 56,3 milliards de USD, soit son plus faible niveau depuis le 8 octobre, date à laquelle l'institut monétaire a annoncé sa décision de prêter aux banques autant de liquidités que nécessaire. Les liquidités qui ne sont plus déposées regagnent progressivement les circuits monétaires comme en témoigne la baisse du taux moyen des dépôts interbancaires non gagés au jour le jour (Eonia) qui pointe à 0,85 %, soit 0,65 % en dessous du Refi. Un différentiel aussi faible constitue un fait nouveau puisqu'avant que la BCE n'ouvre totalement son guichet d'escompte, ledit différentiel était, en moyenne, de 1,06 % au-dessus du Refi.

Ce constat est d'importance car il pousse le taux Euribor, de refinancement interbancaire européen, à la baisse. L'Euribor à 6 mois a, en effet, chuté de 5,45 % en octobre dernier à un plancher de 1,8 % (contre 2,08 % au Royaume-Uni et 1,93 % aux USA).

Il est donc plus intéressant pour les banques de se prêter entre elles que de se refinancer auprès de la BCE. Autrement dit, ceux qui reprochent à la BCE de ne pas baisser assez vite son Refi, n'ont pas encore pris conscience que le taux de dépôt à usurper le rôle du taux Refi en tant que référence du coût du crédit à court terme.

Et maintenir un écart entre les deux (en ne baissant pas trop le Refi) apparaît comme le meilleur moyen d'inciter les banques à se faire à nouveau confiance et à jouer leur rôle de prêteur de premier recours.

EN BREF...

### Le holding de Warren Buffett perd son «AAA»

General Electric avait perdu jeudi sa note «AAA» qu'elle détenait chez Standard & Poor's. Dans la foulée, un autre fleuron du capitalisme américain a connu le même sort. Cette fois c'est l'agence de notation Fitch qui a abaissé sa notation sur la dette à long terme du groupe financier diversifié Berkshire Hathaway, dirigé par l'investisseur américain Warren Buffett, de AAA à AA+. La perspective est qui plus est négative, ce qui signifie qu'une nouvelle dégradation de la note est possible à moyen terme.

### Baisse des taux d'épargne chez Dexia et Centea

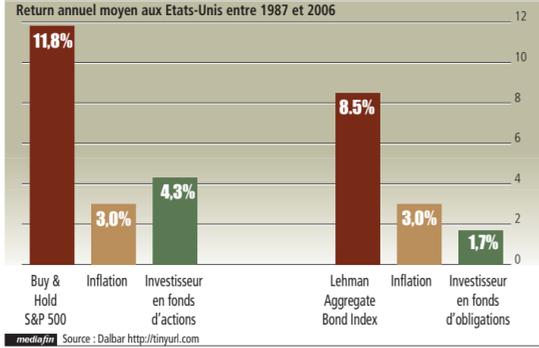
Le taux de base sur un compte d'épargne internet chez Dexia sera ramené de 3 à 2,5 % dès lundi. Les primes d'accroissement et de fidélité restent inchangées (0,5 et 0,01 %). Les taux sur les comptes d'épargne classiques restent inchangés. La banque Centea a, quant à elle, abaissé dès vendredi son taux de base de 0,25 % pour le compte d'épargne classique et Centea Plus et de 0,50 % sur le Centea VIP. Le taux baisse aussi sur les bons de caisse et les comptes à terme de 0,30 à 0,50 %.

FONDS LA CRISE N'EMPÊCHE PAS DE DORMIR DDEL PORTFOLIO SOLUTION, LE CONSEILLER FINANCIER ADEPTE DES TRACKERS

## Gestion indiciaire payante sur le long terme

La paix de l'esprit. Tel serait le mantra de DDEL Portfolio Solution, le seul conseiller financier indépendant se rémunérant uniquement sur les frais de gestion, en Europe, et belge de surcroît. La société présente la particularité de suivre une approche d'investissement à long terme fondée sur la connaissance scientifique des marchés. En d'autres termes, elle suit une gestion indiciaire, qui ne tente pas de battre le marché. Le recours aux trackers lui permet de proposer des frais de gestion quasi-moitié moins chers que pour une gestion dite active. Alors que la panique s'est emparée des investisseurs partout dans le monde, DDEL Portfolio Solution constate que sa clientèle n'a pas cédé à l'irrationalité ambiante. « Nos clients ont compris notre allocation stratégique, contraire à une allocation tactique. Nous gérons les portefeuilles sans faire d'anticipations de marchés. Ce message est très bien passé dans notre clientèle. Cela n'a pas toujours suffi à les

Les bénéfices d'une gestion indiciaire



rassurer. Ils ont souffert comme tous ceux qui ont investi. Par contre, nous les avons prévenus que nous n'établissons pas de prévisions à court et à moyen terme. Aussi, ils ne nous attendent pas sur ce terrain », a indiqué Georges Delcroix, administrateur de la société. Il souligne qu'aucun de ses clients n'est parti

voir si l'herbe est plus verte ailleurs. Certains clients ont même rapatrié chez DDEL leurs avoirs placés ailleurs. Par contre, la société n'a pas gagné de nouveaux clients. La clientèle n'est, en outre, pas seulement belge. Elle compte des Suisses, Espagnols, Américains, Français et Luxembourgeois « pour de l'ons-

hore business », souligne Georges Delcroix.

UNE APPROCHE DIVERSIFIÉE

DDEL constitue ses portefeuilles en fonction du profil de risque de sa clientèle et selon une approche passive, dite « buy and hold ». « On ne fait de pas stock picking. On constate que les stock pickers font mieux que le marché, mais pas sur le long terme. Leur surperformance tient de la chance ou de leur expertise, mais il reste toujours une incertitude que cette performance se matérialise. Il ne faut donc pas payer pour une performance hypothétique », affirme Georges Delcroix. DDEL travaille avec quatre gestionnaires d'actifs indiciels de dimension internationale, dont Vanguard et Dimensional Fund Advisors. La société construit ses portefeuilles en diversifiant le risque sur les actions et les obligations, allant des obligations d'État à court et long terme aux grandes capitalisations, en passant par les petites capitalisa-

tions et les actions sous-valorisées. « Sur le long terme, investir en obligations n'offre que peu de chances de battre l'inflation », relève Georges Delcroix. Selon lui, et selon un principe défini par Eugene Fama et Kenneth French dans leur modèle d'évaluation des actifs financiers, les marchés d'actions offrent un rendement supérieur aux obligations mais aussi un risque plus important (voir graphique). Le tout est de bien diversifier le risque, au travers de fonds indiciels qui couvrent une large gamme de valeurs. « La diversification n'enlève rien au rendement espéré, mais elle diminue la volatilité du portefeuille, et donc le risque. S'il y a un free lunch sur les marchés, c'est bien celui-là », affirme-t-il. « Au travers d'un indice, vous prenez une exposition à toute l'économie, qui ne va pas s'arrêter. Les survivants de la crise en sortiront plus forts », ajoute-t-il. DDEL souligne qu'avec cette approche, la crise ne les a pas empêchés de dormir. **Jennifer Nille**

Le dossier 'Le fisc vous cerne' de Mon Argent.

Samedi 21 mars gratuit avec L'Echo.

Soyez de ceux qui comptent. L'ECHO