



Norman Raschkowan

Une rechute dans la récession est peu probable

Les marchés financiers ont été une source constante d'émotions fortes pour les investisseurs au cours des derniers mois. Leur plongeon en mai et juin, et leur remontée par la suite en juillet ont ébranlé la confiance.

C'est pour cette raison que les fonds du marché monétaire continuent d'attirer des placements, et ce en dépit du rendement négligeable qu'ils rapportent. Selon un vieux dicton en cours sur Wall Street, « un marché haussier grimpe un mur de préoccupations »; aux yeux des investisseurs, ce mur ressemble actuellement davantage à une montagne.

relance qui ont surtout évité que la « Grande récession » ne dégénère en quelque chose de pire. Les statistiques économiques étaient certes mitigées, mais les investisseurs se sont concentrés sur les aspects négatifs – le risque de défaut sur la dette souveraine en Europe ou le resserrement du crédit qui pourrait torpiller la croissance de l'économie chinoise.

Comme on s'y attendait, la croissance de l'économie mondiale a été tirée par les économies en développement d'Asie et d'Amérique latine. L'économie chinoise en plein essor a enregistré un taux de croissance de 10,3 %, tandis que la Corée, Singapour et Taïwan ont crû à un taux encore plus élevé. En Amérique du Nord, l'économie qui avait été en croissance rapide durant les six premiers mois a ralenti durant le deuxième trimestre lorsque la reconstitution des stocks a pris fin. Le taux de croissance de 2,4 % de l'économie américaine et de 3 % de l'économie canadienne étaient malgré tout raisonnables et conformes à notre opinion selon laquelle les économies développées font face à une période prolongée de croissance modérée. En Europe, les résultats ont en général excédé les attentes; l'économie britannique s'est accrue à un taux annuel de 4,5 % au cours du trimestre, et le taux de chômage en Allemagne a chuté à son plus bas en deux ans, car la faiblesse de l'euro a dopé la demande d'exportations.



L'économie – Des données mitigées alimentent les craintes de rechute dans la récession

Le problème de la reconstitution à la suite de la crise du crédit de 2008 a été au cœur des préoccupations lorsque les gouvernements ont commencé à sevrer l'économie mondiale des massifs programmes de relance budgétaire et monétaire. Ce sont ces programmes de

Aux États-Unis, le taux d'épargne personnel se rapproche de sa moyenne sur 50 ans, soit 6,9 %



Source : Bloomberg



Les investisseurs ont cependant fixé leur regard sur le taux de croissance poussive de 1,6 % de la demande des consommateurs, sur l'augmentation du nombre des saisies de logements hypothéqués et la chute des ventes d'anciens logements à 330 000 (taux annuel) en juin, et ce en dépit des taux hypothécaires qui sont à un bas record. La piètre situation dans le logement et la croissance limitée de l'emploi ont refroidi la confiance des consommateurs et provoqué le désendettement continu des ménages et la remontée du taux d'épargne à 6,2 %. La croissance anémique du crédit parmi les investisseurs et les entreprises est un grand sujet de préoccupation aux yeux de certains experts; quant à moi, je considère que c'est une étape positive vers l'établissement d'une fondation plus robuste pour la croissance future.



et aux États-Unis sont contrebalancés par une politique de crédit facile; le taux de rendement des bons à deux ans du Trésor américain, qui est un indicateur de la politique de la Fed, a atteint un nouveau bas. Cela est important, parce que le seul cas récent de double récession aux États-Unis (1980-1982) avait été provoqué par les mesures énergiques adoptées par la Réserve fédérale pour juguler l'inflation. D'autres facteurs encourageant une perspective plus constructive comprennent :

- Les solides bénéfiques des sociétés : les bénéfiques prévisionnels pour le S&P 500 sont en hausse de près de 35 % cette année, et on prévoit qu'ils s'accroîtront de 15 % en 2011.
- Les prix des matières premières industrielles : les prix de produits de base clés sont toujours considérablement plus élevés qu'en juin 2009 (le pétrole +13 %; le cuivre +47 %; le nickel +38 %).

