



George Stedman, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal

RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
1501 McGill College, Suite 2150
Montréal, QC, H3A 3M8
Tél: 514-840-7626
Fax: 514-840-7639
george.stedman@rbc.com
www.georgestedman.com

Premier Trimestre 2009

L'économie est tombée d'une falaise après que le Trésor américain a décidé d'autoriser Lehman Brothers à faire faillite en septembre dernier. L'économie américaine (PIB) s'est contractée à un taux annualisé de -6,3% au 4ème trimestre de 2008. Il s'agit du pire taux de déclin depuis les années 1930 et l'économie était probablement aussi mauvaise au 1er trimestre de 2009. Dans toutes les récessions depuis la Seconde Guerre mondiale, le PIB des États-Unis n'a jamais diminué de plus de -2,9% (1981-82). S'il se maintient pendant 12 mois, le -6,3% serait le pire depuis les années 1930.

Les références aux années 1930 abondent aujourd'hui ; cette récession est maintenant de 15 mois, deuxième après les 16 mois de 1974-75, ce qui était ensuite pire pour les 48 mois des années 1930. Les bénéfices des entreprises aux États-Unis sont maintenant dans leur pire série successive de croissance négative des bénéfices, avec 7 baisses consécutives des bénéfices trimestriels, depuis les 12 trimestres de la Grande Dépression de 1930 à 1932.

Mais nous n'avons jamais vu de réponse politique comme celle-ci non plus. John Maynard Keynes a écrit à propos du « paradoxe de l'épargne » : si tout le monde économise de l'argent en période de récession, la demande globale diminuera, ce qui réduira l'épargne totale. Les gouvernements tentent de combler le vide laissé par le consommateur américain choqué. Des mesures de politique monétaire sans précédent, telles que l'assouplissement quantitatif (achat d'obligations directement à des taux d'intérêt plus bas) s'accompagnent d'une politique budgétaire sans précédent de dépenses ambitieuses et de réductions d'impôts qui sont à un niveau bien au-delà de la norme.

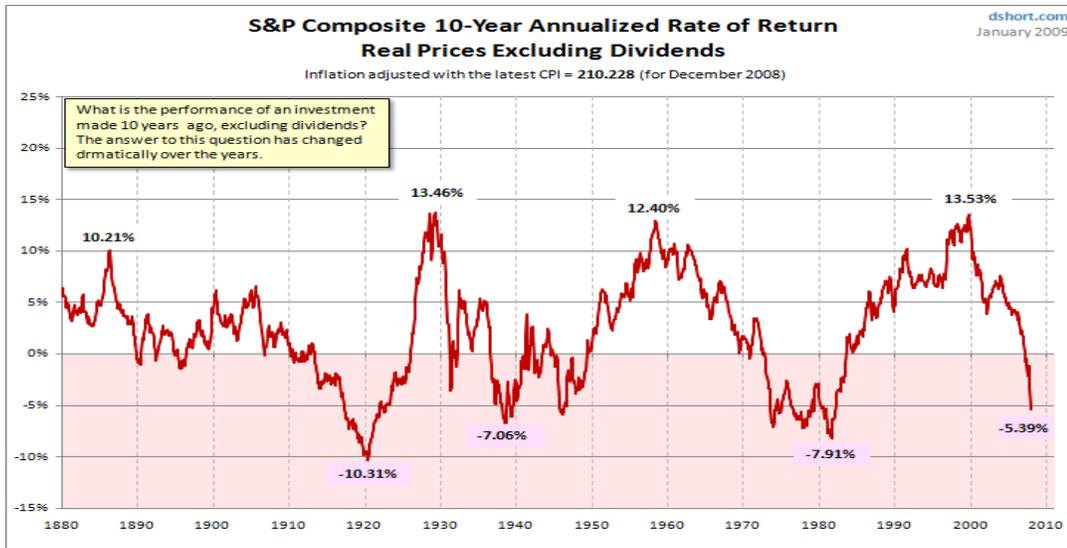
Les politiques monétaire et budgétaire fonctionnent avec un décalage exaspérant. Au premier trimestre de 2009, le S&P 500 (blue chips américains) a eu la particularité d'afficher sa plus grande perte continue jamais enregistrée sur une base trimestrielle. L'indice a chuté de 11 % en dollars américains, sa 6e baisse trimestrielle d'affilée, pour une baisse totale de 47,7 % au cours de la période. Le Dow Jones Industrial Average a perdu 12,5% au premier trimestre, son pire premier trimestre depuis 1939, mais a gagné 7,9% au mois de mars. Le rebond boursier qui a commencé le 9 mars était, depuis la semaine dernière, le meilleur depuis, vous l'avez deviné, les années 1930 (1938). Avec optimisme, le marché peut sentir sinon une amélioration économique, puis une modération du taux de déclin.

L'hiver dernier, les ventes de voitures se sont vendues plus lentement que la vitesse à laquelle les voitures rouillent. Le nombre total de véhicules immatriculés divisé par le taux de vente annuel était de 23,9 ans, le plus élevé jamais atteint, ce qui est insoutenablement mauvais. L'épicentre de ce gâchis économique est l'immobilier résidentiel. La seule idée qui nous a mis dans ce pétrin est ce que Warren Buffett a décrit comme la grande hypothèse que les prix de l'immobilier augmentent toujours en moyenne, parce qu'ils l'ont toujours fait. Cette simple erreur a rendu possible tous les prêts stupides (CDO et ABS, etc.) et l'achat stupide de maisons inabordables.

