

## Bulletin no. 41

### LE POINT D'INFLEXION ?

Si l'histoire peut nous servir de guide, nous devrions pouvoir faire la distinction entre l'économie et les marchés boursiers, les extravagances des ingénieurs financiers de Wall Street et les réalités qui s'attaquent à monsieur tout-le-monde, les décisions de placement émotives et les choix rationnels et avertis. Ces jours-ci, tous les indices économiques ont déraillé, semble-t-il, et la situation ne cesse d'empirer, que l'on parle des dépenses de consommation, des reprises de propriétés, des faillites d'entreprises, des programmes de sauvegarde pour éviter les échecs de banques, d'un taux de chômage à la hausse et j'en passe... Nous semblons tout à fait coincés dans une spirale descendante sans fin qui s'alimente sur elle-même. Le pessimisme est à son pire, les marchés boursiers sondent les bas-fonds. Et tout cela se produit dans la foulée d'une période de croissance phénoménale qui a duré plus de 25 ans. En 1980-1981, les taux d'intérêt ont atteint un sommet oscillant autour de 20 % en conséquence d'une lutte ardue et assidue contre l'inflation. L'épargne était la chose à faire. La consommation se limitait à l'essentiel. Et ainsi a-t-on réussi à vaincre l'inflation. Or, pour relancer l'économie, il fallait reprendre le goût de dépenser, mais d'une façon contrôlée, de façon à se protéger contre une nouvelle flambée inflationniste. Une nouvelle tendance s'est donc installée et, outre certains petits redressements à la hausse maîtrisés par l'inflation en cours de route, les taux n'ont cessé de reculer depuis. Les consommateurs ont fait volte-face, passant de l'épargne à la dépense, dont l'aboutissement a été la récente bulle immobilière, source de la crise actuelle. Si les attentats du 11 septembre n'avaient pas eu lieu, les taux auraient possiblement recommencé à grimper plus tôt, ce qui aurait peut-être permis d'éviter une crise de cette ampleur. Mais mon intention ici n'est pas de ressasser les origines du pétrin dans lequel nous nous trouvons maintenant. Nous avons traité du sujet en long et en large lors de notre précédent bulletin. J'aimerais plutôt comparer la crise actuelle à des crises précédentes pour tenter d'établir un parallèle, essayer d'apprendre du passé afin de pouvoir établir une stratégie de placement logique et appropriée qui nous permettra de relever les défis économiques qui viendront et de tirer parti des réactions du marché.

Qui d'entre vous a entendu parler de la « Longue dépression » des années 1870, qui tirait son origine de la « Panique de 1873 »? Pas beaucoup, je parie. Mais vous avez en revanche sûrement tous entendu parler de la « Grande dépression » des années 1930 qu'a provoqué le krach boursier d'octobre 1929. Entre ces deux événements est survenue la Panique bancaire américaine de 1907, qui a pu être résorbée grâce à l'intervention du financier J.P. Morgan (qui a en quelque sorte établi le précurseur de la banque centrale américaine) ce qui lui a valu, pour un temps, reconnaissance et respect. Toutes ces crises avaient été alimentées par l'abus du crédit et se sont traduites par une contraction des dépenses. Les statistiques montrent que le taux de chômage atteignait 50 % dans les années 1870 contre 25 % dans les années 1930, mais la Grande dépression a duré plus longtemps. En fait, il a fallu que la Seconde Guerre mondiale éclate pour y mettre un terme, alors que tous devaient mettre la main à la pâte et que personne ne pouvait dépenser. La pénurie de toutes

sortes de biens a entraîné le rationnement généralisé. Après la guerre, les consommateurs qui, bien malgré eux, avaient économisé, se sont retrouvés les poches pleines et ont recommencé à bâtir le rêve américain.

