



L'année 2008 a été la pire année pour les rendements des portefeuilles équilibrés depuis au moins 25 ans. Les portefeuilles équilibrés de valeurs mobilières ont baissé entre 15% et 20% l'an dernier. Plus spécifiquement, on rapporte que le rendement médian des caisses de retraite canadiennes a été de l'ordre de - 16% l'année dernière. Si au moins les investisseurs canadiens avaient pu se rattraper sur autre chose, mais ce ne fût pas le cas. Le prix des maisons a baissé d'environ 10% en moyenne tandis que le marché de l'immeuble commercial ne peut pas être évalué parce qu'il est complètement figé.

Que nous réserve l'année 2009? Les marchés boursiers et obligataires escomptent déjà une récession sévère. La question est maintenant de savoir si cette récession tournera en dépression ou si une reprise économique s'amorcera plus tard en 2009 ou au début de 2010. Les banques centrales des pays industrialisés ont injecté un volume sans précédent de liquidités l'année dernière pour stabiliser le système bancaire mondial et les gouvernements s'appêtent à générer des déficits budgétaires de l'ordre de 2% du PIB en moyenne cette année pour relancer l'économie. Nous croyons qu'une reprise économique s'amorcera aux États-Unis durant le deuxième semestre de 2009. Comme les bourses escomptent les changements économiques au moins 6 mois à l'avance, il est temps de recommencer à acheter des actions. Du côté du rendement fixe, les obligations de sociétés représentent actuellement un ratio rendement-risque des plus intéressants.

Il ne faut pas sous-estimer le potentiel des bourses à ce moment-ci. La bourse américaine par exemple se transige à seulement 12 fois les bénéfices prévus de l'an prochain, ce qui représente un ratio très peu dispendieux, compte tenu des taux d'intérêt.

Performance des bourses 2008

	Monnaie locale	Dollars canadiens
Canada	- 32,4%	- 32,4%
Etats-Unis	- 36,6%	- 22,1%
Europe	- 44,7%	- 32,1%
Japon	- 40,8%	- 8,1%
Marchés émergents	- 53,3%	- 42,7%



LANDRY MORIN

Gestionnaires de portefeuille

CRISE ÉCONOMIQUE OU FINANCIÈRE?

Malgré ce qui est véhiculé dans les médias, le monde n'a pas connu de crise économique en 2008. Il est bien possible que nous vivions en 2009 la récession mondiale la plus sévère des trente dernières années mais il est loin d'être certain que cette récession dégénère en crise.

Ce qui est certain par contre, c'est que les marchés des capitaux partout dans le monde sont en ce moment aux prises avec la plus importante crise de liquidité depuis les années 1930.

Deux grands secteurs du marché financier sont forcés de liquider une partie de leurs actifs en même temps : les banques et les fonds de couverture. Dans le cas des banques, les gouvernements sont venus à la rescousse en leur offrant du capital et en rachetant certains de leurs actifs. Les fonds de couverture de leur côté n'ont pas reçu d'aide gouvernementale si bien qu'ils ont dû retarder les remboursements de leurs clients pendant qu'ils tentaient de liquider leurs actifs. Les acheteurs naturels de ces actifs de leur côté achètent avec circonspection parce qu'ils ne savent pas jusqu'à quel point le processus de liquidation va être poussé.

Évidemment, les prix baissent lorsque tout le monde tente de vendre en même temps, même les prix des titres de bonne qualité.

LES BOURSES AU QUATRIÈME TRIMESTRE

Toutes les grandes bourses ont baissé de 20% à 25% au quatrième trimestre, que ce soit en Europe, au Japon ou aux États-Unis. La baisse des marchés émergents a été un peu plus prononcée avec un repli de 28% en monnaie locale. L'uniformité de la baisse suggère qu'il n'y a pas eu d'arbitrage entre les marchés mais plutôt une liquidation généralisée et c'est souvent de cette façon que se terminent les

Revue des marchés Quatrième trimestre 2008

« bear markets ». Il n'y a cependant pas de garantie à ce sujet : la dernière période de liquidation-consolidation en 2002-2003 a duré 9 mois. Celle-ci dure depuis 3 mois environ.

