

# DIMENSIONS

Un rapport exclusif de Gestion privée TD Waterhouse inc.

## Correction boursière ou marché baissier?

PAR R.J. GORMAN, CFA, VICE-PRÉSIDENT, GROUPE CLIENTÈLE PRIVÉE, GROUPE FINANCIER BANQUE TD

**D**u début de mai au 13 juin, les marchés boursiers ont chuté, l'indice composé S&P/TSX canadien (« indice composé S&P ») reculant d'environ 13 % par rapport à son sommet, alors que l'indice S&P 500 américain (« S&P 500 ») accusait une perte plus modeste de 7 %. À l'étranger, les marchés émergents, de moindre envergure, ont dégringolé de 25 %. Les investisseurs habitués à de bons rendements constants depuis quelques années ont vécu un réveil brutal, et de pénibles souvenirs sont revenus hanter ceux qui se rappellent la débandade boursière de 2000-2002. Les marchés boursiers mondiaux ont enregistré une modeste reprise par rapport aux planchers du 13 juin, ce qui a amené les investisseurs à se demander ce qui se passait, s'ils allaient revivre la débâcle qu'on a connue au début de la décennie, et ce que cela signifiait pour leurs portefeuilles.

### Au commencement . . .

Le repli des marchés boursiers mondiaux s'explique par la faiblesse exceptionnelle des taux d'intérêt observée depuis quelques années. Après les événements du 11 septembre, la Réserve fédérale américaine (« la Fed ») a craint une profonde récession économique accompagnée d'une déflation, c'est-à-dire une baisse généralisée des prix. Pour parer à cette éventualité, la Fed a ramené son taux directeur à 1 %, le niveau le plus bas enregistré depuis très longtemps (voir le graphique 1). Ces taux d'intérêt exceptionnellement bas ont naturellement stimulé la demande de crédit, d'autant

plus que les banques centrales à travers le monde ont emboîté le pas. Après tout, qui ne voulait pas emprunter à des taux pratiquement nuls une fois l'inflation déduite?

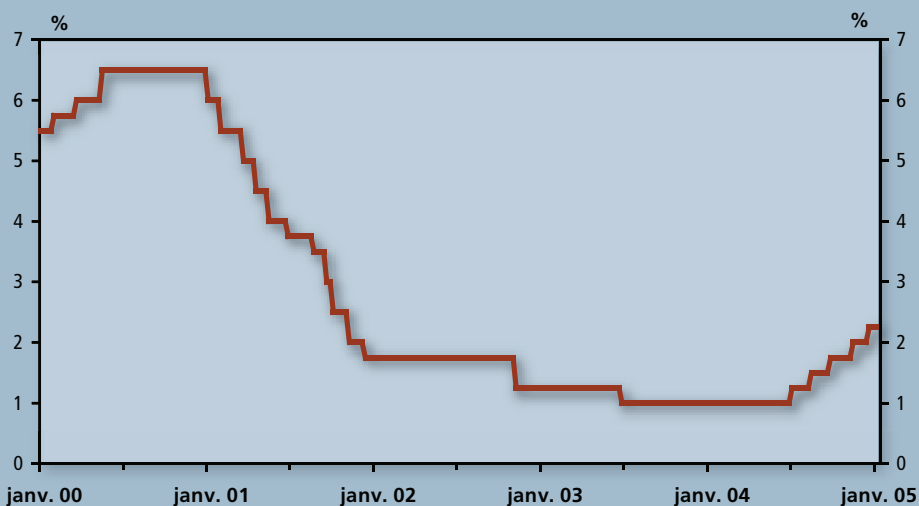
Cette détente monétaire a rempli son rôle, empêchant l'apparition de la récession et de la déflation, tout en favorisant une croissance mondiale synchronisée. En même temps, tout l'argent injecté dans le système financier – la « liquidité » dans le jargon de la finance – en raison des taux d'intérêt extrêmement bas, a créé ce qu'Alan Greenspan a appelé l'« inflation du prix des actifs » de l'immobilier, de certains actifs financiers

gnent tous d'un certain éclatement de cette « bulle de la liquidité ».

