



Les bourses ont continué à baisser en janvier et février et ont ensuite monté fortement vers la fin du trimestre. Le résultat net est une baisse d'environ 10% pour la plupart des grandes bourses dans le monde pour le premier trimestre de l'année. Le Canada s'est mieux comporté avec une baisse de seulement 2%.

Pendant que les indicateurs au cours des derniers mois confirmaient une sérieuse détérioration des conditions économiques à peu près partout dans le monde, le gouvernement et la banque centrale américaine (la Federal Reserve) ont annoncé des programmes sans précédent pour soutenir le système bancaire. Au quatrième trimestre de 2008, le PIB des États-Unis a baissé de 6% au taux annuel et celui du Canada a baissé de 3%. Au Japon, un pays fortement orienté vers les exportations, la baisse a atteint 12% au taux annuel. Il est maintenant confirmé que la présente récession est mondiale, qu'elle sera la plus sévère depuis 50 ans et que les pays exportateurs de produits industrialisés seront les plus touchés.

Comme c'est souvent le cas, les États-Unis ont été les plus pro-actifs pour relancer leur économie. Le président n'a pas hésité à présenter un programme de relance de près de 900\$ milliards, ce qui provoquera un déficit budgétaire de plus de 10% du PIB durant la prochaine année financière, du jamais vu. De son côté, la Federal Reserve a été encore plus agressive en lançant les programmes de support pour les banques les uns après les autres. On estime en ce moment que ces nouvelles interventions de la Fed vont totaliser près de 2 000\$ milliards. Ces interventions ont pour but de « dégripper » le marché monétaire et d'amener les banques à recommencer à prêter. Déjà, les interventions ont porté fruit puisque le taux des prêts interbancaires est retombé à un niveau plus normal au cours des deux derniers mois si bien que les taux des prêts hypothécaires ont commencé à baisser. Pour reprendre les termes du gouverneur de la Banque du Canada, la crise du crédit est terminée, il faut maintenant s'attaquer à la crise de solvabilité des banques.

Performance des bourses 1^{er} trimestre 2009

	Monnaie locale	Dollars canadiens
Canada	- 2,0%	- 2,0%
États-Unis	- 11,0%	- 7,7%
Europe	- 10,5%	- 12,1%
Japon	- 7,6%	- 13,0%
Marchés émergents	+ 0,7%	+ 4,4%
Obligations	+ 2,3%	+ 2,3%



LES CRISES DE CRÉDIT

Il y a deux aspects à une crise de crédit. Le premier est le risque de la contrepartie : les intervenants cessent de transiger entre eux parce qu'ils ont peur que la partie avec laquelle ils ont commencé une transaction tombe en faillite avant que la transaction soit complétée et que ceci les entraîne à leur tour vers la faillite. Alan Greenspan disait que dans un tel processus les gens « se désengagent » du marché et ceci fait tomber les prix. Les intervenants se retirent du marché à cause du manque d'information. Le problème que pose un champ de mine, ce n'est pas tellement qu'il y ait des mines, c'est qu'on ne sait pas où elles sont.

Le deuxième aspect est relié à la valeur du collatéral, c'est-à-dire la valeur du bien qui garantit un prêt. Le grand économiste Irving Fisher a montré qu'une chute de la valeur d'un groupe de biens au-dessous de la valeur des prêts qui les financent peut engendrer une spirale déflationniste et une dépression.

Pour sortir d'une crise de crédit, il est d'abord nécessaire que les banques centrales injectent suffisamment de liquidités dans le système pour réduire les risques de faillites mais ceci n'est pas suffisant. Deuxièmement, il faut que l'activité reprenne suffisamment sur les marchés pour générer les informations qui sont indispensables aux intervenants pour opérer (identifier où sont les mines). Troisièmement, il faut que la valeur des prêts et la valeur du collatéral soit égale, suite à une baisse de la valeur des prêts ou suite à une hausse de la valeur du collatéral ou une combinaison des deux.

Aux États-Unis, la première étape est passée. La deuxième étape commence et celle-ci est compliquée par le fait que les papiers adossés que le marché doit évaluer sont très complexes. Pour ce qui est de la troisième étape, les

récents développements indiquent qu'il y a une lumière au bout du tunnel.

LE PRIX DES MAISONS

Le prix des maisons aux États-Unis est la principale valeur dont il est question ici. Les prix des maisons continuent de chuter mais il semble qu'ils baissent moins rapidement qu'auparavant. L'indice le plus connu du prix des maisons est l'indice Case-Shiller. Celui-ci indique une baisse de 19% par rapport à l'année dernière et il n'y a aucun signe de ralentissement dans la descente. Cet indice suit le prix des maisons dans 20 régions métropolitaines. Un indice qui suit l'ensemble du marché américain montre par contre que le prix des maisons a baissé de 6% seulement sur 1 an et il indique que le rythme de baisse ralentit.