La réputation de M. Ben Bernanke, président de la Réserve fédérale américaine, tient de sa thèse sur la politique monétaire, plus particulièrement de la politique monétaire à l'époque de la Grande dépression. À cette époque, la Fed ne pouvait élargir la politique monétaire suffisamment pour « reliquéfier » le système financier, en partie à cause des limitations imposées par l'étalon-or (minimum de réserve d'or par rapport à la monnaie en circulation) qui ont prolongé la Grande dépression. L'abandon de l'étalon-or en 1968 a déclenché une expansion de la masse monétaire, entraînant une inflation et créant un marché alimenté par le secteur primaire. C'était l'époque des « Nifty Fifty » (comme on surnommait les 50 titres sûrs à forte capitalisation les plus populaires) qui a persisté, bon an, mal an, jusqu'en 1980, hormis l'inflexion marquée de 1973-1974, lorsque le marché a cédé pas moins de 43 % (ça vous rappelle quelque chose?). La seconde moitié du cycle, soit de 1974 à 1980, n'a pas été multisectorielle comme les taux d'intérêt avaient repris leur ascension pour contrer les pressions inflationnistes, limitant les dépenses de consommation. Les matières premières et les biens de consommation courante étaient à peu près tout ce qu'il y avait de bon. Dans le contexte économique actuel, il semble de la Fed, qui n'est plus limitée par l'étalon-or, imprime des billets et sabre dans les taux d'intérêt pour tenter de persuader le consommateur à dépenser, ce qui stimulerait une reprise. Or, les consommateurs frileux semblent privilégier l'épargne à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière et de l'effondrement de la bourse. Limitées par des bilans malsains et de piètres portefeuilles de prêts, les banques se montrent réticentes à délier les cordons de la bourse, même si les banques centrales ont retranché les taux d'intérêt à près de 0 %

Pour réamorcer les mouvements de capitaux, le Trésor américain a créé un mécanisme – la banque-dépotoir – qui permettra le rachat de certains actifs toxiques détenus par les banques pour assainir leur bilan. Éventuellement, les activités de prêt reprendront, tout comme la croissance des dépenses des entreprises et des consommateurs. Historiquement, les marchés boursiers escomptent toute reprise économique bien à l'avance. Voilà pourquoi nous ne pouvons nous laisser piéger par les indicateurs économiques pessimistes, comme la plupart accusent un retard par rapport au marché.

Wall Street a connu sa juste part de mauvaise presse ces derniers mois, comme ce fut le cas durant toutes les crises précédentes. Dans la vie de tous les jours, des millions d'emplois disparaissent alors que les « princes » de Wall Street – dont les sociétés sont tirées de la faillite grâce à l'argent des contribuables – touchent des bonifications extravagantes. Ça cloche, ne croyez-vous pas? Vous voyez l'erreur, pas eux. Oh! que non. Mais ce n'est pas étonnant, n'est-ce pas? Lorsqu'on est aveugle, il n'est pas étrange de ne pas voir clair! L'appât du gain, voilà leur principale motivation. Toutefois, grâce au président Obama, ces primes pourraient fort bien être imposées à un taux de 70 %, voire 90 %. D'autres « dirigeants » n'ont même pas pris la peine de se déclarer des primes... non, ils n'ont qu'empoché l'argent, puis concocté des états

financiers abusifs pendant plus de dix ans, représentant plus de 50 milliards de dollars US. Tout aussi répugnant qu'incroyable! Ce genre de tromperie à la Madoff contribue difficilement à rétablir la confiance des investisseurs... Chose certaine, personne ne niera le besoin désespéré de resserrer la réglementation à tous les niveaux. Mais entre-temps, le flux incessant de mauvaises nouvelles économiques et la mise au jour de manœuvres frauduleuses pourraient fort bien déclencher des réactions émotives qui se répercuteront sur votre comportement d'investisseur. Cela peut représenter tout un défi que de conserver son sang-froid dans un contexte aussi déprimant. Mais peu importe vos réactions, il est maintenant plus important que jamais d'évaluer l'effet qu'auront éventuellement les interventions massives des gouvernements et des banques centrales. En termes simples, deux issues sont possibles : ou bien ça passe, ou bien ça casse.

Mais d'abord et avant tout, nous pouvons affirmer que MM. Obama et Bernanke sont déterminés à redresser l'économie si l'on se fie à tout l'arsenal de moyens financiers déployés par les deux hommes : taux d'intérêt nuls, 700 milliards en programme d'aide pour actifs en difficulté (TARP), un billion (mille milliards) de dollars en facilité de prêt pour les titres adossés à des actifs (TALF), des réductions d'impôt, des programmes de dépenses d'infrastructure, l'assouplissement quantitatif qui permet de contenir les taux d'emprunt et hypothécaires – voilà autant de mesures qui finiront par tracer leur chemin dans l'économie, éventuellement. Toutefois, les marchés boursiers réagissent et anticipent la situation bien avant que les effets réels se fassent sentir. C'est pourquoi il est essentiel de savoir exactement quels secteurs de l'économie profiteront le plus de ces interventions. Les sommes massives injectées dans le système bancaire doivent aboutir dans les entreprises pour alimenter toute reprise économique. Sans un système bancaire stabilisé et fonctionnel, il n'y aura aucune reprise. Les banques représentent donc les meilleurs indicateurs d'une reprise bien amorcée. Mais d'où viendra la demande? La question à se poser est la suivante : où les gouvernements investissent-ils? La réponse, en ce moment, est en projets d'infrastructure. Étant donné le ralentissement économique généralisé qui sévit depuis quelques mois, les dépenses d'infrastructure constituent aujourd'hui un phénomène mondial. Ainsi, à mesure que les fonds sont dispensés pour financer ces projets, la demande pour les matériaux et les produits énergétiques recommencera à grimper. Cependant, le ralentissement a freiné les dépenses en immobilisations nécessaires pour accroître la capacité, ce qui aura pour résultat une demande excédentaire, poussant les prix à la hausse, et entraînant éventuellement une inflation.