### Trois facteurs du déclin boursier

Trois facteurs apparentés ont récemment joué un rôle sur les marchés mondiaux. **Premièrement**, les taux d'intérêt à court terme ont monté aux États-Unis, la courbe de rendement est presque plate (voir le graphique 2) et les taux courts vont probablement continuer de grimper. Les lecteurs de notre autre bulletin, *Perspective d'investissement*, se rappelleront peut-être que nous avons souvent

### Graphique 1 - Taux directeur américain



Source: Réserve fédérale américaine

et des marchandises. Comme nous l'expliquerons plus loin, **le déclin récent du marché boursier et des marchandises ainsi que le repli du marché immobilier résidentiel aux États-Unis témoi-**

Suite à la page 2



**Waterhouse**

Services aux clients privés

## Correction boursière ou marché baissier?

Suite de la page 1

parlé des conséquences de l'aplatissement de la courbe de rendement au cours des dernières années. Le resserrement du crédit qui en résulte laisse présager un ralentissement de l'économie américaine, ce qui nuira aux bénéfices des sociétés.

**Deuxièmement**, le secteur de l'habitation, sensible aux taux d'intérêt, a été un moteur de l'économie américaine ces dernières années, mais il se ressent du resserrement du crédit et donne des signes de mollesse évidente. L'atonie imminente du secteur immobilier résidentiel aux États-Unis était l'une des grandes inquiétudes que nous avons mentionnées dans le numéro de janvier dernier de *Perspective d'investissement*.

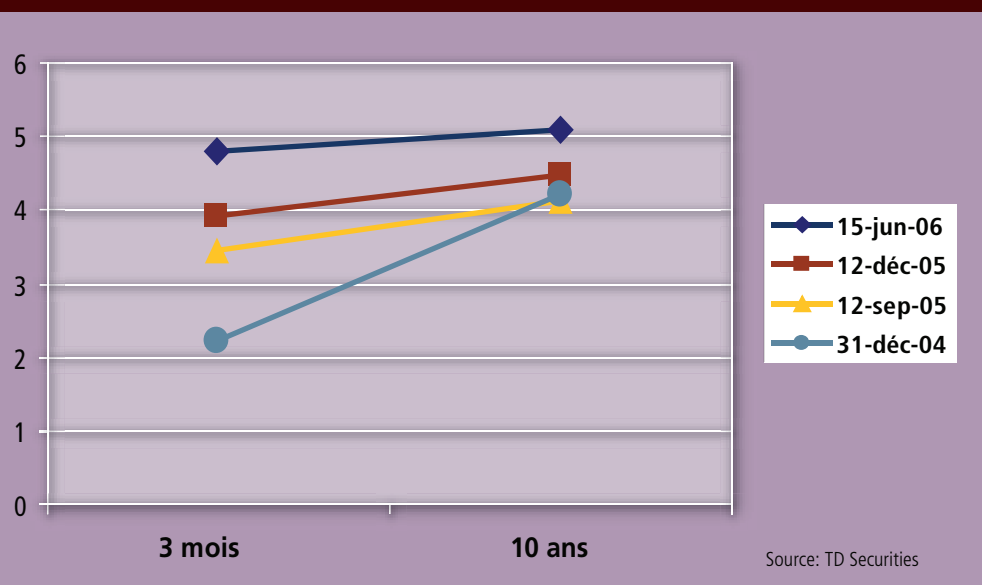
**Troisièmement**, après une forte progression, les prix des marchandises ont reculé, anticipant une baisse de la demande due au ralentissement prochain de l'économie américaine et à ses répercussions autour du globe.

### Ce qui s'est passé jusqu'à présent

**Les marchés émergents, principalement en Asie, en Amérique latine et en Europe de l'Est, ont enregistré les pires chutes**; ils ont perdu le quart de leur valeur en cinq semaines. Même si généralement, **les portefeuilles des clients sont peu exposés à ce secteur volatil**, il est utile de comprendre ce qui s'est passé. Durant les périodes de détente monétaire et d'expansion rapide comme celle que nous avons connue au cours des dernières années, les investisseurs développent le goût du risque et injectent des fonds dans les marchés émergents plus volatils. Lorsque le crédit se resserre et que la croissance ralentit, comme c'est le cas maintenant, ces marchés sont les plus durement touchés.

