

DIMENSIONS

Un rapport trimestriel exclusif de Gestion privée TD Waterhouse Inc.¹

La volatilité des marchés des capitaux et votre portefeuille

PAR R.J. GORMAN, CFA, STRATÈGE EN CHEF DES PORTEFEUILLES, TD WATERHOUSE

Le parcours en montagnes russes qu'ont récemment connu les marchés des capitaux, caractérisé par des hausses et des baisses déconcertantes, a poussé de nombreux investisseurs à prendre des Gravol afin de faire face à la situation. Qu'arrive-t-il et pourquoi, où en sommes-nous et que devrait-il se produire prochainement?

Faits récents

Le graphique 1 illustre la hausse de la volatilité des marchés boursiers au cours de la dernière année. L'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange (CBOE) (l'indice VIX) mesure l'augmentation marquée des fluctuations du marché boursier américain, cet indice ayant plus que doublé par rapport à ses niveaux très bas en mai 2007. Cette tendance s'est répétée dans les marchés boursiers du monde entier, y compris celui du Canada. Votre imagination ne vous a donc pas joué de tours : il y a vraiment eu davantage de volatilité dernièrement.

Pourquoi ce vertigineux parcours en montagnes russes est-il survenu? Les causes sous-jacentes sont la chute de la croissance économique entraînée par la crise des prêts hypothécaires à risque élevé et l'incidence de celle-ci sur les marchés du crédit (pour en savoir davantage, consultez le numéro d'août 2007 du bulletin Dimensions et le bulletin Perspective d'investissement de l'automne 2007). Les principales banques des États-Unis, de l'Europe et, dans une moindre mesure, du Canada, ont absorbé près de 200 milliards de dollars américains en radiations entraînées par cette crise, et leurs actions en ont payé le prix. À titre d'exemple, les actions des banques américaines ont dégringolé de 37,54 % durant l'exercice terminé le 29 février 2008. Bien que ce repli ait principalement touché les actions des banques et des prêteurs régionaux se concentrant uniquement sur le financement hypothécaire, soit des groupes qui ne sont pas représentés dans votre portefeuille, la dégringolade des actions des

banques américaines a causé beaucoup de tort jusqu'à maintenant et elle fait persister l'inquiétude quant aux événements à venir.

La crainte pure susmentionnée est en grande partie responsable de l'instabilité récente au sein des marchés des capitaux. À long terme, les investisseurs des marchés sont rationnels, mais lorsque les fluctuations sont extrêmes, ce sont leurs émotions qui prennent le dessus. Lors des pics boursiers, l'émotion se traduit par l'appât du gain, mais lorsque les marchés sont baissiers, c'est la peur qui règne, car les investisseurs craignent le pire et deviennent moins enclins à courir des risques.

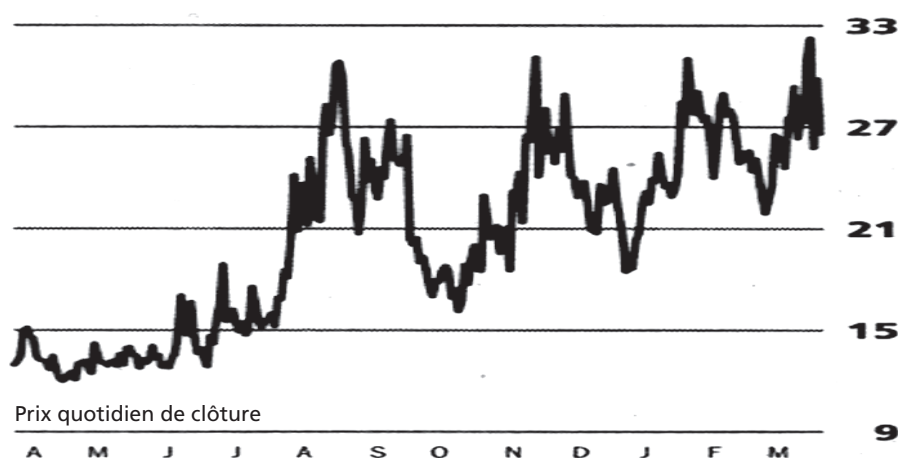
Situation actuelle des marchés

Le sentiment de peur des investisseurs et leur aversion pour le risque en découlant ont entraîné une ruée classique vers les titres de qualité, c'est-à-dire que les actifs les plus volatils ont été vendus et que des titres considérés comme sécuritaires ont été achetés. La surenchère des prix des obligations du gouvernement du Canada, en raison de laquelle l'émission de 10 ans enregistre maintenant un rendement modeste de 3,5 %, témoigne bien de cette tendance. Compte non tenu de l'inflation d'environ 2 %, le rendement réel de ces obligations est de 1,5 %, ce que les investisseurs sont prêts à accepter, car ils craignent des pertes éventuelles dans d'autres placements.

