



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

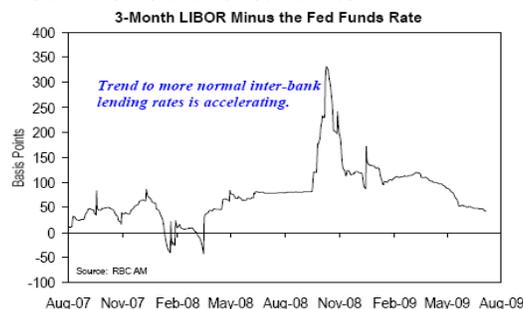
Deuxième Trimestre 2009

Chaque trimestre semble populariser un nouveau jargon financier. La « dérivée seconde », les « pousses vertes » et la « nouvelle normalité » sont des termes qui ont gagné du terrain.

Les marchés boursiers se sont redressés de façon spectaculaire depuis le début du mois de mars, même si les nouvelles économiques ont été épouvantables. Les marchés financiers réagissent généralement à la variation du taux de variation – « la dérivée seconde ». Les creux boursiers du début mars sont survenus avant le signe d'une reprise de l'activité économique, mais sans doute à un moment où les conditions économiques se détérioraient de manière moins alarmante. En mars, on pourrait dire que l'économie n'était plus en chute libre. Un parachute s'était ouvert, mais il tombait toujours. Des creux du début de mars à la mi-juin, les actifs risqués, ceux qui avaient été les plus battus à l'automne et à l'hiver, se sont redressés de façon spectaculaire. C'est l'espoir qui a ouvert la voie. Les améliorations de la dérivée seconde ne sont pas la même chose qu'une expansion et un rebond n'est pas la même chose qu'un redressement.

En s'éloignant des dérivés secondaires, les commentateurs se sont accrochés aux « pousses vertes ». Le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, a déclaré au programme « 60 Minutes » de CBS le 15 mars que les « pousses vertes » de la relance économique étaient déjà évidentes. Il y a bien sûr beaucoup de débats sur ce que sont les pousses vertes et si elles se fanent cet été, mais les graphiques suivants font valoir qu'au moins la crise financière s'est atténuée, if not that the great recession is ending;

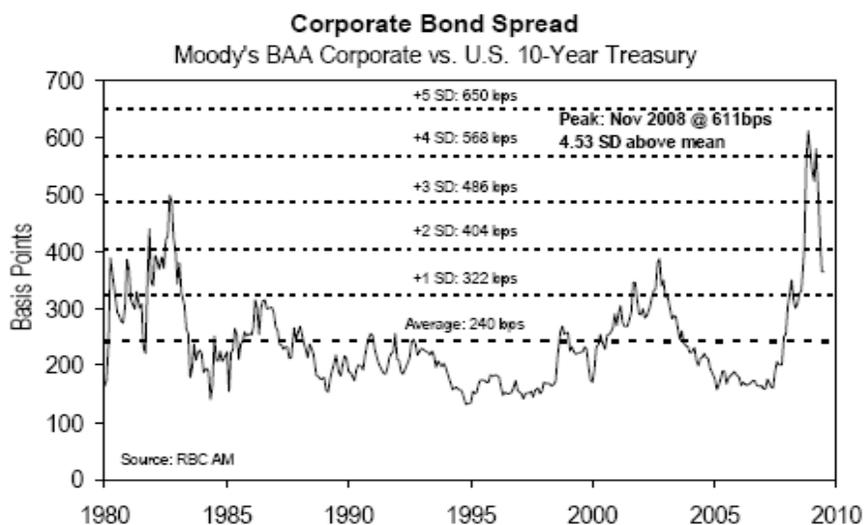
- a) Le LIBOR à 3 mois (London Interbank Offered Rate) par rapport aux taux d'intérêt administrés par le gouvernement à court terme montre une tendance vers des taux de prêt interbancaire plus normaux. La confiance des banques les unes envers les autres est de retour :



Source : RBC AM « Les perspectives d'investissement mondiales - Mise à jour sur les marchés financiers » par Daniel E. Chornous, 8 juillet 2009

* Les taux de rendement sont mesurés : sur le portefeuille consolidé sur une base pondérée dans le temps (qui tient compte de la date et du montant des ajouts et retraits de chaque compte) ; sont les rendements totaux (y compris les intérêts, les dividendes et les variations de prix) ; sont calculés en dollars canadiens ; les frais ont été déduits.

