

Bulletin no. 42

“V”, “W” OU RACINE CARRÉE?

En période de grande incertitude et de peur, le marché boursier atteint souvent le creux de son cycle alors que les investisseurs fuient. Et pourtant, il semble bien que, coup sur coup, c'est précisément durant de telles périodes que le prix des actions est à son plus bas et que la prime du risque se trouve à son plus faible, se transformant même en un escompte. Nous nous trouvons ainsi devant un paradoxe bien humain, lorsque l'émotion se confronte à la pensée rationnelle. Nous pouvons certes tirer une leçon valable de la situation, mais il existera toujours un combat perpétuel entre les hémisphères droit et gauche du cerveau. N'avons-nous pas tous été confondus par la chute abrupte du marché et abasourdis par la vigueur de la reprise? Nous apprécions certainement la reprise apparente, et nous pensons qu'il n'y aura pas moment mieux indiqué pour ajuster la composition de votre actif pour les cinq années à venir. Pour les craintifs qui ont tenu ferme, le moment serait bien choisi pour rééquilibrer vos avoirs et réduire votre risque. Et pour ceux qui ont défié les lois de la gravité pour profiter des creux du marché, il pourrait s'agir d'un bon moment pour réaliser quelques profits. Les risques économiques et financiers sont encore très présents, et les inquiétudes pourraient être ravivées en un clin d'œil. Voilà pourquoi un plan quinquennal pour la composition de votre actif devrait être élaboré, et respecté, pour ce laps de temps.

Votre « plan » devrait tenir compte de vos besoins, de votre « nouvelle » tolérance face au risque, ainsi que des tendances générales du marché et de l'économie. Nous vous offrons ici nos idées et perspectives sur l'orientation que prendront ces tendances, et nous vous aiderons également à réévaluer votre degré de tolérance.

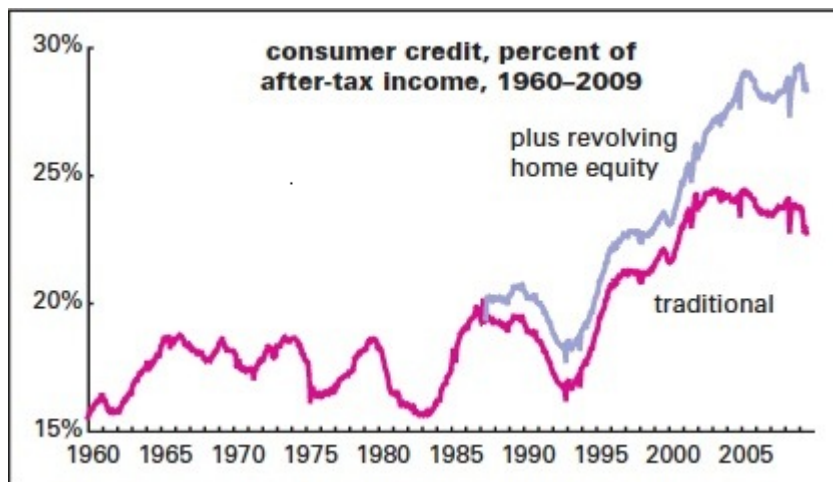
Personne ne peut dire avec parfaite certitude quel sera le comportement des marchés et de l'économie à court terme, mais personne ne devrait non plus faire abstraction des faits : les indices boursiers du monde ont repris près de 50 % de leur valeur par rapport aux récents creux, mais il y a toujours des forclusions, du chômage, des faillites, des banques qui échouent et des déficits publics, à tous les paliers (municipal, provincial ou d'état, et national).