Plus près de nous, rappelons que les marchés boursiers canadiens et américains ont reculé respectivement de 13 %

### Graphique 2 - Aplatissement de la courbe de rendement



et de 7 % par rapport à leurs sommets du début de mai; au moment d'écrire ces lignes, ils accusent une légère baisse en 2006. Les titres cycliques – ceux qui souffriraient le plus d'un ralentissement de l'économie – ont été les grands perdants de part et d'autre de la frontière. **Comme nous construisons généralement les portefeuilles de nos clients pour qu'ils soient de nature plus défensive et moins sensibles aux fluctuations de l'économie, vos portefeuilles ont été moins volatils que les marchés nord-américains dans l'ensemble.** Aux États-Unis, les petites sociétés (petites capitalisations) ont passé le flambeau aux grandes capitalisations de qualité – comme en fait foi le recul de 12 % de l'indice Russell 2000 des petites capitalisations par rapport à la glissade de 7 % du S&P 500. **Comme le volet américain de vos portefeuilles sous-pondère les petites capitalisations et surpondère les grandes capitalisations défensives, la situation a été avantageuse pour vous.**

### Correction ou marché baissier?

En règle générale, on considère qu'une correction boursière consiste en une baisse de 10 % ou plus du cours des actions qui ne signale pas un changement fondamental dans la tendance à la hausse, c'est-à-dire un marché haussier. Un marché baissier sous-entend une chute des cours des actions suffisante pour entraîner un changement de direction du marché. Sommes-nous, comme certains investisseurs le redoutent, à la veille d'une longue glissade comme celle de 2000-2002? Voyons ce que disent quelques indicateurs clés.

Commençons par les valorisations, alors et maintenant, représentées par le ratio cours/bénéfice. Au milieu de l'année 2000, le ratio cours/bénéfice de l'indice composé S&P/TSX et du S&P 500 s'établissait à environ 30X, alors qu'il se situe aujourd'hui entre 15 et 17X, selon qu'on choisit de mesurer les bénéfices sur 12 mois, les bénéfices actuels ou les bénéfices prévus. Dans un cas comme dans l'autre, **les actions sont beaucoup moins chères aujourd'hui, comme le montre leur ratio cours/bénéfice,**

# Correction boursière ou marché baissier?

Suite de la page 2

qu'elles ne l'étaient en 2000 (voir le graphique 3), et les ratios cours/bénéfice actuels n'ont rien d'excessifs, quel que soit le point de comparaison retenu.

Le ratio cours/bénéfice est une mesure valable d'évaluation, mais ne devrait pas être considéré isolément. Il est important de tenir compte aussi des placements à revenu fixe, en particulier du titre-phare de cette catégorie d'actif, l'obligation de 10 ans. Comme l'illustre le graphique 4, les rendements obligataires canadiens et américains sont actuellement beaucoup plus faibles qu'ils l'étaient il y a six ans, en juin 2000. Au Canada, le taux de l'obligation à 10 ans est passé de 5,86 % à 4,40 % durant cette période; aux États-Unis, le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans était de 6,10 % en juin 2000, contre 5,10 % aujourd'hui. Par conséquent, **non seulement les actions coûtent-elles moins cher aujourd'hui, mais elles représentent**

**également une bonne valeur par rapport aux placements à revenu fixe.**

Pour mettre en contexte ces deux mesures de la valeur, nous pouvons employer le modèle de la Fed, ainsi appelé parce qu'il a été popularisé par Alan Greenspan en 1997 comme mesure de la valeur relative. Ce modèle compare le ratio bénéfice/cours du marché boursier au rendement de l'obligation à 10 ans. Historiquement, les deux sont proches et si le ratio bénéfice/cours des actions tombe bien en-dessous du taux de l'obligation, cela signifie que les actions sont dispendieuses. À l'inverse, un ratio bénéfice/cours plus élevé est le signe d'un marché boursier attrayant. Comme l'illustre le graphique 5, **même si nous utilisons le ratio bénéfice/cours plus conservateur qui indique un ratio cours/bénéfice égal à 17X le bénéfice, les actions constituent une meilleure valeur qu'elles ne l'étaient en 2000, et**