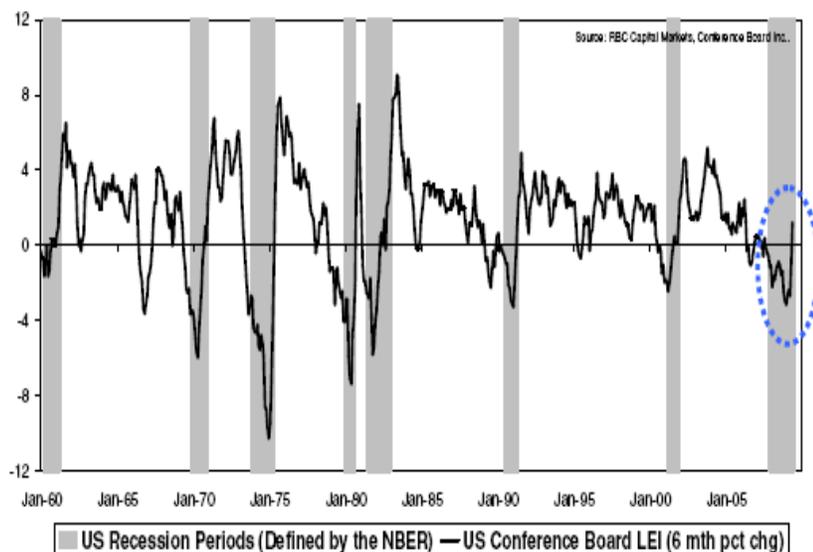
- b) Les écarts entre les obligations de sociétés se sont rétrécis. Le rendement de l'indice BAA Corporate Bond de Moody's par rapport aux rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, bien qu'il soit toujours supérieur à la normale, n'est plus extrême. Les sociétés de première qualité peuvent maintenant lever des fonds sur les marchés de la dette à un prix plus raisonnable. La crise financière s'atténue, alors même que la crise économique se poursuit.



Source : RBC AM « Les perspectives d'investissement mondiales - Mise à jour sur les marchés financiers » par Daniel E. Chornous, 8 juillet 2009

- c) Les écarts des obligations de sociétés et les cours des actions se négocient très étroitement avec les indicateurs économiques avancés. Le taux de variation sur six mois des indicateurs avancés du Conference Board a récemment augmenté à 1,2 %, la première lecture positive depuis juillet 2007. Selon Myles Zyblock de RBC, une « lecture positive est apparue, en moyenne, trois mois avant la fin des récessions depuis 1959 ».

Exhibit 4: Conference Board's LEI Usually Turns Positive in Advance of the End of Economic Recession



Source : RBC Marchés des Capitaux « RBC Investment Strategy Weekly » par Myles Zyblock, 8 juillet 2009, page 4

Ces signes d'amélioration des coûts de financement et des indicateurs économiques avancés sont des motifs d'optimisme, mais le mien est tempéré par des facteurs saisonniers et cycliques. Ce que j'appelle mes

superstitions sur le timing boursier. La saisonnalité suggère de chercher des aubaines à l'automne, lorsque les jours deviennent courts, et le caractère cyclique dans ce cas fait référence au cycle présidentiel, l'idée que les présidents passent les deux premières années à essayer d'obtenir de mauvaises nouvelles (comme mettre GM en faillite) avant de passer deux ans à se concentrer sur la réélection.

Mon troisième mot à la mode fait référence à la dynamique à long terme et est plus profond que les deux autres. La « nouvelle normalité » a été inventée par Bill Gross, le gestionnaire d'obligations très éloquent (le « roi des obligations ») pour PIMCO, les plus grands gestionnaires d'obligations au monde. Le brut décrit un avenir caractérisé par des taux de croissance économique beaucoup plus faibles : 1% à 2% plutôt que la croissance du PIB de 3% que nous avons. Cette différence peut sembler faible, mais les implications deviennent beaucoup plus importantes au fil du temps. Par exemple, la différence entre une croissance économique de 2 % et de 3 % signifierait que l'économie ne doublerait qu'une seule fois au cours de la vie de mes enfants au lieu de deux. Un taux de croissance plus faible pour l'économie implique, entre autres, des ratios cours/bénéfice plus faibles pour les actions.

Le désendettement, la reréglementation, l'augmentation des impôts et la réduction de la consommation sont quelques-uns des changements que Gross prévoit à la suite de l'éclatement des bulles de la dernière décennie. La démographie (l'explosion des baby-boomers se dirige vers la retraite) et le passage à l'épargne amènent Gross à conseiller aux investisseurs de se souvenir de Will Rogers « qui était d'avis au début des années 30 qu'il n'était pas aussi préoccupé par le retour sur son argent que par le retour de son argent. (William H. Gross, *Staying Rich in the New Normal*, PIMCO, juin 2009).



Source : RBC AM « Les perspectives d'investissement mondiales - Mise à jour sur les marchés financiers » par Daniel E. Chornous, 8 juillet 2009

Les excès des dernières années, y compris le déséquilibre entre la surproduction en Chine et la surconsommation aux États-Unis, vont prendre du temps à s'en sortir.

Sincèrement,

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