Alors que les données relatives aux forclusions, faillites et échecs de banques s'améliorent, de telles situations se produisent encore, bien qu'à un rythme plus lent. La situation financière de l'administration publique de bien des états américains est des plus précaires et montre bien peu de signes d'amélioration. Jusqu'à tout récemment, la Californie, par exemple, émettait des reconnaissances de dette en guise de remboursements d'impôt et pour payer certains fournisseurs. Et la Californie est la huitième économie en importance du monde! Le taux de chômage a atteint 9,7 % aux États-Unis. Il y a un an, un taux de chômage de 10 % était soit inconcevable, soit la définition d'un désastre économique. Selon le numéro de mai de The Liscio Report, qui traite sur l'état de l'économie, l'histoire nous montre que les crises financières entravent d'ordinaire

la création d'emplois, se traduisant par des pertes moyennes de 6,3 % suivies d'une longue période de stagnation. Si l'on prend décembre 2007 comme point de départ de cette récession, les pertes totales d'emplois atteignent 4,8 % à ce jour. Si nous établissons la médiane selon les modèles historiques, 1,8 millions d'emplois supplémentaires risquent de disparaître aux États-Unis, ce qui pousserait le taux de chômage à plus de 11 %! Il ne faut pas oublier que le chômage coûte très cher à l'État, puisque cela le prive de recettes fiscales tout en le forçant à assumer des versements plus élevés de prestations de chômage – une double déveine. L'État a donc mis en place des programmes de relance pour éviter une telle détérioration en spirale susceptible d'engendrer une déflation ou une dépression. Mais le coût de tels parachutes devra être financé pendant des dizaines d'années à venir et pourrait éroder la valeur du dollar américain, ce qui risque de lui faire perdre sa place comme monnaie de réserve du monde. Cette croyance est partagée par un grand nombre de gens, y compris l'investisseur américain bien connu Jim Rogers, et Bill Gross, qui dirige le Fonds rendement global PIMCO évalué à 169 milliards de dollars.

Pour les consommateurs, les pertes d'emplois ne pourraient survenir à un pire moment. Le crédit à la consommation, en pourcentage du revenu après impôt, a atteint un plateau que nous n'avons pas connu depuis des décennies (tableau 1).

Tableau 1 (États-Unis)



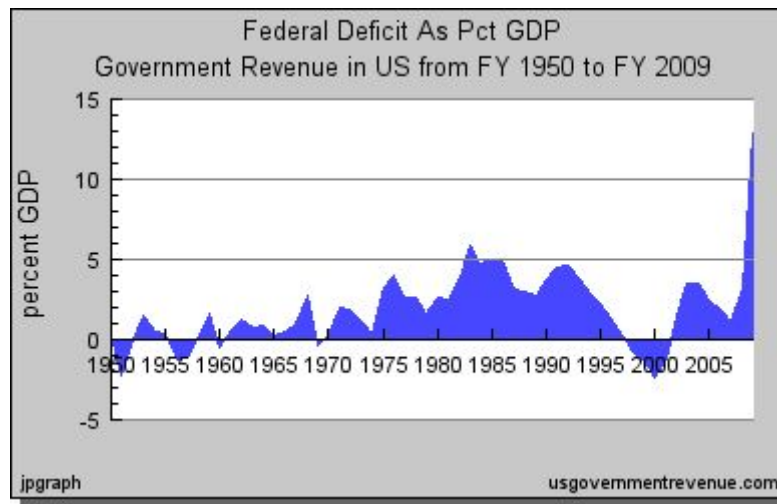
En conséquence, le comportement du consommateur est en train de changer. Pour la première fois depuis des lunes, le consommateur privilégie l'épargne. Cela semble peut-être le bon choix à prendre dans le climat actuel, mais la Réserve fédérale américaine (Fed) a rabaisé les taux d'intérêt à près de zéro dans le but d'encourager la dépense comme moyen de stimuler l'économie. Les consommateurs pourraient aussi bien diriger leurs économies vers les marchés boursiers compte tenu du rendement quasi-inexistant offert par les

comptes de dépôt. Jusqu'à présent, la stratégie de la Fed a bien fonctionné. Nous avons été témoins d'une reprise marquée des financières depuis les creux de mars, ce qui permet à certaines de ces institutions de se refinancer aujourd'hui, en émettant des actions à un prix deux, trois, voire quatre fois plus élevé que les prix réalisés alors que le marché planchonnait. Cela leur permet également de faire croître leurs liquidités et, peut-être, de rembourser une certaine partie des avances consenties par la Banque centrale à un niveau bien moins dilutif. Cette amélioration a aidé à rétablir quelque peu la confiance dans le secteur bancaire, et ce regain de confiance s'est propagé aux autres secteurs survendus.