**surtout, une valeur solide aujourd'hui.**

**Par conséquent, toute comparaison avec l'an 2000 peut s'avérer trompeuse et il est peu probable que nous assistions maintenant à l'avènement d'une longue descente des marchés comparable à celle du début de la décennie.**

## La perspective

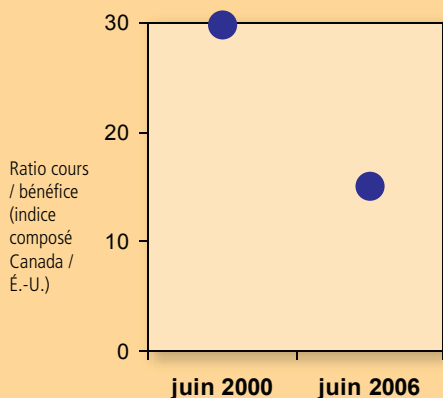
La récente chute des bourses mondiales a été le premier recul important en plus de trois ans; elle aurait dû survenir plus tôt et s'est produite à une période de repli saisonnier, soit entre mai et septembre. Comme il est probable que la Fed continuera sa politique de resserrement à court terme et que les autres banques centrales lui emboîteront le pas, les actions sont peu susceptibles de remonter durant cette période.

Suite à la page 4

## 2000 et 2006 – Alors et maintenant

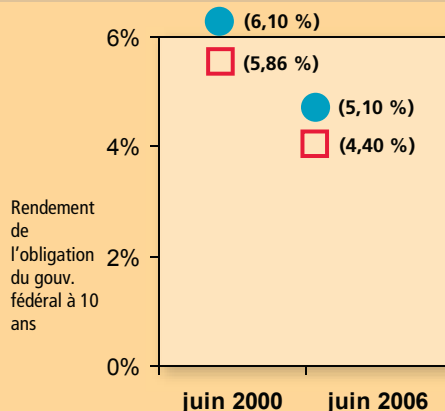
Graphique 3

Les actions sont beaucoup moins chères aujourd'hui...



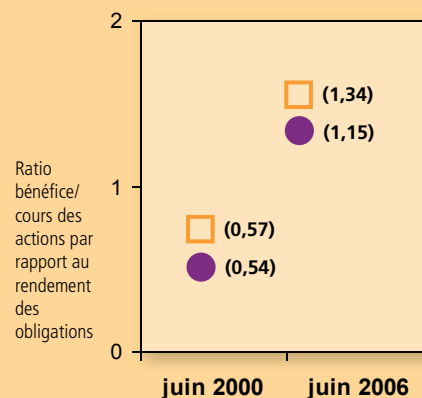
Graphique 4

...alors que les rendements obligataires sont plus bas...



Graphique 5

...et que les actions représentent une meilleure valeur



● Rendement de l'obligation américaine à 10 ans  
 □ Rendement de l'obligation canadienne à 10 ans

● Ratio bénéfice/cours du S&P 500 ÷ rendement de l'obligation du Trésor à 10 ans  
 □ Ratio bénéfice/cours de l'indice composé S&P/TSX ÷ rendement de l'obligation fédérale à 10 ans

## Correction boursière ou marché baissier?

Suite de la page 3

Nous pourrions plutôt assister à un autre repli relativement modeste qui entraînerait l'indice composé TSX et les indices américains encore plus bas que leurs récents niveaux planchers.

