

Global Perspectives

Juin 2008

Les récessions viennent. Et puis s'en vont.

Il y a bientôt un an, nous nous dirigeons vers une tempête financière d'une intensité quasiment sans précédent. Les causes de cette tempête se trouvaient dans la correction immobilière résidentielle américaine, qui débuta déjà en 2006.

- **Une crise de crédit et de liquidité sans réel précédent.**

La surprise est venue, d'une part, de l'ampleur de la détérioration des standards des crédits immobiliers, et d'autre part, de l'ampleur des leviers financiers que les banques avaient graduellement introduits dans le système. Tout ça, comme toujours, sous l'emprise d'une cupidité débridée.

Les gros soucis de crédit ont commencé dans le domaine des fameux "subprime" (concept quasi inconnu en Europe) mais se sont rapidement propagés à d'autres segments du marché avec, à la clé, une importante hausse des coûts du crédit pour tous les acteurs économiques dont les entreprises bien sûr.

Donc, partant d'un simple problème de mauvaise allocation de capitaux à de très mauvais débiteurs à des taux beaucoup trop bas, nous avons rapidement atterri dans une réduction massive de crédit (deleveraging) dont l'épicentre se trouve bien entendu aux US et plus spécifiquement dans le système bancaire US.

Nous avons tous, dans une certaine mesure, oublié que les banques sont les entreprises avec les endettements les plus importants et souvent aussi les plus courts. Et c'est donc là que la panique a commencé, de là que la contagion s'est propagée mais également là que ça s'est arrêté.

Arrêté ?

Eh oui, la panique est passée. Nous pensons que le risque d'un effondrement systémique des banques (comme des dominos) est aujourd'hui pratiquement réduit à néant !

Un assouplissement ultra-rapide de la politique monétaire de la FED, le passage du maillon le plus faible (Bear Stearns) dans les mains du maillon le plus fort (JP Morgan) et la recapitalisation massive (plus de 250 Mrd Usd) d'un grand nombre de banques a endigué la panique.

- **Beaucoup d'inquiétudes concernant la conjoncture économique.**

On vous dira que c'est loin d'être fini. On vous dira même que le pire est encore à venir.

Balivernes !

Les US et l'Europe sont au milieu d'un ralentissement significatif ! Arrêtons de spéculer à ce sujet, c'est dorénavant un fait établi.

Que le reste du monde suive le mouvement ou non, est maintenant la préoccupation "du jour".

Chez CapitalatWork, nous sommes plutôt confiants, essentiellement pour deux raisons ...

1. Au cours des 30 dernières années, les investisseurs se sont systématiquement sur-inquiétés au sujet de la conjoncture et ont systématiquement sous-estimé la résistance de l'économie. Des économies de marché libre dans un monde qui se développe, peuvent compter sur de nombreuses forces et des mécanismes de compensation favorables.

2. Les investisseurs sont et seront éternellement convaincus qu'il ne fait pas bon investir dans un climat économique défavorable. Alors qu'en fait c'est le contraire: les périodes de contractions économiques sont souvent l'équivalent des soldes dans le commerce, des périodes très favorables dès lors pour investir.

Comment et pourquoi ?

Pendant des ralentissements, de nombreux prix sont à la baisse, dont le prix de l'argent. En outre, les sociétés sont très fortement incitées à réduire les coûts et à augmenter la productivité.

Quand, sous l'influence des taux d'intérêts plus bas, l'économie reprend, les bénéfices reprennent de plus belle et les cours suivent.

Contraction écon. --> investisseurs inquiets --> cours baissent --> taux d'intérêt baissent --> productivité monte --> Reprise économique --> bénéfices montent --> rendements d'investissement élevés.

Au risque de passer pour d'éternels optimistes (ce que nous ne sommes pas), nous pensons que l'enchaînement sera une nouvelle fois, à peu de choses près, identique. C'est donc, pensons-nous, un excellent moment pour investir !

■ La planète dans son ensemble n'a jamais été aussi prospère.

Vous l'avez compris, nous pensons que la reprise se profilera plutôt tôt que tard, entre autre parce que le reste du monde est toujours en croissance et parce que les challenges et les opportunités abondent.

On parle beaucoup (peut être même trop) de la Chine, du Brésil, de la Russie, de l'Inde, ... mais cela représente ...

plus de 3 milliards de personnes qui aspirent à un niveau de vie plus élevé,
plus de 3 milliards de personnes qui veulent plus de nourriture, d'énergie, plus de soins de santé

Imaginez les challenges, imaginez les opportunités !

Le paradoxe est complet lorsque vous réalisez que la meilleure des nouvelles serait que ces pays émergents, en surchauffe économique, voient leur croissance ralentir (voir The Economist 24 mai 2008).

C'est tellement vrai que les banques centrales de ces pays doivent, au contraire des nôtres, absolument serrer leur politique monétaire ce qui signifie des taux d'intérêts plus hauts et des devises qui s'apprécient par rapport au USD et l'Euro.

■ Cette fois, C'EST différent !

Bien entendu, chaque crise est toujours un peu différente des précédentes.

Dans ce cas-ci, certains prix n'ont pas baissé, bien au contraire, et vous savez sans aucun doute à quoi nous faisons allusion.

Les prix des matières premières, en général, ont énormément monté, et plus particulièrement celui du pétrole qui a quadruplé sur les trois dernières années et des produits agricoles dont l'insuffisance crée des problèmes de nutrition des plus pauvres.

Là aussi les challenges et les opportunités sont énormes.

Aux USA et en Europe, nous pensons que le resserrement du crédit devrait malgré tout peser sur l'inflation. Comme on vous l'a dit plus haut, l'inflation est probablement plus un problème pour le monde émergent.

Quoi qu'il en soit, l'inflation est l'inquiétude du moment et les meilleurs filets de sécurité sont ...

* **les obligations liées à l'inflation** (inflation-linked bonds) pour les placements à revenu fixe et surtout

* **les actions de sociétés ...**

1. **qui ont une présence globale,**
2. **qui génèrent des cash-flows libres, ce qui les rend peu dépendantes du crédit,**
3. **qui ont des positions de marché dominantes et donc le pouvoir d'imposer les prix,**
4. **qui ont des perspectives de croissance grâce aux challenges et aux opportunités dont il est question ci-dessus,**
5. **toujours à des valorisations raisonnables.**

En fait, notre thème principal après la tempête est que **VOUS DEVEZ INVESTIR** sur les marchés, à travers votre travail, vos investissements ou les deux; à défaut de quoi vous ferez probablement face à des rendements négatifs.

Aversion aux risques et inaction seront synonymes de rendements faibles voir négatifs et d'une baisse du pouvoir d'achat.

Un esprit d'entreprise et une capacité à supporter des risques signifieront inévitablement de la volatilité mais aussi des rendements élevés.

Ne pas prendre de risques est clairement le plus gros risque de tous !

En conclusion, où voyons-nous de la valeur ?

Chez CapitalatWork, nous pensons que...

1. il n'y a **Pas de Valeur** dans les obligations gouvernementales après que la fuite vers la qualité a poussé les taux à des niveaux parfois absurdement bas. Seule exception potentielle dont on parlait plus haut: les obligations liées à l'inflation,