En d'autres termes, la réussite du plan du gouvernement entraînera le retour de l'inflation comme la demande surpassera la capacité, ce qui nous ramènera là où nous nous trouvions en juillet dernier. Mais si tous ces stimulants et toutes ces interventions ne parviennent pas à rétablir la confiance des consommateurs et des investisseurs? Qu'arrivera-t-il alors? Qu'arrivera-t-il si les inventaires continuent de s'accumuler, et si le taux de chômage ne cesse de grimper? Nous aurons imprimé (donc, dilué) tous ces billets, augmenté notre déficit, haussé la dette nationale que devront acquitter les générations futures... tout cela pour rien? Est-ce que cela ne provoquerait pas le désordre public, des bouleversements politiques? Et que vaudrait alors le billet vert?

L'inflation est d'ordinaire alimentée par une expansion économique prolongée, alors que la demande surpasse éventuellement la capacité et fait grimper les prix. Mais l'inflation peut également se solder par la dévaluation d'une devise. De nombreux pays de l'Amérique du Sud ont soufferts de dévaluations importantes par le passé, les gouvernements étant incapables de respecter leurs obligations. Une dévaluation de 50 %, par exemple, avait une incidence inflationniste de 100 %. Autrement dit, il fallait dépenser deux fois plus d'argent pour acheter le même produit. Or, certains de ces pays ont connu une inflation de plus de 1 000 %. Le point que je tiens à faire, ici, est que si les interventions et mesures actuelles des gouvernements ne fonctionnent pas, la dévaluation et l'inflation deviennent des scénarios tout à fait plausibles.

Par conséquent, peu importe l'issue, il y a de fortes chances que l'inflation se manifestera tôt ou tard. À choisir entre deux maux, M. Bernanke préférerait sûrement l'inflation à la déflation, puisque l'inflation est remédiable.

### **Le fardeau de la dette**

La récente ruée vers les valeurs sûres a poussé la demande pour l'argent et le papier à court terme vers des sommets sans précédents, atteignant plus de 8 billions de dollars US. Quand – si – tous ce capital reviendra en circulation, cela pourrait créer une frénésie d'achat qui forcerait les vendeurs à découvrir à couvrir leurs positions. Il conviendrait de profiter d'une telle période favorable pour rééquilibrer votre portefeuille comme nous pensons que la capacité de l'État de financer la reprise deviendra douteuse. Je m'explique. Si les marchés boursiers s'améliorent considérablement et que la confiance des investisseurs et des consommateurs se rétablit, la Fed craindra qu'une nouvelle bulle ne soit créée. Elle mettra fin à sa politique monétaire souple, et le taux d'inflation commencera à grimper pour amortir le risque d'une demande excessive et d'inflation. Ces mesures auraient pour effet d'augmenter le coût de financement de l'énorme déficit croissant, ce qui pourrait tuer la reprise. En revanche, puisque nos gouvernements et nos banques centrales sont déterminées à intervenir autant, et aussi longtemps, qu'il le faudra pour stimuler l'économie, la taille pure et simple du déficit croissant suscitera de l'inquiétude quand à leur capacité de financement. Déjà, récemment, le Royaume-Uni a peiné à trouver des acheteurs pour des bons que le Trésor britannique a émis, n'ayant réussi à placer que 93 % de son offre.

Si le déficit américain atteint 2 billions de dollars en 2009, comme le prédisent de nombreux économistes, qui achètera tous ces bons du Trésor? Remettons-nous en contexte : 2 billions de dollars par année, cela équivaut à près de 40 milliards de dollars par semaine. De plus, près de 33 % de la dette publique vient à échéance au cours de l'année civile 2009. En conséquence, le gouvernement américain émet à hauteur d'environ 160 milliards de dollars d'instruments de dette par semaine à l'heure actuelle. Bien que les fonds à court terme coûtent à peu près 0 % aujourd'hui, le Trésor américain est confronté à d'immenses risques de refinancement : des taux d'intérêt plus élevés ne feront qu'augmenter le fardeau de la dette.