La comparaison de la valeur des actions et des obligations illustre la situation actuelle. Ceux qui ont lu d'autres numéros du présent bulletin se rappellent peut-être le modèle de la Fed, lequel est utilisé afin de

Suite à la page 2

Graphique 1 – Indice de volatilité du CBOE



Source : CBOE

La volatilité des marchés des capitaux et votre portefeuille

Suite de la page 1

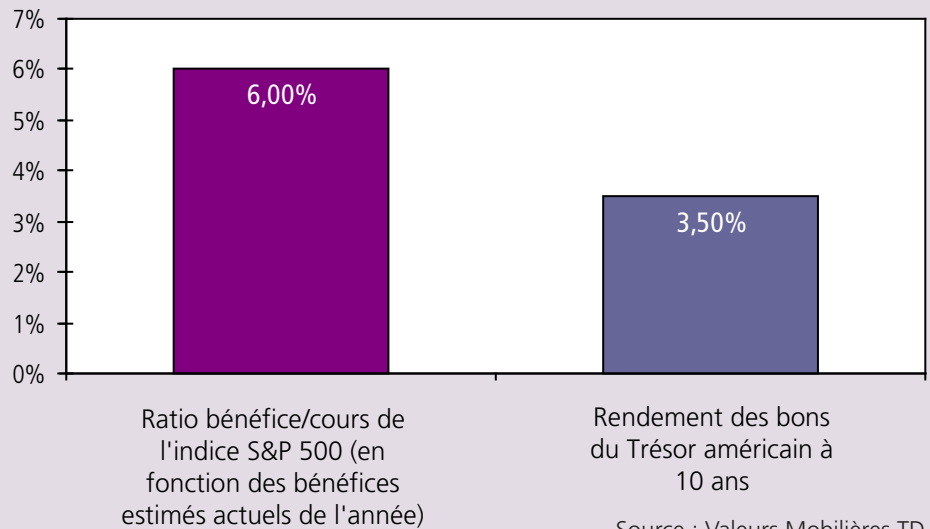
mesurer la valeur relative des actions et des obligations américaines. En bref, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est comparé au ratio bénéfice/cours des actions (bénéfice de l'entreprise divisé par le cours des actions). Normalement, ces deux mesures sont proches, et des écarts extrêmes indiquent souvent la baisse du marché. Le graphique 2 présente un rendement actuel des obligations à 10 ans d'environ 3,5 % par rapport à un ratio bénéfice/cours d'environ 6 %, soit un écart très grand comparable à celui du Canada. Cet écart indique que les actions sont moins chères que les obligations d'État. Même s'il est probable que le rendement des obligations d'État augmentera lorsque la ruée vers les titres de qualité cessera et que le ratio bénéfice/cours pourrait diminuer, ce qui réduirait l'écart, la valeur des actions demeure favorable pour l'instant.

Il est important de mentionner que la politique monétaire américaine est maintenant très stimulante. La Réserve fédérale, banque centrale des États-Unis, a diminué son taux de référence à court terme, le taux des fonds fédéraux, depuis l'automne dernier, lequel est passé de 5,25 % à 2,25 % à l'heure actuelle, et d'autres baisses surviendront probablement prochainement. Cette réduction des taux d'intérêt à court terme devrait considérablement réduire les taux par rapport au rendement des obligations à long terme (p. ex., obligations à dix ans) et devrait être avantageuse pour le système bancaire américain et les marchés des capitaux en général. Le graphique 3 présente l'« accentuation de la courbe du rendement », laquelle devrait devenir manifeste plus tard cette année. De plus, les remboursements de taxe du gouvernement américain, lesquels visent à stimuler l'économie, se retrouveront dans les poches des consommateurs vers la mi-année et devraient avoir un effet positif.