Croissance de la masse monétaire en Chine : En ralentissement, mais robuste



Source : Bloomberg

Le resserrement du crédit en Chine et les budgets d'austérité introduits par bon nombre de gouvernements en Europe semblent aussi accroître le risque d'une double récession. Il faut, toutefois, replacer ces initiatives dans leur contexte. La Chine est en train de retirer une partie des programmes de relance afin d'éviter la création d'une bulle spéculative dans l'immobilier, mais la masse monétaire (M2) s'accroît toujours à un solide taux de 18 %. Par ailleurs, les effets de la rigueur budgétaire en Europe

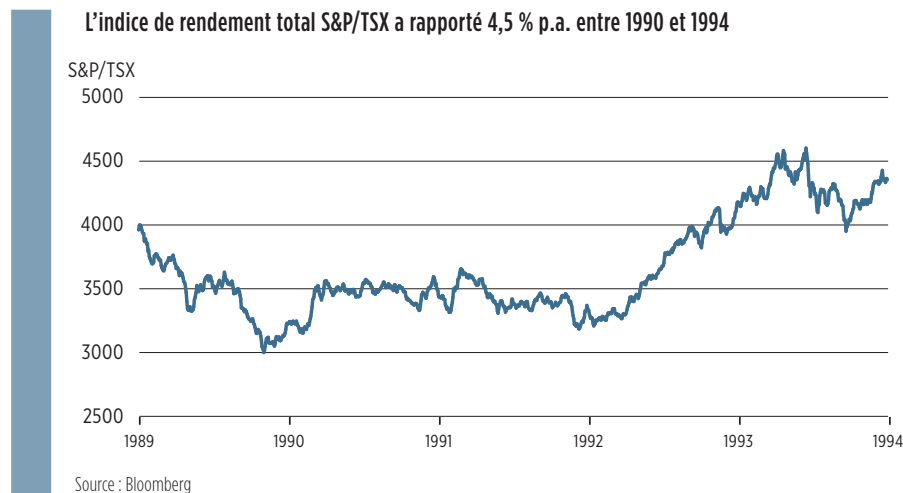
Les banques européennes ont déclenché un redressement après avoir réussi leurs tests de résistance

L'indice MSCI Monde a bondi de 8 % (en \$ US) en juillet; il avait, bien entendu, plongé de 13,1 % en mai et juin. La reprise du marché boursier a été lancée par les résultats des tests de résistance des banques européennes et elle a été soutenue par les bénéfices spectaculaires déclarés par d'importantes sociétés dans le monde entier au deuxième trimestre. Les sociétés se sont tirées de la récession en meilleure situation comparativement à n'importe quelle récession antérieure, et c'était une incitation à l'optimisme. Cependant, le fait que 84 de 91 banques européennes aient réussi leur test de résistance et que celles qui ont échoué sont déjà connues n'est pas vraiment une raison pour pavoiser. Ces tests n'étaient pas particulièrement onéreux, et de nombreuses banques doivent encore reconstituer leur capital et refinancer des dettes colossales arrivant à échéance dans les trois prochaines années.



À quoi faut-il s'attendre maintenant?

Les événements des derniers mois confirment notre opinion selon laquelle les investisseurs ont devant eux une période prolongée de croissance modérée. Les marchés boursiers évolueront sans doute dans une fourchette étroite en suivant une tendance haussière. Malheureusement, la fréquence et l'ampleur des fluctuations du marché resteront probablement alarmantes jusqu'à ce que les craintes de rechute dans la récession s'estompent, que les investisseurs se remettent à faire des placements dans des actifs de longue durée et que la sélection des actions soit le facteur déterminant du rendement de placements plutôt que des considérations d'ordre macroéconomique. En effet, l'expérience des investisseurs à la suite de la dernière récession liée au marché du logement (1990-1991), qui avait annihilé le secteur des caisses d'épargne et de crédit aux États-Unis, pourrait contenir quelques leçons utiles. Le graphique ci-dessous illustre le caractère hésitant de la reprise du marché boursier durant la phase de reconstitution.



Un contexte de bas taux d'intérêt et de croissance modérée profitera aux actions d'entreprises de bonne qualité qui versent des dividendes, comme celles pour lesquelles l'équipe Maxxum montre une préférence. Il faudrait aussi préférer des entreprises de qualité dotées d'un avantage compétitif qui enregistrent une croissance supérieure de leurs revenus et de leurs bénéfices, celles auxquelles les équipes Ivy et Universal accordent une importance primordiale. L'inflation des prix sera probablement jugulée, mais les taux d'intérêt réagiront sans doute aux pressions de l'offre; par conséquent, les portefeuilles de titres à revenu fixe devraient accorder une préférence aux obligations d'État à court terme et aux obligations de sociétés d'excellente qualité. Le risque d'inflation future, provoquée par une stimulation monétaire excessive, rend les obligations à rendement réel attrayantes. L'équipe Sentinelle est bien placée dans toutes les catégories d'actifs à revenu. Le risque d'inflation future encouragera aussi la demande pour des actifs physiques, y compris le lingot d'or et les produits de base; notre famille de fonds Universal propose toute une foule de placements dans ce segment. Pour terminer, les investisseurs canadiens auront tout intérêt à diversifier leurs placements à l'étranger, compte tenu de la croissance supérieure des économies émergentes et de la valeur que présentent des entreprises en restructuration dans les pays développés – Cundill vous donne accès aux deux. ■