Le Japon et la Chine sont demeurés des acheteurs très importants d'obligations du Trésor américain, tant et aussi longtemps que les consommateurs américains ont continué à acheter les produits de ces pays. Or, l'excédent commercial des deux pays se repliant, leur capacité de continuer à acheter ces instruments s'estompe. Il y a deux ans, alors que le déficit américain atteignait 200 milliards de dollars, il était intégralement financé par des étrangers – à hauteur de près du tiers (approx. 70\$ milliards) par la Chine à elle seule. Maintenant que le déficit a décuplé, la Chine pourra-t-elle maintenir sa part? Les pays étrangers ne peuvent assumer la totalité du déficit. C'est pourquoi la Fed a recours à « l'assouplissement quantitatif », c'est-à-dire qu'elle « monétise » la dette de l'État ou, en bon français, elle fait tourner sa planche à billets à plein régime. La récente intervention de la Fed, qui a acheté pour 1 billion de dollars en instruments de dette, ne sera que la première d'une série, selon plusieurs. L'étendue de l'assouplissement quantitatif dépendra de la vitesse et de l'ampleur de la reprise. Les recettes fiscales commenceraient à remonter, tout comme les taux d'imposition, en toute vraisemblance. Le triple défi de l'inflation, des taux d'intérêt plus élevés et des impôts à la hausse confronterait alors le revenu disponible des consommateurs. La route devrait donc se révéler longue et tortueuse avant que le consommateur ne retrouve son plein pouvoir d'achat. Et la situation sera reflétée dans la croissance des bénéficiaires de sociétés et la reprise des marchés boursiers.

## **CONCLUSION**

L'inflation n'est pas favorable à tous les secteurs de l'économie. À mesure que les coûts grimpent, les marges se resserrent. Par ailleurs, pour contrer l'inflation, les taux d'intérêt ont tendance à augmenter, rétrécissant encore davantage les marges. Même si ce n'est pas demain la veille que nous verrons tout cela, dès que la première étape de la reprise sera entamée, il vous faudrait réévaluer la composition de votre actif pour privilégier les placements à revenu fixe et adopter des placements en actions dans les secteurs sensibles à l'inflation. L'or, l'énergie, les produits agricoles, les métaux de base, les compagnies industrielles reliées à l'infrastructure et les produits de consommation de base sont tous avantagés dans une telle conjoncture.

Au cours des 30 dernières années, nous avons vu les taux d'intérêt chuter de 20 % à 0 %, et l'inflation glisser de 12 % à 0 %. En périodes de désinflation, il est tout à fait approprié d'augmenter son exposition aux actions, étant donné les réductions de coûts et les élargissements de marges. Mais alors que nous amorçons maintenant une période de reflation, nous pensons qu'il serait sage d'augmenter le volet à revenu fixe de votre portefeuille, même si actuellement les taux d'intérêt sont très faibles. Si vous pouvez tolérer les pressions boursières actuelles, il serait préférable d'accroître le compartiment de titres à revenu fixe après la première pointe à la hausse, laquelle sera menée par les banques. Ensuite, il conviendrait de réduire le compartiment d'actions en fonction de votre profil d'investisseur, tout en tenant compte du risque inflationniste. Les titres sensibles aux taux d'intérêt (comme les financières et les services publics) éventuellement perdront de leur attrait et devraient représenter une bonne source de fonds pour élargir le compartiment à revenu fixe. Entre-temps, nous nous trouvons peut-être au début d'une importante période de consolidation, étant donné les

valorisations attrayantes et les faibles taux d'intérêt pour les compagnies financièrement solides. Investissons donc en modération et maintenons le cap!

## RÉPARTITION DE L'ACTIF

### Portefeuille de revenu

**Avril 2009    Oct 2008**

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 2008**

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

Sources:

Globe and Mail, Financial Post, Washington Post  
The Wall Street Journal "Washington has always demonized Wall Street" by Zachary Karabell March 19<sup>th</sup>, 2009  
The New York Barrons . The round table 2009. by Lauren Rublin.  
MSNBC.com "Is this another Great Depression?" by John W. Schoen Jan. 22<sup>nd</sup>, 2009-04-06  
Bianco Research L.L.C. "Why the market continues to sink" special report March 2009  
Legg Mason Capital Management. Bill Miller commentary 2Q 2008  
RBC Dominion Securities  
Thomson Reuters  
BMO Nesbitt Burns Research  
BMO Capital Markets Equity Research Canada  
Basic Points  
Before the Bell  
Financial Monitor by Martin Murenbeeld . Dundee Wealth Economics

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

<sup>1</sup>.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.