



Cher client,

**La baisse marquée du prix des actions qui a été précédée par les événements qui ont secoué le monde financier ces dernières semaines ont été aussi extraordinaires que déplaisants. On a assisté en moins de six mois à la faillite de deux des plus grandes entreprises du marché des hypothèques résidentielles américaines, de l'une des plus grandes compagnies d'assurance dans le monde et d'un deuxième courtier en valeurs mobilières d'importance aux États-Unis. Et comme si cela ne suffisait pas, une des plus grandes institutions d'épargne et de prêt des États-Unis déclarait ensuite faillite.**

**Le monde actuel est entièrement fondé sur une économie monétaire, ce qui exige que le système financier soit efficient. Cela signifie que le système bancaire doit fonctionner, et les épargnants, doivent avoir confiance en l'efficacité des banques. Les gouvernements et les banques centrales montrent bien qu'ils comprennent bien cette dynamique, comme en font foi les actions qu'ils ont entreprises face aux difficultés auxquelles nous sommes confrontés aujourd'hui.**

**Les banques centrales disposent-elles des moyens pour corriger les problèmes? Oui, et elles nous en font la démonstration en ce moment. En effet, les banques centrales injectent des montants très élevés de liquidités dans le système bancaire mondial. Cette intervention prend diverses formes : dépôts directs, acceptation de diverses formes de garanties de prêts, y compris des titres et valeurs inhabituels dans ces cas, et même l'acquisition de divers titres et valeurs auprès du système bancaire. Voilà des outils qui servent à fournir des liquidités et pourraient remplacer les dépôts retirés d'une banque pour être versés dans une autre. Lundi dernier, la Réserve fédérale a annoncé son intention de doubler, pour le porter à 900 milliards de dollars, le montant de ses adjudications à court terme auprès des banques. D'autres banques centrales adoptent également des mesures similaires.**

**Les gouvernements et les banques centrales font également la preuve qu'ils comprennent l'importance d'assurer la sécurité des fonds des déposants. Aux États-Unis, les banques commerciales dont la survie semble menacée sont fusionnées de manière à créer des institutions de plus grande taille, avec l'aide de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), et le montant couvert par l'assurance dépôts est passé de 100 000 \$ à 250 000 \$.**

**Les Européens ont adopté une approche différente, préférant voir les gouvernements injecter des fonds dans le capital des banques. C'est ce que Londres a annoncé mercredi matin. De leur côté, les gouvernements d'Irlande, d'Allemagne et d'Autriche ont choisi comme mesure la garantie des créances par l'État.**

**Nous pensons que les banques centrales adoptent les mesures appropriées pour stabiliser le système bancaire, et que ces mesures porteront fruit. Cependant, comme nous sommes en ce moment en pleine crise les efforts concertés des autorités pourraient mettre un moment à donner des résultats. À mesure que les fonds deviendront accessibles, les marchés du crédit se stabiliseront et les épargnants et investisseurs retrouveront confiance dans les marchés boursiers aussi.**

**Les taux d'intérêt sur la dette des entreprises sont passés à des niveaux très attrayants comparativement aux taux des titres gouvernementaux, et les cours des actions ayant reculé leurs évaluations en font des titres d'excellente valeur. La croissance économique mondiale ralentira à court terme, mais nous ne croyons pas qu'elle déraillera. La demande se maintient à l'échelle mondiale et nous estimons que dans l'ensemble, l'économie mondiale fonctionne bien.**

Les événements qui ont marqué les marchés financiers au cours des dernières semaines et, de fait, la dernière année, ont été très éprouvants. Il nous semble donc important de tenter de comprendre quels sont les éléments moteurs de ces événements et comment y faire face. Nous suivrons donc ici deux pistes principales. D'abord, nous tenterons de voir ce qu'il y a derrière cette chute abrupte des marchés financiers et, ensuite, nous nous pencherons sur les conséquences que ces événements pourraient avoir sur l'économie.

Tout d'abord, s'il est vrai que la crise des marchés financiers plane depuis environ une année, c'est au mois de septembre que le drame a véritablement éclaté.

