



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

Troisième Trimestre 2009

Les douze mois terminés le 30 septembre 2009 ont inclus la plupart des retombées de la pire crise financière depuis les années 1930. Votre portefeuille a eu un rendement total de 1,37% et H.B Holdings a eu un rendement de 0,57%, après frais. □ Les rendements depuis le début de l'année (9 mois) pour votre portefeuille, les rendements de l'année civile précédente et les rendements de l'indice sont joints. Un an après la crise financière la plus grave depuis la Dépression et, au milieu de la grande récession, semble un bon moment pour se souvenir. Je vous ai récemment envoyé un article assez long du New Yorker, « Huit jours », par James B. Stewart. J'ai trouvé que c'était une histoire palpitante de la « semaine la plus importante de l'histoire financière américaine depuis la Grande Dépression », du 12 au 19 septembre 2008. Mon impression écrasante du récit de Stewart dans les coulisses est que les principaux décideurs politiques du monde (Henry Paulson, Ben Bernanke et Timothy Geithner) n'en avait pas la moindre idée. Pas étonnant que c'était si terrifiant. (Stewart décrit une scène qui va juste devoir être dans le film : Après une réunion d'urgence sur la question de savoir si le gouvernement sauverait ou pourrait sauver Lehman Brothers, le secrétaire au Trésor Henry Paulson est interrogé sur A.I.G. Sa réponse : « Pourquoi, qu'est-ce qui ne va pas chez A.I.G ? » Le gouvernement a renfloué le géant mondial de l'assurance 3 jours plus tard.)

Il y a un an, le mois tumultueux d'octobre a donné les premières indications de la profondeur de la crise du crédit provoquée par l'effondrement de Lehman Brothers un mois plus tôt. RBC DS a rassemblé ces friandises :

- Du début à la fin, le S&P 500 perdrait près de 17%, ce qui en ferait le neuvième pire mois depuis 1930, mais même cela masquait l'intense volatilité qui prévalait pour le mois.
- Le marché a évolué en moyenne de 4% sur une base quotidienne pour le mois, avec quatre séances distinctes au cours desquelles les baisses ont dépassé. 5%, y compris le jour déchirant où la Chambre des représentants a rejeté TARP en direct sur [TV].
- Sur une période de 10 jours (10/1 à 10/10), le S&P 500 perdrait 30%, passant de 1 166 à 899.
- Entre l'effondrement, le S&P 500 a en fait généré ses deux plus fortes hausses en pourcentage en une seule journée en 76 ans (11,6% sur 10/13 et 10,8% sur 10/28)

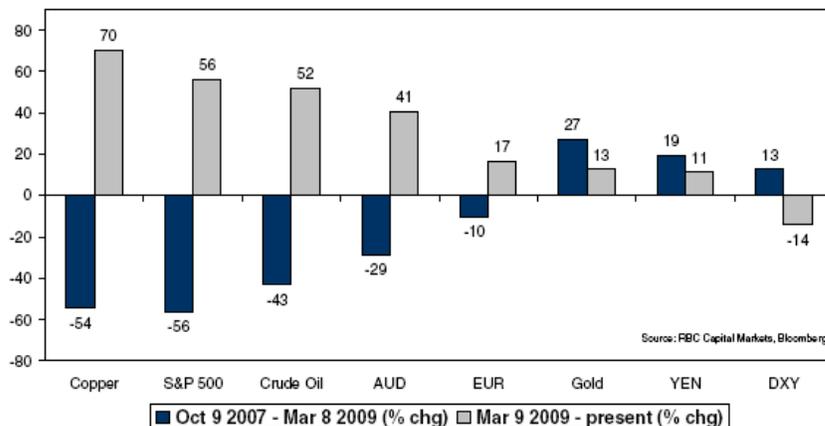
Un an plus tard, les retombées économiques de la crise financière sont évidentes. La récession aux États-Unis est la plus longue et la plus profonde en 80 ans. Les sept récessions américaines depuis la Seconde Guerre mondiale ont duré en moyenne 10 mois. Celui-ci a commencé en décembre 2007 et pourrait avoir pris fin cet été, après environ 20 mois. Le taux de chômage aux États-Unis a connu sa hausse la plus rapide jamais enregistrée, passant de moins de 5% en 2007 à près de 10% aujourd'hui, selon le rapport sur l'emploi de septembre publié par le Bureau of Labor Statistics des États-Unis. Le taux de chômage n'est resté inférieur à 10 % que parce que le taux d'activité a fortement diminué.

* 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.

Le taux d'emploi tout compris (U6), qui comprend les travailleurs mécontents et à temps partiel qui aimeraient être à temps plein, se situe maintenant à 17 %. La semaine de travail est réduite à 33 heures, un creux d'après la Seconde Guerre mondiale. Cela n'augure rien de bon pour les futurs taux d'emploi, car les entreprises sont susceptibles d'augmenter les heures de travail de leurs employés avant d'en embaucher de nouveaux.