LES OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

La crise de liquidité étant surtout concentrée aux États-Unis, la Fed américaine a été jusqu'ici la banque centrale la plus agressive pour injecter des liquidités dans le système financier si bien que les taux d'intérêt sur les Bons du Trésor sont maintenant près de zéro et le rendement des obligations du Trésor à long terme est à peine au-dessus de 2%. Au Canada, la banque centrale a fait preuve d'un peu plus de retenue et les taux à court terme sont à 1,1% tandis que les obligations de 10 ans sont à 3%.

Certains analystes disent que ce niveau des taux d'intérêt indique que les investisseurs s'attendent à une baisse des prix au cours des prochaines années mais il est bien possible que le niveau très bas des taux reflète simplement la préférence pour la liquidité et la sécurité de la part des investisseurs en ce moment. Pour maintenir ces niveaux très bas des taux d'intérêt la Fed a d'ailleurs annoncé qu'elle envisageait la possibilité d'acheter des obligations du Trésor en 2009, une opération qu'elle n'a pas faite depuis plus de trente ans.

Quelle que soit la raison, les obligations du Canada et les bons du Trésor américain ne représentent pas un placement intéressant en ce moment.

LES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS

Pendant que le rendement sur les Canada et les bons du Trésor américain baissait, celui des autres secteurs du marché montait, poussé à la hausse non seulement par l'incertitude économique mais aussi par le fort volume de nouvelles émissions d'obligations de banques



sur le marché. L'écart de rendement entre une obligation gouvernementale et une obligation de société s'élargit toujours en période de récession mais ce sont habituellement surtout les crédits secondaires qui sont touchés. Cette fois-ci, même les meilleurs crédits sont touchés et les écarts de rendement ont atteint un niveau sans précédent. À titre d'exemple, une obligation cotée AA au Canada se transige habituellement entre 0,5% et 1,0% au-dessus du rendement d'une obligation du gouvernement du Canada de même échéance. En ce moment, l'écart est de plus de 3,0%.

Les obligations de sociétés représentent un excellent placement en ce moment car la compensation pour le risque encouru a atteint un niveau sans précédent.

LE PRIX DES MAISONS

Le prix des maisons continue de baisser aux États-Unis mais le rythme de baisse ralentit. Pour l'ensemble du marché, la baisse depuis le sommet de 2006 atteint maintenant 24%. Il n'y a pratiquement plus de mises en chantier et l'inventaire de maisons invendues a beaucoup baissé. Par contre, le nombre de maisons dont la valeur est inférieure à l'hypothèque demeure élevé. Le gouvernement américain a pris des mesures pour maintenir le crédit hypothécaire et on s'attend à une stabilisation des prix d'ici le milieu de l'année.

Au Canada la baisse moyenne est de l'ordre de 10% en 2008 et compte tenu de la récession qui commence et des restrictions de crédit, il est peu probable que le prix des maisons remonte en 2009.

LES BOURSES À LONG TERME

Le rendement des actions américaines sur la dernière décennie (1998-2008) a été de -1% par an. En terme réel, le rendement est encore plus bas. Ceci représente l'un des plus

Revue des marchés Quatrième trimestre 2008

mauvais rendements sur 10 ans depuis plus d'un siècle. Suite à une telle période il est bon de se rappeler que le rendement réel des actions a été de près de 6% par an sur plus d'un siècle. De plus, il est rare que deux très mauvaises décennies se soient succédées.

D'autre part, la performance des actions, même sur une période aussi longue qu'une décennie, est fortement influencée par l'évaluation au départ. L'évaluation des actions est en ce moment très attrayante. Le ratio prix-bénéfices se situe à 12 fois si on utilise une estimation des bénéfices de 2009, et de plus le rendement des dividendes se compare avantageusement au rendement des obligations gouvernementales.

TABLEAU DE BORD

31 décembre 2008	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	0
Obligations sociétés	++
Obligations long terme, gouvernement	-
S&P/TSX 60	+
Small Cap	0
REITS	0
États-Unis	
Dollar américain vs euro	0
Obligations long terme, Trésor	-
S&P 500	++
Nasdaq	+
Small Cap	+
Europe	
Euro vs dollar américain	0
Obligations long terme	+
MSCI EMU	+
Asie	
Yen vs dollar américain	-
MSCI Japan Index	0
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	++

0 : neutre
+ : surpondéré
- : sous-pondéré