Mais qu'en est-il de la dette à la consommation? Qui la remboursera? Quand? Comment? La période de désendettement ne fait que commencer, comme le montre le tableau 1. Et ce processus détournera beaucoup d'argent, qui aurait par ailleurs été dépensé, vers le remboursement de dettes, freinant la croissance économique. Cela signifie aussi moins de recettes fiscales pour l'État, qu'il s'agisse de taxes de vente ou d'impôt des sociétés (et à cela, il faut ajouter l'augmentation des coûts liés au chômage, comme nous l'avons déjà expliqué). Soit, le marché boursier a connu une reprise, mais jusqu'à quel point cette reprise est-elle viable? Qu'arrivera-t-il lorsque les programmes de relance instaurés par le gouvernement et la Banque centrale prendront fin? Certains diront que ces programmes devraient être maintenus « aussi longtemps qu'il le faudra... », mais que dire du déficit budgétaire des États-Unis? Et de sa dette globale? Autant de petites questions qui nécessitent de longues réponses. Je vous donne une analogie : imaginez que l'économie a subi une intervention chirurgicale importante d'urgence, au cours de laquelle on lui a injecté une surdose de liquidités, ce qui a permis de la garder en vie, de la sauver en quelque sorte. Maintenant, l'économie est sortie de la salle d'opération, mais elle se trouve encore à l'étage des soins intensifs, nécessitant une dose quotidienne de liquidités pour l'aider à se stabiliser afin qu'un jour elle puisse retrouver sa pleine autonomie. Entretemps, nous devons composer avec les effets secondaires, qui pourraient ne pas être visibles dans l'immédiat, mais qui pourraient se révéler plus réfractaires aux soins prodigués que la crise proprement dite.

L'histoire peut peut-être nous aider à mesurer le risque. Pour l'exercice en cours, le déficit annuel des États-Unis pourrait atteindre la somme faramineuse de 1,8 billion de dollars, soit 13 % du produit intérieur brut (PIB) du pays. À l'exception des années de guerre, le déficit n'a jamais atteint un pourcentage du PIB plus élevé que 6 % (tableau 2). À titre de comparaison, le déficit prévu pour 2009 au Canada, soit 56 milliards de dollars, représente 3,7 % de notre PIB. C'est ce que nous avons qualifié de surdose un peu plus haut.

Tableau 2



Entretemps, la croissance de la dette nationale de certains pays du G7 en pourcentage de leur propre PIB semble être devenue incontrôlable (tableau 3). On ose à peine imaginer les répercussions d'une hausse des coûts de financement d'un ou de deux points de pourcentage!?