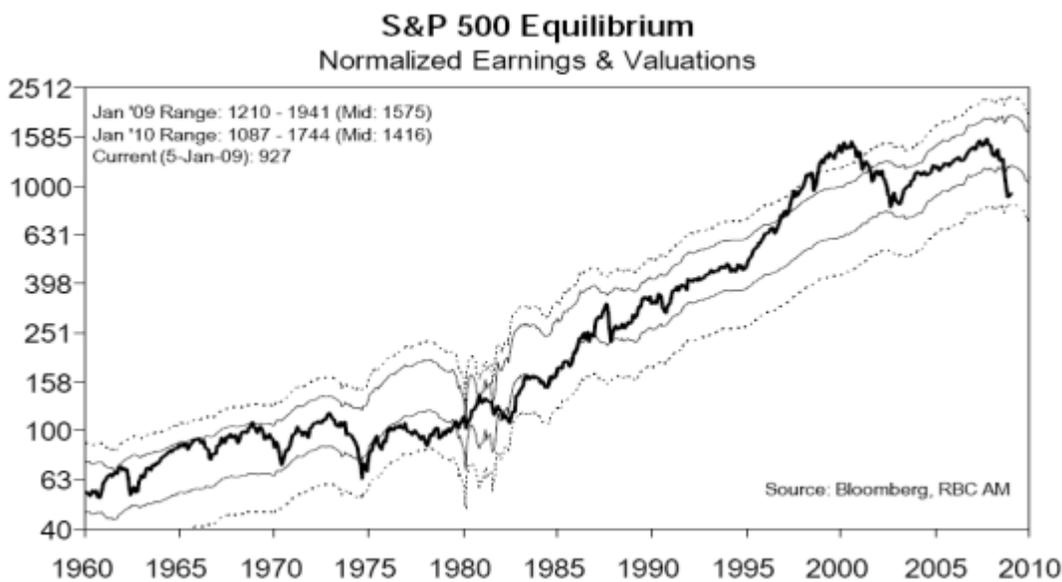
T2 Partners a fait la chronique de la débâcle de l'immobilier depuis le début et Alan Abelson a résumé leur dernière mise à jour dans Barron (04/11) "En ce qui concerne les prix de l'immobilier ... la baisse mensuelle

ininterrompue depuis son pic en juillet 2006 continuera de rendre les acheteurs hésitants et les vendeurs désespérés, tandis que le « tsunami de saisies » maintiendra l'énorme déséquilibre entre l'offre et la demande ... Les ventes en difficulté représentent un formidable 45% de toutes les ventes de maisons existantes... Ils s'attendent à ce que les prix des logements diminuent de 45 % à 50 % par rapport à leur sommet (actuellement, les prix sont en baisse de 32 %) avant de atteindre un creux à la mi-2010. Les rapports des partenaires T2 sont disponibles sur le Web et sont fortement recommandés.

L'économie pue donc. Mais il en va de même pour le cours des actions. Ce graphique montre les rendements annualisés glissants sur dix ans du S&P 500 au cours des 130 dernières années. Pour la 4e fois seulement, les rendements glissants sur dix ans sont négatifs, en baisse de 5,39 % par année (ajustés en fonction de l'inflation et sans compter les dividendes). Au plus fort de la grande bulle boursière en 2000, ils étaient en hausse de 13,53 % par année.



Ce graphique suivant est familier dans les publications stratégiques de Dan Chornous pour RBC Gestion d'actifs. Sur la base de bénéfices et d'évaluations normalisés, cela montre que les actions sont aussi loin en dessous de la juste valeur qu'elles l'ont été depuis 1974.



Jusqu'à présent, j'ai essayé de faire valoir que a) l'économie pue parce que b) la bulle des prix de l'immobilier a éclaté et c) les prix des actions ont déjà baissé comme rarement auparavant. Ce dernier graphique traite de la valeur globale. Il est connu sous le nom de « métrique de Buffett ». En 2000, Buffett a écrit un article dans lequel il prédisait que les rendements des actions pour la prochaine décennie seraient au mieux très faibles (ce que j'étais heureux de partager avec mes clients à l'époque). En 2001, le magazine Fortune a imprimé pour la première fois ce tableau que j'aime particulièrement parce qu'il est si général. Ils l'ont mis à jour en février (l'article est joint). Il prend la valeur de toutes les actions américaines divisée par le produit national brut. Buffett a écrit dans Fortune 2001 « si la relation de pourcentage tombe à la 70% à 80% zones, l'achat d'actions est susceptible de fonctionner très bien pour vous. »



Enfin, je veux faire référence à l'article de mars 2009 de Jeremy Grantham, un autre ancien, qui est également joint. Son titre « Réinvestir quand terrifié », dit en quelque sorte tout. Comme moi, les pires années professionnelles de Grantham ont été la fin des années 1990 parce que lui (et moi) avertissons des actions surévaluées, mais tout le monde gagnait de l'argent. Le S&P 500 était en hausse de 30% par an à cette époque. Grantham, comme Buffett, a prédit des rendements très faibles pour la première décennie de ce siècle. Dans son article de mars, Grantham a fait valoir que les actions sont bon marché et que, parce que nous pouvons facilement devenir émotionnellement paralysés, il est essentiel d'investir sur la base d'un plan. Dans notre cas, notre plan est résumé par votre énoncé de politique de placement et la discipline de placement qu'il favorise en achetant progressivement dans les baisses.

Sincèrement,

George Stedman, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal
Veuillez nous rendre visite sur www.georgestedman.com