Certains autres indicateurs doivent également être pris en considération. Les sondages sur l'opinion des investisseurs, lesquels évaluent l'inclination positive ou négative des investisseurs envers le marché des actions, sont souvent utiles, car ils constituent généralement de bons indicateurs de contradictions. À l'heure actuelle, ces sondages rapportent un sentiment

Graphique 2 - La valeur des actions est bonne par rapport à celle des obligations

Le ratio bénéfice/cours prévu de l'indice S&P 500 suppose un multiple de capitalisation des bénéfices de 16,6 fois les bénéfices prévus de 2008. Ce multiple reflète un point de vue plus prudent par rapport aux bénéfices américains que celui faisant consensus au sein des analystes, lequel est probablement trop optimiste.



Source : Valeurs Mobilières TD

extrêmement négatif, soit un indicateur positif, qui n'a pas été observé depuis les ennuis du marché américain au début de 2003.

Entre-temps, les dirigeants d'entreprises (souvent appelés les « initiés ») sont actuellement des acheteurs nets importants des actions de leurs propres entreprises. Il convient de noter cette tendance, car les initiés sont souvent bien placés pour déterminer les clients éventuels des actions de leurs entreprises.

En outre, les titres des fonds du marché monétaire atteignent des niveaux très élevés aux États-Unis, et les gestionnaires de fonds américains disposent d'un excès d'espèces, collectivement; un pouvoir d'achat latent devrait donc être utilisé ultérieurement.

Votre portefeuille

Actuellement, les portefeuilles des clients présentent, dans l'ensemble, une légère surpondération en matière d'actions, car ils contiennent davantage d'actions que d'obligations et de quasi-espèces. Par exemple, un portefeuille équilibré moyennement risqué aurait une pondération d'actions de 53 %, le reste du portefeuille

étant constitué d'obligations et de titres du marché monétaire. Ces données se comparent à une pondération d'actions de près de 58 % il y a plusieurs années, que nous avons réduite afin de refléter une perspective plus prudente. Cette mesure a été prise tôt, mais elle s'est avérée bénéfique durant la dernière année. Nous conservons cette répartition pour l'instant, car nous sommes d'avis que les actions devraient enregistrer un rendement supérieur à celui des obligations, mais la marge n'entraînera pas une surpondération importante des actions.

En ce qui concerne votre composante en actions, nous conservons une pondération canadienne relativement élevée, mais en deçà du niveau du début de 2007. Bien que les portefeuilles de chaque client diffèrent, les actions canadiennes représentaient environ 70 % de toutes les actions au début de 2007, soit une pondération très élevée qui s'est avérée avantageuse, notre marché des actions et nos devises ayant affiché de solides rendements. Nous avons fait passer ce chiffre à environ 60 % afin de réduire le risque d'avoir une pondération très concentrée en actions canadiennes et, par le fait même, dans les secteurs des

La volatilité des marchés des capitaux et votre portefeuille

Suite de la page 2

services financiers et de l'énergie, et aussi pour profiter d'occasions intéressantes dans d'autres secteurs. Cette stratégie n'a pas porté ses fruits jusqu'à maintenant, mais nous nous attendons à du changement de ce côté, car nous constatons une rotation en faveur des secteurs moins cycliques, et le dollar canadien, qui a perdu quelques cents en 2008 jusqu'à présent, s'en ressent davantage en raison des données sur la faiblesse de l'économie.

Votre exposition aux actions américaines se concentre surtout sur les actions de sociétés plus importantes, appelées les « sociétés à forte capitalisation », un secteur qui, de notre avis, s'en sortira mieux que celui des sociétés moins importantes, appelées les « sociétés à faible capitalisation ». Cette stratégie s'est avérée avantageuse puisque les actions de nos sociétés plus importantes ont affiché un rendement nettement supérieur à celui des actions de sociétés à faible capitalisation au cours des 15 derniers mois. Néanmoins, l'appréciation du huard a plus que compensé le bon choix des actions, ce qui a entraîné des rendements négatifs des actions américaines, lorsque ceux-ci sont exprimés en dollars canadiens. Comme il a été indiqué plus haut, cette situation devrait changer si le dollar canadien perd du terrain au cours des mois à venir.

En ce qui concerne les marchés outre-mer, il faut retenir la chute marquée des marchés émergents, secteur auquel nous sommes peu exposés et que nous trouvons préoccupant. La Chine, en particulier, a été durement touchée, affichant une diminution de 40 % par rapport à son sommet de 2007. Comme l'ont souligné des numéros

précédents du bulletin, notre exposition à la Chine est surtout indirecte; les difficultés récentes du marché de Shanghai vous ont donc très peu touché.