- Le 7 septembre, Fannie Mae et Freddie Mac se placent sous la protection du gouvernement des États-Unis. Ensemble, ces deux entités subventionnées par le gouvernement détenaient ou assuraient environ 45 % des emprunts hypothécaires en cours dans ce pays.
- La semaine suivante, le 15 septembre, Lehman Brothers déclare faillite, la plus spectaculaire de l'histoire des États-Unis. Concurrentement, Bank of America annonce l'acquisition de Merrill Lynch, la maison de courtage la plus répandue au pays.
- Dans les jours qui suivent, le gouvernement fédéral vient en aide à AIG, une des plus grandes compagnies d'assurance au pays, qui menace de couler à pic. Dans le cas d'AIG, les activités dans le domaine des assurances semblaient saines, mais les assurances sur défaillances de crédit qu'avait accordées la compagnie ont été mises à mal par la faillite de Lehman Brothers et les craintes que celle-ci avait soulevées dans le marché, et subséquemment par l'accroissement abrupte des écarts de crédit. Dans le contexte du marché, le capital supplémentaire nécessaire n'était alors guère accessible.
- Puis, le 25 septembre, WAMU (Washington Mutual), la 6<sup>e</sup> société de dépôt en importance, était remise entre les mains de JP Morgan avec l'aide de la FDIC.
- Dans la semaine, Wachovia, la 4<sup>e</sup> banque en importance, faisait l'objet d'une prise de contrôle par Citigroup, grâce à une très grosse police d'assurance fournie par la FDIC. Il n'a suffi que quelques jours à Wells Fargo pour remporter la mise avec une offre plus élevée.
- Enfin, après une semaine de négociations houleuses et de coups d'éclat, le Congrès adoptait un programme de 700 milliards de dollars pour racheter du système bancaire les actifs hypothécaires en difficulté.

S'il est difficile de pointer du doigt un de ces événements, car tous ont participé à dresser la table, selon nous c'est la faillite de Lehman Brothers qui a figé le marché du papier commercial, qui s'est ensuite étendu aux marchés obligataires et boursiers. Or, ce marché des emprunts à court terme était déjà soumis à de fortes pressions depuis le début de la crise des hypothèques à risque au milieu de 2007. En effet, il était passé de 2,2 billions de dollars en juin 2007, à 1,8 billion à la fin du mois d'août 2008. Dans la foulée des pertes enregistrées par Lehman Brothers au chapitre du papier commercial, les écarts se sont accrus dans le marché, entraînant une chute généralisée des prix.

Les acheteurs de papier commercial sont très divers, mais les fonds communs de placement (FCP) spécialisés dans le marché monétaire, qui détiennent plus de 40 % de ces titres, ont joué un rôle important. On sait que les FCP du marché monétaire offrent de la liquidité et de la sécurité. Or les pertes de Lehman Brothers et l'évaluation des placements à la valeur marchande ont rendu difficile pour ces fonds de racheter leurs parts, comme c'est le cas normalement, à la valeur nominale. Cela a eu pour conséquence que les fonds se sont retirés du marché du papier commercial pour se tourner vers celui des bons du Trésor et des

dépôts bancaires, où ils ne risquaient pas de subir de pertes. Le marché du papier commercial a ainsi diminué subitement d'environ 200 milliards de dollars, et nombre de grandes entreprises qui avaient l'habitude d'y trouver du crédit ont ainsi perdu une source importante de liquidités. Les sociétés ont dû alors se retourner vers leurs banques et recourir à des prélèvements sur leurs lignes de crédit. Une fois ces lignes de crédit épuisées, les banques ont renégocié de nouvelles marges, mais à des conditions et à des taux plus élevés. Tout cela s'est déroulé très rapidement, ce qui a provoqué des bouleversements et exercé de fortes pressions sur les marchés, et le phénomène s'est rapidement propagé à l'ensemble des marchés des capitaux.

Nous avons suivi cette situation auprès des institutions bancaires, et croyons que cette poussée soudaine a rendu les banques plus prudentes en matière d'octroi de crédit, puisqu'elles devaient honorer leurs obligations à l'endroit de lignes de crédit accordées antérieurement et sur lesquelles les emprunteurs prélevaient allègrement. Selon nous, ce phénomène est partiellement responsable des commentaires publiés dans les médias, voulant que les banques hésitent à se prêter entre elles. Il est probable que les institutions bancaires ne cherchent qu'à conserver les liquidités dont elles estiment avoir besoin pour bien servir leur clientèle commerciale établie.