**À moyen terme, nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt à court terme se stabilisent à l'automne aux États-Unis et commencent probablement à baisser plus tard dans l'année à la suite de la baisse de régime de l'économie américaine. Cela relancerait les marchés boursiers au quatrième trimestre. Aussi prévoyons-nous toujours une modeste progression des marchés boursiers nord-américains pour l'ensemble de l'année.**

**Les taux obligataires vont probablement chuter légèrement durant la deuxième moitié de l'année et le prix des obligations devrait augmenter**, en raison du ralentissement prévu de l'économie américaine. Cela compensera en partie les rendements nominaux réalisés par les détenteurs d'obligations depuis le début de l'année.

Compte tenu du resserrement du crédit et du ralentissement de l'économie américaine, les investisseurs continueront de se tourner vers les titres défensifs de grandes capitalisations de qualité supérieure qui dominent le volet américain des portefeuilles de nos clients.

Notre prévision comporte trois grands risques. **Premièrement**, la Fed pourrait hausser les taux d'intérêt à court terme

de manière à créer une courbe de rendement inversée pendant assez longtemps pour provoquer une récession, diminuer les bénéfices des entreprises et causer des problèmes sur le marché boursier.

**Deuxièmement**, le déclin du marché de l'habitation aux États-Unis pourrait s'aggraver. **Troisièmement**, un repli marqué des prix des marchandises dans le monde nuirait au marché boursier canadien. Il va sans dire que nous surveillons ces questions de près. ■

### Résumé

- Nous avons adopté une série de mesures pour protéger vos portefeuilles de la conjoncture boursière mondiale défavorable (voir l'encadré).
- Malgré ce qui précède, les relevés du 30 juin rappelleront aux clients que les marchés des capitaux peuvent reculer autant que progresser et que les rendements réalisés au premier trimestre de cette année sont généralement effacés au deuxième trimestre.
- Les marchés resteront agités durant l'été et le début de l'automne, car les investisseurs évalueront les conséquences des décisions de la Fed.
- Nous ne croyons pas que la récente baisse des cours annonce un long marché baissier prononcé. Selon nous, les bourses mondiales traversent plutôt une phase de correction et rebondiront probablement au dernier trimestre de l'année.

## Mesures préventives pour protéger votre capital

- ☑ Réduction de l'exposition aux actions depuis un certain temps pour réduire le risque.
- ☑ Diminution sélective de positions dans des titres canadiens cycliques.
- ☑ Surpondération des titres défensifs de grandes capitalisations dans le volet des actions américaines.
- ☑ Sous-pondération des petites capitalisations américaines.
- ☑ Obligations assorties d'échéances plus courtes que la référence et surpondération des obligations de sociétés afin de réduire la volatilité et d'accroître le revenu.
- ☑ Sous-pondération des fiducies de ressources volatiles et surpondération des fiducies de qualité supérieure, caractérisées par des distributions de revenu stables.

[www.tdwaterhouse.ca](http://www.tdwaterhouse.ca)

1-800-465-5463

*Dimensions* est publié par Gestion privée TD Waterhouse inc., filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion pour l'information exclusive de ses clients.

Les énoncés du présent bulletin sont fondés sur des sources jugées fiables, mais dont l'exactitude et l'exhaustivité ne sont pas garanties. Le présent bulletin n'a pas pour but de fournir des conseils juridiques, fiscaux ou de placement, et nul ne doit le considérer comme une sollicitation d'achat de titres ou de tout autre placement. La Banque Toronto-

Dominion, ses filiales et ses entités liées ne sont pas responsables des erreurs et omissions dans les renseignements ni des pertes ou dommages subis.

Les données du présent bulletin sont à jour au 23 juin 2006.

Services aux clients privés et le Groupe Financier Banque TD désignent chacun La Banque Toronto-Dominion et ses sociétés affiliées qui offrent des produits et des services relatifs aux dépôts, aux placements, aux prêts, aux valeurs mobilières, aux fiducies, aux assurances et autres.

Toutes les autres marques de commerce appartiennent à leurs détenteurs respectifs.

TD Waterhouse est une marque de commerce de La Banque Toronto-Dominion, utilisée sous licence.

© 2006 Gestion privée TD Waterhouse inc. Tous droits réservés.



**Waterhouse**

Services aux clients privés