Tableau 3

Maintenant, nous devons regarder l'autre colonne du grand livre, où on nous indique le prix que nous aurons à payer... Où trouverons-nous l'argent? Dans le meilleur des mondes, supposons que le déficit courant des États-Unis (également appelé déficit commercial – lorsque le pays importe plus qu'il n'exporte, plaçant un surplus de dollars US entre les mains des pays de qui il achète) soit réinvesti intégralement dans des billets du Trésor américain (environ 400 milliards de dollars), cela représenterait à peine 20 % du manque à gagner. Ensuite, puisque les ménages américains thésaurisent leur argent, devenant des épargnants nets, ce qui est le cas pour la première fois en des années, supposons que ces mêmes ménages investissent eux aussi toutes leurs économies dans des billets du Trésor américain. Disons, au mieux, 500 milliards de dollars. Il reste toujours un manque à combler de 900 milliards de dollars, et ça, c'est pour 2009 uniquement. Que pourrait-on faire d'autre? Bien entendu, on peut réduire les dépenses – la matière première de la reprise actuelle – particulièrement les dépenses d'infrastructure pour remplacer les emplois perdus dans le secteur de la fabrication. On peut aussi hausser les impôts, ce qui aurait pour effet de réduire davantage les dépenses des consommateurs et produirait un effet économique contraire au but visé. Ou encore, on peut imprimer de l'argent et espérer que la dilution ou dévaluation ne viendra pas alimenter l'inflation et, par conséquent, rendre le coût du financement hors de portée. D'un point de vue politique, ce dernier choix pourrait être plus facile à digérer, du moins à court terme. Laisser la masse monétaire croître pourrait ressembler à un baume, mais l'effet serait transitoire, un peu comme un anti-inflammatoire qui soulage temporairement un mal. Cela ne guérit rien, mais ça estompe la douleur pour un temps, vous donnant un peu de répit. Or il existe toujours un risque d'abus, et tout abus peut entraîner des dommages permanents. Alors que cette solution à court terme sans douleur pourrait sembler la plus tentante pour un politicien, elle est malhonnête à plus long terme pour les contribuables, puisqu'elle peut devenir un outil pervers permettant en fait de confisquer, littéralement, une part importante de la richesse des citoyens du pays (détérioration du pouvoir d'achat).

Les gouvernements et les citoyens se trouvent ainsi entre l'arbre et l'écorce. Il est possible de rééquilibrer l'économie, mais il faudra être patient. La faiblesse de la croissance économique se répercute sur la croissance des bénéfices, ce qui a pour effet de réduire les coefficients de capitalisation des bénéfices (ratio cours/bénéfices). Dans quelques années, lorsque réapparaîtra l'inflation, provoquée par les travaux d'infrastructure subventionnés qui se déroulent partout dans le monde ou par la dévaluation du dollar américain, ou les deux, les coûts d'exploitation tout comme les coûts de financement augmenteront, contraignant les marges et freinant la croissance du bénéfice. Les rendements dans les deux chiffres sont peut-être chose du passé...

Il se peut que le marché connaisse une reprise d'aspect creux-plateau (ou « racine carrée ») plutôt qu'une reprise typique en « V ». L'histoire nous montre bien combien les dépenses abusives et l'accumulation de déficits peuvent

perturber le marché. Prenez la période entre 1973 et 1982, par exemple, comme le montre le tableau 4.

Tableau 4



Entre 1968 à 1973, après que l'étalon-or ait été supprimé, l'emprunt est devenu plus accessible. Ajoutons à cela une flambée démographique importante, et voilà que l'expansion économique a fait grimper les prix (inflation) jusqu'à ce qu'un endettement trop élevé entraîne inévitablement un effondrement, ce qui s'est produit en 1974. Après une baisse de près de 47%, "L'urgence" injecte une petite dose de « médicaments », et les marchés sont repartis à la hausse, mais la croissance des bénéfices a été enrayée par l'inflation croissante (ou la hausse des coûts). Le S&P 500 n'a réussi à surpasser ses sommets de 1973 qu'en 1980 alors que le TSX a dépassé ses niveaux de 1973 en 1979.

L'histoire nous montre que le marché canadien surperforme ceux de nos voisins du Sud dans un contexte inflationniste, puisque son indice boursier, le TSX, est fortement pondéré en produits de base. Aujourd'hui, la mondialisation, aidant peut-être à contrer la vigueur de la croissance démographique des années 1970 et 1980, et la détermination des pays du G20 à résoudre les déboires financiers du monde, font que des billions de dollars cheminent progressivement vers des projets d'infrastructure aux quatre coins du globe. Source importante et sûre de matières premières, le Canada est donc bien placé pour tirer parti de cette expansion. C'est pourquoi le prix des produits de base s'est redressé aussi fortement, à l'instar du secteur financier. Il y a tout juste un an, les pays émergents payaient 4 \$ la livre pour du cuivre. Soudainement, l'hiver dernier, le prix de ce même cuivre avait chuté à 1,50 \$ la livre. Aujourd'hui, le prix oscille autour de 2,75 \$ livre, une forte hausse, mais nous nous demandons si une bonne partie de cette demande n'a pas été provoquée par la mise en réserve. Si c'est le cas, la demande ralentira, et les prix pourraient frapper un plateau jusqu'à ce que les stocks soient épuisés. Un tel contexte pourrait retarder l'arrivée de l'inflation, maintenir les taux d'intérêt à leur faible niveau actuel, et peut-être nous donner assez de temps pour relancer l'économie