Nous espérons que le chômage est un indicateur à la traîne et le marché semble compter là-dessus. Tout ce qui est tombé le plus aux creux du 9 mars a le plus augmenté depuis :

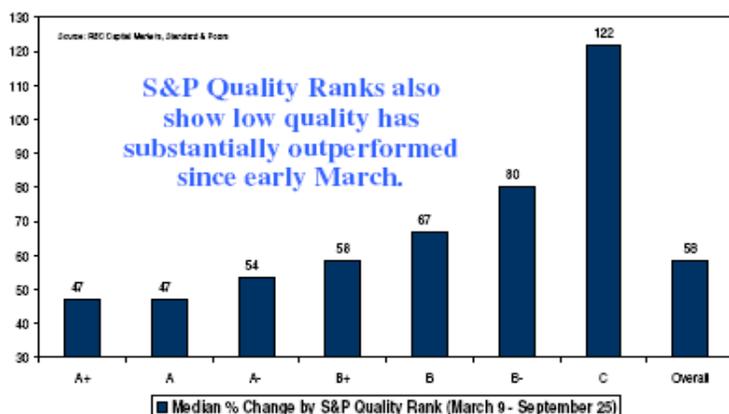
Performance avant et après le 9 mars
The Bigger they Drop, the Higher they Bounce



Source : Stratégie de placement RBC, 7 octobre 2009, page 6

Depuis mars de cette année, la plupart des actifs sont en hausse, à l'exception du dollar américain (DXY sur le graphique ci-dessus), qui est en baisse, bien que le dollar américain ait été à peu près la seule chose à monter pendant la crise. Il convient également de noter que les gains de chaque type d'actif depuis le 9 mars ont été dans l'ensemble proportionnels à l'ampleur de leurs ventes respectives menant au creux.

Une autre façon d'illustrer que les plus grands perdants sont devenus les plus grands gagnants est de trier les gains d'actions en fonction de leur cote de crédit :



Les actions dont les bilans sont les plus faibles, qui l'hiver dernier semblaient être confrontées à l'oubli, ont grimpé en flèche depuis les creux du 9 mars. Il est typique de la hausse précoce d'un nouveau marché haussier que les actions qui avaient été battues rebondissent fort. Ce qui a été inhabituel, c'est l'ampleur de la surperformance des actions de qualité inférieure.

Pour illustrer davantage l'adoption d'actifs risqués depuis mars 2009, considérez cette comparaison de l'indice composé TSX et du Fonds MSCI Marchés émergents :



Source : Tendence & Cycle « Up and Out ? » 9 septembre 2009 Page 1

Tout comme les produits de base, il en va de même pour les marchés émergents - et le Canada aussi.

En réponse à la volatilité sans précédent, nous avons été occupés. Tout au long de la crise et de la reprise, nous avons été guidés par notre politique d'investissement fondamentale : l'avenir est incertain. Du côté des titres à revenu fixe de votre portefeuille, il y a quelques années, il n'y avait presque rien d'autre que des obligations fédérales et provinciales, car elles ne rapportaient qu'un peu moins que les obligations de sociétés. Le risque était sous-évalué. L'automne et l'hiver derniers, les écarts de taux d'intérêt se sont considérablement élargis et, en réponse, nous avons vendu des obligations d'État liquides en faveur des municipalités, des CPG, des sociétés, même, dans certains cas des actions privilégiées. Alors que dans les années passées, nous aurions pu avoir une obligation d'État arrivant à échéance chaque année, nous avons maintenant une variété d'obligations de sociétés enfilées dans une échelle de différentes dates d'échéance. À partir de cet automne, l'opportunité dans les obligations de sociétés était en grande partie passée. Les écarts de taux d'intérêt sur les rendements des obligations de sociétés par rapport aux rendements des obligations d'État se sont de nouveau contractés. Les marchés ont été dans une certaine mesure dé-risqués une fois de plus.

Les marchés sont toujours en avance sur les fondamentaux, de sorte que les cours des actions reflètent déjà une reprise économique, même si nous ne savons toujours pas quel mois cela a commencé. Maintenant que les actions de faible qualité ont rebondi par rapport au creux de mars, nous devrions voir une rotation vers une phase de valeur fondamentale. Certains stocks restent peu coûteux. Nous avons acheté des sociétés de premier ordre avec des bilans solides qui paient régulièrement des dividendes croissants. Des investissements bien adaptés à ce que le roi des obligations Bill Gross a qualifié de « nouvelle économie normale » de désendettement, de déglobalisation et de re-réglementation.

Sincèrement,

George Stedman, CFA

Gestionnaire de portefeuille principal

Veillez nous rendre visite sur www.georgestedman.com