Les banques financent cette demande accrue de liquidités au moyen d'une combinaison de dépôts et, au besoin, de fonds obtenus auprès de la banque centrale. **La Réserve fédérale et d'autres banques centrales ont fourni, et continueront de le faire, les liquidités requises pour combler ces besoins et assurer que les entreprises puissent poursuivre leurs activités. L'annonce récente par la Réserve fédérale de la création d'un fonds de rachat du papier commercial illustre bien le sérieux de cette position. Nous croyons donc que les difficultés que connaissent actuellement les marchés monétaires sont de nature ponctuelle.**

Nous sommes d'avis que les banques centrales font tout ce qui doit être fait pour nous aider à traverser cette crise, et leurs efforts méritent notre appui. Les banques doivent en effet, pour stabiliser les marchés, saturer le système de liquidités afin de maintenir un roulement fluide.

La détermination des banques centrales à protéger l'épargne des déposants se fait bien concrète par la prise de contrôle de Washington Mutual et Wachovia aux États-Unis, de même que Fortis et Dexia en Europe, et maintenant celle de l'allemande Hypo Real Estate.

Intéressons-nous maintenant au deuxième et tout aussi crucial volet de cette crise, c'est-à-dire son impact sur l'activité économique. Comme toujours, il est important de commencer par comprendre le passé pour bien saisir le présent. Partons donc du PIB du deuxième trimestre, qui a progressé de 2,1 % aux États-Unis, de 1,4 % en Europe occidentale et de 0,8 % au Japon. Les pays du bloc BRIC, autrement dit les nouveaux géants émergents que sont le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine, ont enregistré pour leur part des taux de croissance de 6,1 %, 7,8 %, 7,9 % et 10,1 % respectivement. Au cours de l'été, la production industrielle a faibli et en août, elle était de 1,5 % à 1,7 % inférieure au taux enregistré un an plus tôt aux États-Unis et en Europe. La production industrielle du BRIC demeurait quant à elle bien vigoureuse, les gains variant de 4,7 % en Russie à 12,8 % en Chine.

Les données récentes sur l'emploi reflètent bien la faiblesse qui frappe les États-Unis, où les 145 millions d'emplois enregistrés en septembre étaient de 1 million, ou 0,7 %, inférieurs à ceux d'il y a un an. L'effet de cette baisse sur le revenu personnel disponible n'a pas été catastrophique. Le revenu personnel disponible s'est accru en moyenne de 30 milliards de dollars par mois au cours de l'été, en excluant les mesures de stimulation fiscale. Cela représente un taux annuel de croissance de 360 milliards de dollars, ou 3,3 %.

Au cours des périodes de récessions des 50 dernières années, les taux de chômage ont varié de 6 à 10,8 %. Au pire, cela se traduirait par des pertes totales d'emplois de l'ordre de 6 millions ou 4 % du sommet en matière d'emploi. Aux États-Unis, les secteurs les plus touchés sont ceux de la construction résidentielle et de l'automobile. Ainsi la construction résidentielle, qui avait atteint un sommet de 2,2 millions de mises en chantier en janvier 2006, a reculé pour s'établir à environ 900 000 au début de cette année. L'incidence de ce repli sur le PIB s'est déjà fait sentir, le montant de dollars dépensés ayant reculé d'environ 830 milliards

de dollars pour s'établir à tout juste plus de 500 milliards. Dans un pays qui compte environ 140 millions d'unités d'habitation, les niveaux actuels représentent le minimum requis pour maintenir le parc résidentiel. En outre, le parc de maisons invendues semble se stabiliser.

L'industrie automobile, pour sa part, enregistre des ventes annuelles tout juste inférieures à 12,5 millions de véhicules, comparativement au sommet de 17,5 millions de voitures vendues en 2005. Sa contribution au PIB est actuellement d'environ 330 milliards de dollars, en baisse par rapport aux 400 milliards inscrits l'an dernier. L'incidence de ce recul se reflète déjà dans le PIB. Ce qui est plus préoccupant, c'est le piètre état de la situation financière des entreprises de cette industrie au pays, et c'est ce qui a poussé le Congrès à adopter une loi prévoyant une aide sous forme d'une injection de 50 milliards de dollars étalés sur deux ans.