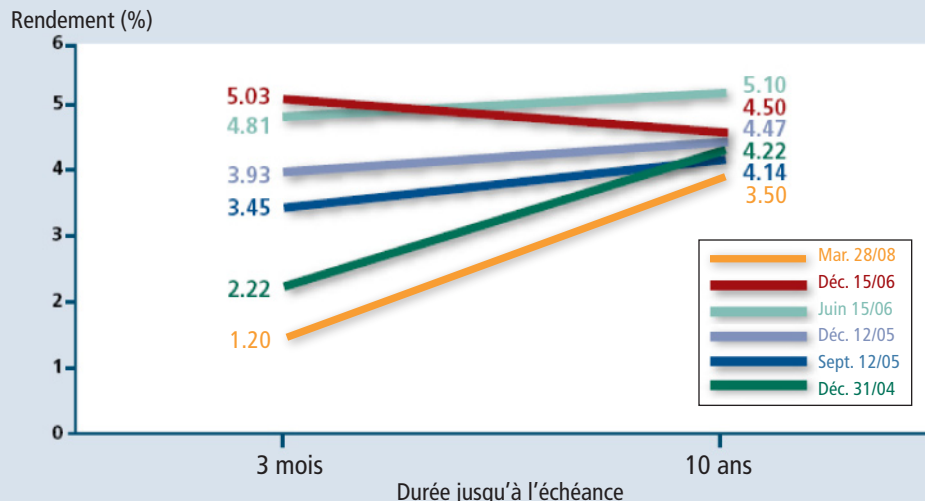
En ce qui concerne vos obligations, nous avons une surpondération d'émissions de sociétés de grande qualité, qui ont enregistré de meilleurs résultats que les obligations d'État par le passé, surtout en raison des versements d'intérêts plus élevés aux porteurs d'obligations des émissions des sociétés. Cela n'a pas été le cas en 2007, mais nous prévoyons que le rendement supérieur historique des émissions de sociétés devrait se produire de nouveau, plus tard en 2008.

À venir

La peur, comme il a été mentionné précédemment, a été l'émotion dominante au sein des marchés dernièrement, ce qui a contribué à la hausse de la volatilité. La peur des investisseurs n'est pas injustifiée, car la crise du crédit et les problèmes du secteur immobilier aux États-Unis sont sérieux et dureront longtemps. Selon nous, les marchés des actions ont chuté en prévision d'un ralentissement économique, se dirigent vers un creux en raison de la volatilité extrême et devraient reprendre de la vigueur en vue d'une certaine amélioration au de la seconde moitié de 2008. Les valeurs, les politiques monétaire et fiscale aux États-Unis et le sentiment des investisseurs indiquent que ce sera le cas.

Graphique 3 - Accentuation de la courbe de rendement aux États-Unis

La courbe de rendement aux États-Unis s'est maintenant accentuée, ce qui laisse présager une reprise de l'économie.



Source : Valeurs Mobilières TD

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 données du présent bulletin sont à jour en date d'avril 2008.

Les énoncés contenus aux présentes 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 personnels financiers, juridiques, fiscaux ou de placement; il ne sert qu'à des fins d'information. Les graphiques et tableaux sont utilisés aux fins d'illustration seulement et ne rendent pas compte des valeurs futures ou du rendement futur d'un fonds ou d'un portefeuille. Les placements devraient être évalués en

fonction des objectifs de placement et de la tolérance au risque de chaque client.

Gestion privée TD Waterhouse Inc., La Banque Toronto-Dominion, ses sociétés affiliées et ses divisions apparentées ne sont pas responsables des erreurs et omissions dans les renseignements fournis ni des pertes ou dommages qui pourraient en découler.

Gestion privée TD Waterhouse Inc. et La Banque Toronto-Dominion, ses dirigeants, ses administrateurs, ses filiales ou ses délégués peuvent détenir certains titres mentionnés dans le présent bulletin et peuvent, de temps à autre, acheter ou vendre ces titres sur le marché boursier ou autrement.

1 Gestion privée TD Waterhouse Inc. est une filiale de La Banque Toronto-Dominion.

Toutes les marques de commerce demeurent la propriété de leurs propriétaires respectifs.

^{MD} Marque de commerce de La Banque Toronto-Dominion, utilisée sous licence.

© 2008 TD Waterhouse



Waterhouse

La richesse de l'expérience