et financer tout cet endettement supplémentaire à un prix raisonnable. Un tel contexte pourrait aussi entraîner une correction des prix si nous avons des surplus de stocks. Certains experts du secteur pétrolier croient en effet qu'il existe une surabondance de pétrole et que les prix pourraient chuter à aussi peu que 30 \$ le baril d'ici la fin de 2009! Qui a raison? Qui a tort? Qui sait?!

CONCLUSION

Dans notre bulletin précédent, nous avons déclaré qu'il y avait simplement trop de variables pour nous permettre de décider si les interventions des gouvernements et des banques centrales suffiraient à assurer une reprise menée par le secteur financier. Nous nous sommes donc concentrés sur les résultats économiques que produiraient vraisemblablement sur le système bancaire, les programmes de relance économique sans précédent. Nous avons conclu que, peu importe l'efficacité des interventions, le résultat probable serait, tôt ou tard, l'inflation. L'inflation pourrait être autant le résultat d'une économie en plein essor, s'alimentant des excès de stimulant alors qu'il pourrait également être la conséquence d'une dévaluation marquée et rapide de la devise. La première éventualité pourrait être perçue comme un cancer guérissable, la deuxième comme un diagnostic de dystrophie musculaire dégénérante, au cours de laquelle les coûts tout autant que la douleur croîtraient de façon exponentielle (pour l'économie, il s'agirait de stagflation). Par conséquent, dans le cadre de notre stratégie de placement, nous avons suggéré de privilégier les placements dans les secteurs sensibles à l'inflation pour le compartiment actions de votre portefeuille, afin de mieux préserver votre pouvoir d'achat à long terme. Nous avons également mis l'accent sur l'importance des titres producteurs de revenu, dans la mesure où les versements étaient réputés stables et durables. Nous recommandons aussi d'échelonner les échéances entre un et cinq ans pour le compartiment de titres à revenu fixe. Six mois plus tard, la réalité est que la performance des actions a surpassé celle de toutes les autres catégories d'actifs. Espérons que votre patience aura été récompensée... Cette stratégie devrait être maintenue.

Votre plan quinquennal doit tenir compte de ce qu'était votre seuil de tolérance au moment de la crise financière. Comme une récession en cascades est possible et que personne ne rajeunit, la préservation du patrimoine que vous vous êtes constitué devrait être votre objectif premier. Nous avons été fortunés en ce que nous avons pu recouvrer une part importante de nos pertes, et nous sommes en présence d'une conjoncture économique qui a été temporairement « soulagée » grâce à une injection du poison (l'endettement) qui l'a, à l'origine, rendue malade. Nous savons assurément qu'il serait loin d'être sage de mettre tous nos œufs dans le même panier. Il ne serait donc pas logique de placer tous nos fonds dans des titres à revenu fixe, surtout étant donné que les taux d'intérêt actuels jouent autour de 1 % à 3 %. Les banques centrales mettent tous leurs efforts à nous convaincre d'investir dans le marché boursier et de dépenser en maintenant les taux d'intérêt à des niveaux aussi faibles. Qui aurait cru que nous serions enchantés d'avoir dans notre REER des CPG rapportant 4 %? Et qui sait? Nous serons peut-être heureux d'obtenir 3 % dans un an ou deux! Donc,

nous investirons, mais avec une grande prudence. Si vous êtes à l'aise quant à la composition actuelle de votre portefeuille, il faudrait veiller à ce que le compartiment actions se compose de placements diversifiés axés sur la production de revenus. Les titres de sociétés lourdement endettées qui ne versent pas un dividende important pourraient se révéler une bonne source de fonds si vous voulez réduire votre risque tout en augmentant votre compartiment de titres à revenu fixe. Prenez toutefois garde : ces titres pourraient aussi vous procurer une bonne protection contre l'inflation. Je pense ici aux titres aurifères ou de métaux de base ou à ceux du secteur agricole. Vous pouvez ajuster vos pondérations en fonction de votre « nouvelle » zone de confort.