Rappelons que l'économie des États-Unis n'en est plus une de production manufacturière. En effet, ce secteur compte aujourd'hui pour moins de 10 % des emplois au pays. C'est bien sûr le secteur des services qui est maintenant en tête et représente le plus grand nombre et la plus grande diversité au chapitre de l'emploi. Au deuxième trimestre, les services aux consommateurs ont enregistré une progression de 5,2 % par rapport à la même période de l'an dernier, et les services d'exportation ont connu une croissance de 16,5 %.

En somme, s'il est vrai qu'une faiblesse accrue de l'économie est à prévoir, il n'en demeure pas moins que 145 millions d'emplois est un chiffre proche de niveaux record. La faiblesse des secteurs plus cycliques de la construction résidentielle et de l'automobile se reflète déjà dans le PIB. Quant au taux relativement peu élevé du dollar US, il se traduit par de solides gains au chapitre des exportations, qui représentent à elles seules plus du double de la construction résidentielle et de l'automobile combinés.

Ceux d'entre vous qui nous connaissent depuis un certain temps savent que nous affirmons depuis quelques années déjà que l'économie américaine affiche un degré élevé de risque. La combinaison des niveaux moyens des dépenses des ménages et des dépenses publiques, mentionnés plus haut, conjuguée à un taux très faible d'épargne personnelle se traduit aujourd'hui par une économie anémique. L'abcès devait crever et la correction se produire, et c'est exactement là où nous en sommes. Nous ne croyons pas, cependant, devoir modifier notre prévision d'une modeste progression du PIB de 1 % à 2 % en 2008. À l'heure actuelle, nous pensons que des conditions associées à une récession se manifesteront de manière plus évidente aux troisième et quatrième trimestres. Nous continuons de croire que les États-Unis enregistreront un très faible taux de croissance économique de 1 % à 3 %, contre les 3 % à 5 % dont le pays a souvent bénéficié au cours des 15 dernières années. Cette perspective porte sur une assez longue période, le temps que le taux d'épargne des ménages remonte aux niveaux habituels, qui sont de l'ordre de 4 % à 6 %.

Encore une fois, nous croyons que cette correction ne devrait pas frapper aussi durement l'Europe, dont l'économie n'a pas connu la même démesure que les États-Unis. De même, les économies en expansion en Asie, au Moyen-Orient, en Amérique du Sud et en Europe de l'est, ne devraient pas sombrer à cause des difficultés que connaît l'économie étatsunienne. L'industrie automobile japonaise est sans doute la plus vulnérable au ralentissement que connaissent les États-Unis. Cependant, les exportations d'autres produits japonais dans les marchés en émergence devraient compenser tout ralentissement subi dans le secteur automobile. Nous continuons de croire que globalement, l'économie mondiale fonctionne bien. Le PIB mondial de 2009 devrait continuer de progresser à un taux proche de 3 %, selon les prévisions du FMI.

## **Les marchés financiers**

Tous les marchés financiers ont subi un recul cette année, mais c'est en septembre que les corrections ont été les plus dures. En date du 8 octobre, les bons du Trésor des États-Unis à échéance de 30 ans sont les titres procurant les meilleurs rendements, en hausse de 10,5 % à ce jour, en dollars US. Les obligations de sociétés ayant une cote de crédit élevée ont pour leur part subi un recul de 8 %. Quant aux marchés boursiers mondiaux, selon l'indice MSCI Monde, ils ont chuté de 33,7 % en monnaie locale. Le S&P 500 a

perdu 31,2 %, le S&P TSX au Canada a reculé de 27,3 %, et les actions européennes ont baissé de 34,0 %. Les marchés en émergence ont perdu encore plus, la dégringolade atteignant 40,0 %.

**L'on nous a souvent demandé si nous recommandions de modifier la répartition de l'actif dès maintenant pour réduire l'exposition en actions. Notre réponse? Ce n'est pas le moment de procéder à un tel remaniement de portefeuille.** Et bien qu'il soit difficile de prévoir des événements comme ceux que l'on connaît en ce moment, la stratégie de portefeuille devrait tenter d'anticiper une période difficile prolongée en adoptant une structure qui soit capable d'absorber une certaine dose de stress.