Pendant ce temps, des indicateurs semblent pointer vers une stabilisation du marché vers la fin de l'année. L'effet de la baisse du prix des maisons et des taux hypothécaires conjugué aux mesures pour faciliter le financement rendent l'achat d'une maison beaucoup plus abordable qu'auparavant. Il ne faut pas oublier qu'il n'y a jamais eu de baisse généralisée du prix des maisons aux États-Unis avant 2008. Il s'agit d'un immense marché, très diversifié et qui a beaucoup de résilience.

LES BOURSES

Les bourses baissent maintenant depuis 18 mois et se situent actuellement à environ 55% de leur sommet. Nous avons connu la phase de liquidation forcée au quatrième trimestre de l'année dernière, phase durant laquelle un grand nombre d'intervenants étaient forcés de vendre des titres à n'importe quel prix pour éviter la faillite. Pendant cette période, les actifs des banques américaines ont littéralement implosé pour ramener leurs ratios de capitalisation à des niveaux plus prudents.



LANDRY MORIN
Gestionnaires de portefeuille

Revue des marchés

Premier trimestre 2009

Nous sommes maintenant dans la phase de reconstruction des bilans. Au Canada par exemple, les banques ont émis un volume record de certificats de dépôts négociables, de débetures et d'actions privilégiées pour renforcer leurs bilans. Le volume d'émissions de sociétés sur le marché mondial a atteint un niveau record au premier trimestre. Nous ne savons pas combien de temps cette phase va durer mais elle marque une étape importante de consolidation pour établir les assises du prochain « bull market ».

LES BOURSES À LONG TERME

Nous avons des statistiques sur la bourse américaine qui remontent à 1826. Si on calcule le rendement de la bourse sur toutes les périodes de 10 ans qui couvrent ces 182 ans on découvre que le rendement sur 10 ans a été aussi bas que maintenant seulement 4 fois. À chaque événement précédent la performance des bourses s'est redressée fortement pour dépasser 10% par an sur les 5 ou 10 années qui suivent.

LES TAUX D'INTÉRÊT

Les taux d'intérêt sur les Bons du Trésor à 3 mois est maintenant inférieur à 0,5% au Canada et aux États-Unis. En fait, les banques centrales des deux pays, de concert avec la Suisse, la Grande-Bretagne et le Japon, suivent maintenant une politique de « quantitative easing ». En bref, les banques centrales visent à maintenir les taux d'intérêt aussi près que possible de zéro tout en tentant d'injecter le plus de liquidité possible sur les marchés. Ceci nous assure que les taux à court terme resteront très bas tant et aussi longtemps qu'il n'y aura pas une reprise économique.

Étant donné les immenses liquidités et la préférence des investisseurs pour la sécurité, les obligations à 10 ans du Trésor américain et du gouvernement du Canada se transigent à

des taux inférieurs à 3%. Un taux aussi bas ne représente pas un bon placement à long terme compte tenu des besoins massifs de financement de ces gouvernements au cours des prochaines années.

LES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS

Les obligations de sociétés sont très dépréciées en ce moment et elles représentent un bon achat, de même que certaines obligations provinciales et municipales. Les certificats de dépôts négociables des banques canadiennes sont particulièrement intéressants parce que les banques canadiennes ont émis beaucoup de capital pour renforcer leur bilan et elles jouissent du support moral du gouvernement.

DES CHIFFRES

Il est très difficile de voir clair quand les gouvernements ou les banques centrales annoncent des programmes qui totalisent des milliards de dollars. Pour y voir plus clair, voici quelques repères pour les États-Unis :

- PIB en 2009 : 14 000 \$ milliards
- Déficit prévu du gouvernement américain en 2009-2010 : 1 100 \$ milliards
- Valeur des maisons : 22 000 \$ milliards en 2007
- Valeur de la bourse : 20 000 \$ milliards en 2007
- Valeur des obligations : 30 000 \$ milliards en 2007



LANDRY MORIN
Gestionnaires de portefeuille

Revue des marchés

Premier trimestre 2009

TABLEAU DE BORD

31 mars 2009	
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	0
Europe	
Euro vs dollar américain	0
MSCI EMU	+
Asie	
Yen vs dollar américain	-
MSCI Japan Index	0
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	++

0 : neutre

+ : surpondéré

- : sous-pondéré