RÉPARTITION DE L'ACTIF

Portefeuille de revenu

Avril 2009 Oct 2009

20%	20%	LIQUIDITÉS (OÉC, OÉQ, B.duT.)
50%	50%	REVENU FIXE (OBLIGATIONS)
10%	10%	DÉBENTURES CONVERTIBLES ET AUTRES TITRES À REVENU
15%	15%	ACTIONS
5%	5%	TITRES ÉTRANGERS

Portefeuille équilibré

Avril 2009 Oct 2009

20%	20%
30%	30%
10%	10%
35%	35%
5%	5%

Sources:

Gartman Letter

Globe and Mail

Financial Post : Dividend growers drive August 11th, 2009

The New York Barrons

Thomson Reuters

BMO Nesbitt Burns Research

BMO Capital Markets Equity Research Canada

Basic Points

Before the Bell

John Mauldin, The hole in FDIC 18 sept 2009

John Mauldin, The statistical recovery 24 juillet 2009, partie 2 le 14 août 2009 et partie 3 le 21 août 2009.

John Mauldin, The element of deflation 4 sept. 2009

John Mauldin, Investors insight, 10 août 2009 & 14 sept. 2009

Fed's monthly consumer credit (G. 19) release commercial Banks in the U.S. (H8) The Liscio Report (Tableau #1)

JPGraph usgovernmentrevue.com (Tableau #2)

Banque du Canada (Tableau # 3)

A Square-Root Recovery (S& P 500 – 1973 to 1982) (Tableau #4)

* Extrait de la publication intitulée Portefeuille Dirigé D'Actions Canadiennes, Septembre 2009.

Les opinions, estimations et projections contenues dans ce document ont été établies par l'auteur à la date indiquée. Elles sont sujettes à changement sans préavis et ne reflètent pas forcément celles de BMO Nesbitt Burns Inc. («BMO NBI»). Tous les efforts ont été faits pour assurer que le contenu est tiré de sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. BMO NBI peut cependant disposer d'information n'y figurant pas. Toutefois, ni l'auteur ni BMO NBI ne peut donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peut être tenu responsable des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. Ce document n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'achat de titres quels qu'ils soient, et ne devrait pas être considéré comme tel. BMO NBI, ses sociétés affiliées et/ou leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent à l'occasion acheter, détenir ou vendre les titres mentionnés ici en qualité d'agent ou pour leur propre compte. BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd («BMO Nesbitt Burns») peuvent, pour leur propre compte, acheter aux clients ou vendre à ceux-ci des titres d'émetteurs mentionnés ici. BMO Nesbitt Burns, ses sociétés affiliées, leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent avoir une position acheteur ou vendeur à l'égard de ces titres, des titres connexes ou des options, contrats à terme ou autres instruments dérivés. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs assurer des services de conseils financiers ou de prise ferme pour des sociétés émettrices mentionnées ici et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. Une relation de crédit importante peut exister entre la Banque de Montréal ou ses sociétés affiliées et certains des émetteurs. BMO NBI est une filiale en propriété exclusive de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée, elle-même filiale indirecte de la Banque de Montréal. Tout résident des Etats-Unis souhaitant effectuer des opérations sur des titres dont il est question ici doit le faire par l'intermédiaire de BMO Nesbitt Burns Corp. et/ou BMO Nesbitt Burns Valeurs mobilières Ltée.



Si vous êtes déjà client de BMO Nesbitt Burns, veuillez contacter votre conseiller en placement pour obtenir de plus amples informations.