Nos politiques de placement des dernières années ont tenu compte du degré élevé de risque associé à l'économie étatsunienne, sans pour autant focaliser précisément sur les difficultés des marchés hypothécaires à risque élevé. Ainsi avons-nous d'abord accordé une importance accrue aux titres de crédit de qualité supérieure dans nos portefeuilles de titres à revenu fixe, évitant les titres immobiliers et les titres adossés à des actifs en général. Nous avons éliminé la quasi totalité des titres exposés au secteur du financement automobile tel celui de GMAC.

Il y a déjà quelques années que nous faisons preuve de la plus grande prudence à l'égard de nos positions aux États-Unis. Nous nous sommes intéressés de près au secteur énergétique lorsque les conditions de l'offre mondiale étaient serrées, et les valeurs des actifs soutenaient les cours des actions. Cette logique demeure encore pertinente aujourd'hui. D'autres secteurs ont inclus les télécommunications et le câble, dont les revenus et profits à la hausse sont soutenus par des évaluations raisonnables et, souvent, par des taux de dividendes intéressants. Dans le secteur des soins de santé, il est vrai que les titres pharmaceutiques et les chaînes d'hôpitaux n'ont pas dégagé de très bons rendements dernièrement, mais ces entreprises affichent de grandes compétences et l'on est en droit de prévoir un volume élevé de besoins à combler en matière de produits et services dans le secteur de la santé. Les évaluations demeurent également très faibles.

C'est évidemment le secteur bancaire qui nous a donné le plus de fil à retordre cette année. Nous nous sommes concentrés cependant sur les institutions en tête de leurs divers marchés. Ainsi avons-nous favorisé les banques offrant les services de dépôt les plus étendus et les moins potentiellement vulnérables en période de perte de confiance. Nous avons également évité les banques d'affaires jonglant avec un levier financier très élevé ainsi que les institutions qui vendent des produits à très fort effet de levier, comme les assurances de crédit.

Nous pensons que les lourdes pertes de valeur provisionnées à la fin de 2007 et pendant la première moitié de 2008 s'atténueront en ce qui touche aux titres de créances garantis liés aux hypothèques à risque élevé et autres produits financiers structurés. Les positions en titres de ce genre ont beaucoup diminué. En outre, les banques ont considérablement augmenté leurs réserves pour pertes sur prêts et, dans certains cas, ces réserves excèdent de loin les prêts non performants. Cela donne à la direction plus de souplesse dans la gestion des difficultés à mesure qu'elles se présentent. Les titres des grandes banques se négocient à des coefficients de 5 - 6 fois des niveaux de bénéfices plus normaux, et plusieurs offrent les taux de dividendes très intéressants.

Au cours des deux dernières années, nous avons éliminé de notre portefeuille les positions en titres très cycliques dans les secteurs des mines et de l'acier, lorsque les prix des matières premières se sont envolés. De même, nous avons réduit nos placements en produits d'approvisionnement agricole lorsque les prix ont augmenté. Plus récemment, lorsque le cours du pétrole a atteint des sommets au début de l'été, nous avons réduit la taille de plusieurs positions dans ce secteur et avons ramené nos pondérations aux niveaux visés antérieurement. Dernièrement, nous avons eu l'occasion de réduire notre position dans une société qui avait tiré grand profit de l'achat d'assurances sur les défaillances de crédit de compagnies telles que AIG. Aujourd'hui, nous envisageons de procéder à certains placements de qualité supérieure dans le domaine des produits de base et autres dans des secteurs de l'économie dont on attend la relance aux premières étapes de la reprise économique. En somme, il y a encore beaucoup à faire, et il faudra procéder méthodiquement.

## Conclusion

Nous réitérons notre confiance dans le bon fonctionnement global de l'économie, qui offre de bonnes possibilités de croissance pour répondre aux besoins qui restent à combler partout dans le monde. Les difficultés du système bancaire peuvent être surmontées au moyen des outils dont disposent les gouvernements et les banques centrales, qui s'affairent d'ailleurs en ce sens, et nous croyons que leurs efforts aideront effectivement à stabiliser les marchés. Présentement les marchés boursiers ne reposent pas sur des assises rationnelles mais plutôt sur des comportements de panique et des ventes de liquidation. Les actions représentent encore d'excellents investissements et retourneront à de bien meilleures évaluations à mesure que les problèmes actuels se régleront.

Le 10 octobre 2008

Cette lettre est disponible sur notre site web au [www.lba.ca](http://www.lba.ca) ainsi que toutes les éditions de nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers.