

## « HIGH, WITH A LITTLE HELP FROM THE FED »

# LA BOURSE ENTAME-T-ELLE LES DERNIERS KILOMÈTRES D'UNE LONGUE COURSE?

Les problèmes du crédit hypothécaire américain et la crise financière qui en a résulté ont entraîné les indices boursiers mondiaux à la baisse à partir de la fin de juillet. Les banques centrales ont rapidement réagi en injectant massivement des liquidités afin de stabiliser le marché interbancaire dans un premier temps et les autres marchés dans un deuxième temps. Puis, la Réserve fédérale américaine a fait un pas de plus afin de prévenir tout dérapage en abaissant la cible des fonds fédéraux de 50 points de base. Les Bourses, qui avaient déjà rebondi, en ont profité pour remonter davantage vers leur sommet de juillet.

Dans ce *Point de vue économique*, nous montrons que la situation actuelle, à l'instar de celle qui prévalait en 1998, se prête à la poursuite du marché boursier haussier. En plus de l'assouplissement monétaire en cours, qui donnera un second souffle à la progression boursière, la croissance relativement soutenue des profits des entreprises, la valorisation équilibrée des marchés nord-américains, les importants rachats d'actions, les bas taux d'intérêt en termes réels et le contexte économique mondial devraient permettre à la Bourse d'atteindre de nouveaux sommets. L'évolution des indices devrait cependant demeurer volatile à court terme, et des risques à la baisse sont toujours présents.

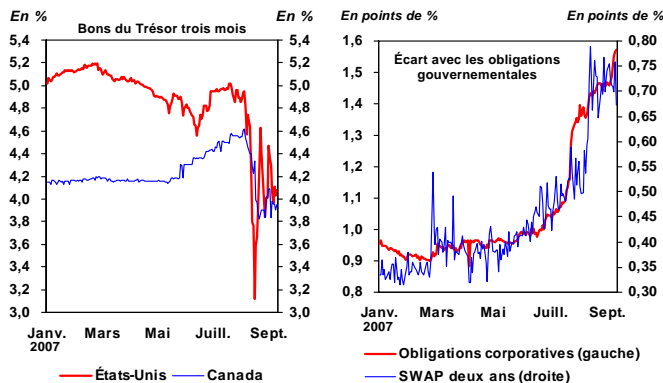
### Distorsion sur le marché monétaire

L'accentuation des craintes envers les défauts de paiement au sein du crédit hypothécaire à risque (*subprime*) a créé une véritable commotion sur les marchés monétaires de la planète au cours de l'été. Les problèmes de liquidités liés à la perte de confiance des investisseurs envers le papier commercial adossé à des actifs (PCAA) ainsi qu'une réappréciation globale du risque ont incité grand nombre d'intervenants du marché à privilégier les valeurs refuges, portant les taux des

bons du Trésor et les taux obligataires en forte baisse. À l'inverse, les préoccupations quant à la qualité du crédit des banques et des sociétés ont poussé les écarts des taux swaps et des obligations corporatives à la hausse (graphique 1).

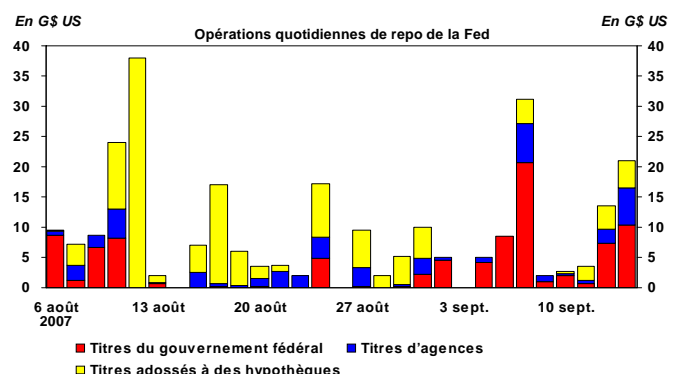
Face au manque flagrant de liquidités, les grandes banques centrales ont dû intervenir afin d'atténuer les pressions à la hausse sur les taux du financement interbancaire à un jour. Des montants importants de liquidités ont été injectés, et la liste et la durée des garanties de prises en pension ont, dans

**Graphique 1 – La ruée vers les valeurs refuges a poussé les taux des titres gouvernementaux en forte baisse**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 2 – La Fed a ajouté beaucoup de liquidités dans le système interbancaire**



Sources : Réserve fédérale de New York et Desjardins, Études économiques

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Yves St-Maurice**  
Directeur et économiste en chef adjoint

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste

**Martin Lefebvre**  
Économiste senior

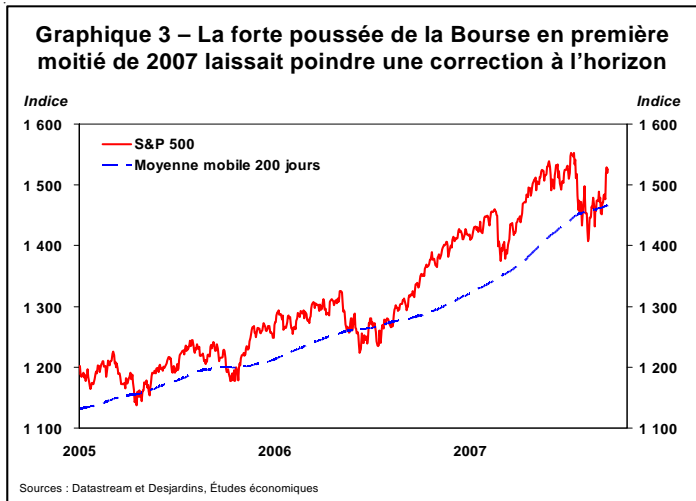
**Hendrix Vachon**  
Économiste

Tél. : 514 281-2336  
ou 1 866 866-7000, poste 2336  
desjardins.economie@desjardins.com

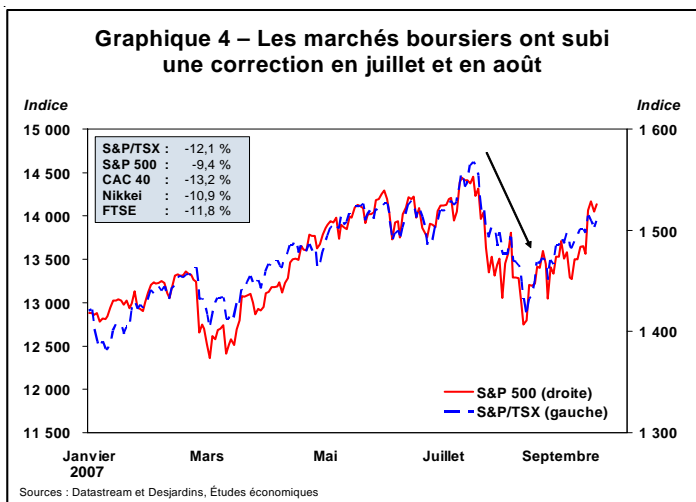
bien des cas, été élargies (graphique 2). En un tournemain, ce qui était considéré comme un problème spécifique à l'économie américaine s'est amplifié en un risque systémique planétaire.

**Correction boursière et volatilité**

Les places boursières n'ont pas été épargnées. Certes, la hausse rapide des indices en première moitié de 2007 laissait entrevoir une croissance beaucoup plus modérée en deuxième moitié d'année, et il existait des risques de correction. Cependant, il était difficile d'imaginer que l'été serait aussi mouvementé (graphique 3).

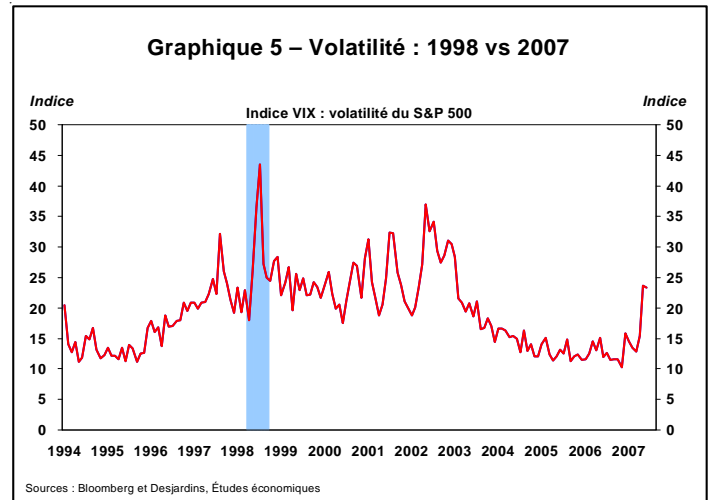


Le mois de juillet avait pourtant commencé sur une note positive, et la plupart des indices nord-américains ont établi de nouveaux sommets le 19 juillet. À cette date, le S&P 500 était en hausse de 9,5 % depuis le début de 2007. Au Canada, le S&P/TSX faisait encore mieux avec des gains de plus de 13 %. L'accumulation de nouvelles confirmant les problèmes du secteur résidentiel américain et les difficultés financières des prêteurs hypothécaires et de certains fonds de couverture a cependant ramené à l'avant-plan les risques liés aux hypothèques de moindre qualité. Les Bourses ont alors



amorcé un recul qui s'est accentué lorsque la crise hypothécaire a entraîné un manque aigu de liquidités sur le marché monétaire et fait craindre une importante contraction du crédit (graphique 4).

À la mi-août, les indices boursiers nord-américains sont ainsi descendus sous leur niveau du début d'année. En plus de reculer, les places boursières sont devenues très volatiles durant la crise (graphique 5).

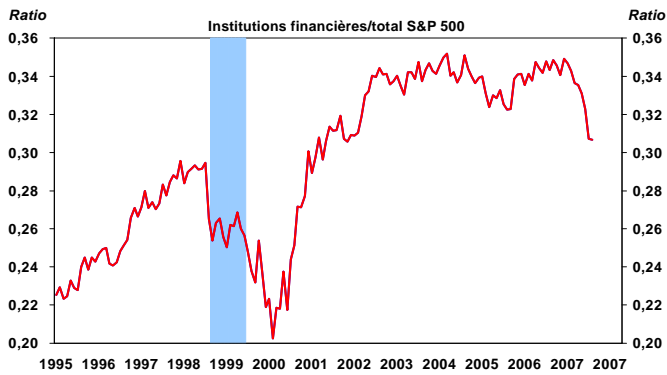


La situation s'est légèrement calmée au cours des dernières semaines. Il faut dire que l'étendue des problèmes provoqués par la crise des prêts hypothécaires a changé la donne concernant la politique monétaire américaine. Après avoir d'abord promptement réagi en abaissant son taux d'escompte de 50 points de base et en publiant un communiqué dans lequel la lutte à l'inflation laissait place aux inquiétudes causées par la crise des prêts hypothécaires, la Réserve fédérale américaine (Fed) a montré sa ferme intention de prévenir le moindre signe de dérapage en abaissant de 50 points de base les taux directeurs le 18 septembre dernier. La nouvelle a été bien accueillie par les intervenants de marché, permettant aux indices boursiers de remonter davantage vers leur niveau d'avant-crise.

**La crise a changé le contexte financier**

On doit maintenant se demander en quoi la récente crise financière a modifié les perspectives boursières. En premier lieu, il est évident que les entreprises qui ont profité du crédit hypothécaire de moindre qualité se retrouvent aujourd'hui dans une situation plus difficile. C'est principalement le secteur financier qui sort meurtri de la crise. En plus de devoir absorber une part importante des pertes résultant des défauts de paiement sur les hypothèques, les institutions financières devront composer avec la crise de liquidités et la réappréciation du risque. Leurs revenus seront donc certainement plus faibles que ce qui était anticipé avant la crise. Les prix des actions des institutions financières ont toutefois déjà beaucoup diminué pour refléter ce nouveau contexte. La sous-

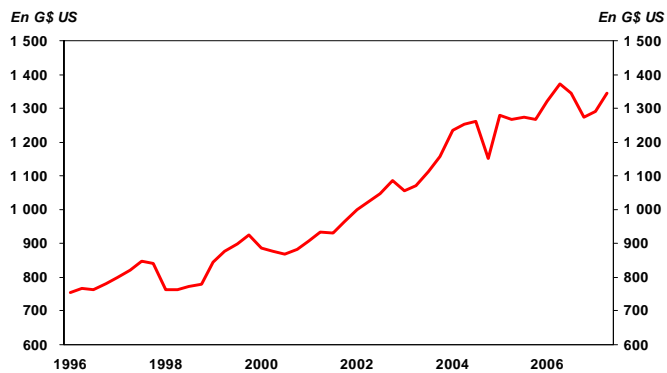
**Graphique 6 – En 1998, l'assouplissement monétaire a permis une stabilisation des cours des institutions financières**



composante financière du S&P 500 a ainsi reculé de plus de 8 % entre la mi-juillet et la mi-septembre (graphique 6).

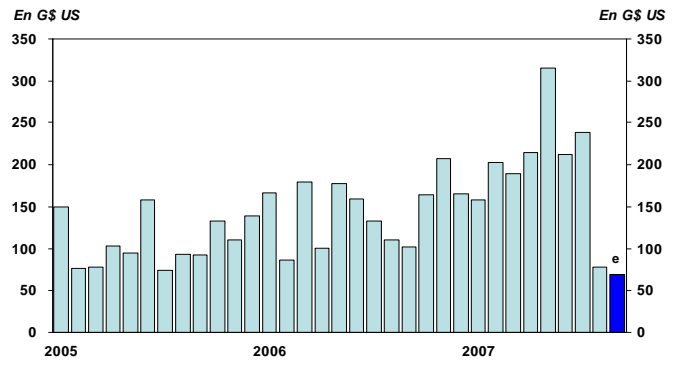
La récente crise financière a aussi entraîné un resserrement des conditions de crédit. L'importance des écarts de taux entre les titres corporatifs et les titres gouvernementaux montre bien qu'il est maintenant plus difficile et plus coûteux pour les entreprises d'obtenir des emprunts. Cette augmentation des coûts du financement pourrait réduire les bénéfices des entreprises et limiter leurs projets d'expansion. Cependant, dans le contexte actuel, les effets sur les Bourses devraient être relativement limités, puisque plusieurs compagnies pourront utiliser leurs importants cash-flows comme source de financement (graphique 7).

**Graphique 7 – Les cash-flows nets des entreprises américaines sont très élevés**



L'accès moins facile au financement a cependant aussi freiné la vague de fusions et acquisitions qui avait contribué à faire augmenter les indices boursiers au cours des dernières années. En août et en septembre, la valeur de ce type de transactions a chuté d'environ 65 % aux États-Unis par rapport à la moyenne des sept premiers mois de 2007 (graphique 8). Cette situation risque de perdurer un certain temps, puisque l'environnement financier est devenu beaucoup moins favorable aux fusions et acquisitions, et plus

**Graphique 8 – La valeur des fusions et acquisitions aux États-Unis a chuté depuis juillet**

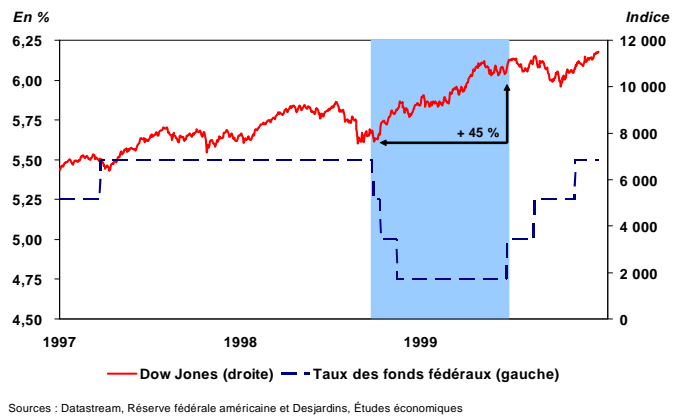


particulièrement à celles financées par emprunts (les *leveraged buyout*).

### 1998 vs 2007

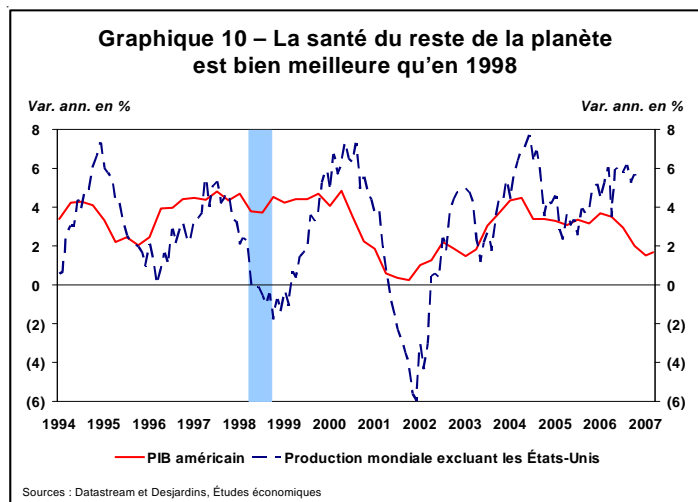
La crise hypothécaire a eu des répercussions sur la Bourse, mais, à notre avis, les éléments fondamentaux régissant son évolution n'ont pas été modifiés. Par conséquent, le marché haussier a probablement encore quelques kilomètres à parcourir avant de faire place à une période de mollesse. C'est du moins ce que l'on peut tirer des épisodes passés. En particulier, la crise de liquidités actuelle n'est pas sans rappeler la période caractérisée par la crise asiatique et l'effondrement du fond spéculatif *LTCM* (*Long Term Capital Management*) en 1998. À cette époque, une première baisse de 25 points de base des fonds fédéraux, à 5,25 %, le 29 septembre 1998, suivie d'une deuxième, à 5,0 %, à peine deux semaines plus tard, le 15 octobre, et d'une dernière, à 4,75 %, le 17 novembre, avaient permis aux principaux indices boursiers nord-américains de repartir en trombe (graphique 9).

**Graphique 9 – La crise financière de 1998 a été suivie d'un rebond des Bourses**

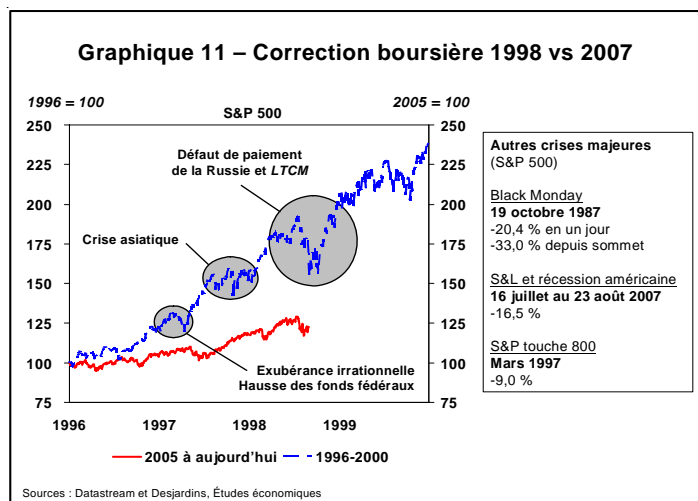


La situation actuelle risque de ne pas être différente. D'abord, le contexte économique mondial est nettement plus favorable. Contrairement à 1998, où plusieurs pays ont été durement

touchés par la crise asiatique, l'état de santé des économies émergentes est maintenant à envier (graphique 10). La principale contribution à la croissance continuera de provenir des pays asiatiques hors Japon – la Chine et l'Inde à l'avant-plan – où la progression demeure effrénée. Les pays de la zone euro commencent à montrer des signes de fléchissement, mais la croissance demeure suffisamment vigoureuse pour contrecarrer le ralentissement américain. En 2008, ces deux régions se retrouveront presque nez à nez en ce qui concerne leur performance. Dans ces conditions, la progression de l'économie mondiale devrait s'établir à 4,9 % en 2007 et à 4,8 % en 2008.



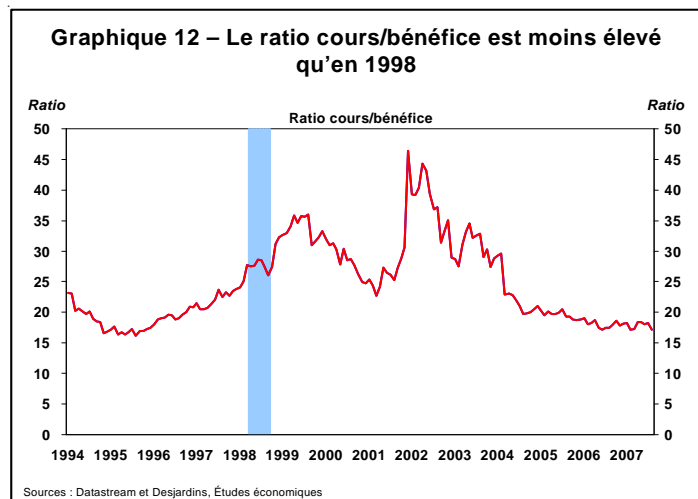
Puis, la correction de juillet-août 2007 a été plus faible que celle de 1998 et a fait suite à une euphorie boursière moins frénétique (graphique 11). Avec encore deux autres baisses de 25 points de base des fonds fédéraux anticipées d'ici la fin de l'année, tout porte à croire que les Bourses nord-américaines poursuivront sur une tendance haussière.



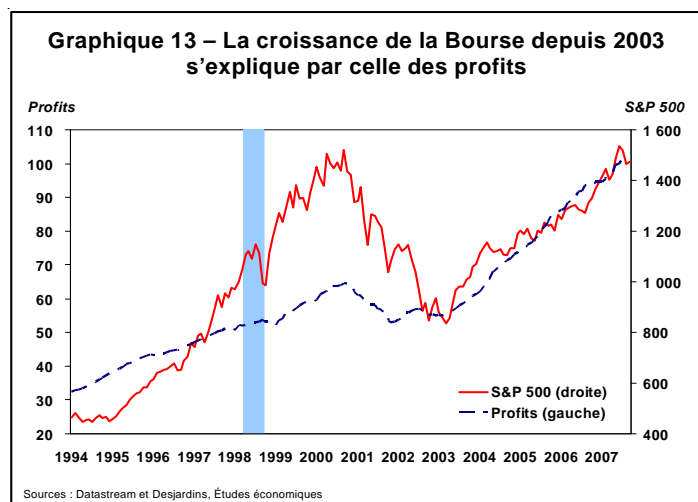
### Les éléments fondamentaux restent positifs

Par ailleurs, la faiblesse des ratios cours/bénéfice indique que les Bourses sont historiquement très attractives.

Contrairement à l'éclatement de la bulle des titres technologiques en 2001 ou à la crise financière asiatique de 1998, la récente correction est survenue à un moment où les Bourses ne semblaient aucunement surévaluées (graphique 12). Cela explique en partie la baisse relativement limitée des indices pendant la crise et le rebond qui a suivi.



Dans la même veine, la progression de la Bourse demeure en ligne avec les profits des entreprises (graphique 13). Or, la croissance des bénéfices des entreprises nord-américaines devrait se poursuivre en 2007 et en 2008. Aux États-Unis, les comptes nationaux font état d'une hausse marquée des profits au deuxième trimestre, et les analystes financiers continuent de prévoir une hausse soutenue des bénéfices des entreprises.



Nos propres prévisions tablent maintenant sur une hausse des profits du S&P 500 de 7 % en 2007 et de 8 % en 2008, alors que la hausse pourrait atteindre 11,2 % en 2007 et 10,4 % en 2008 pour les bénéfices du S&P/TSX au Canada (tableau 1). Une telle croissance des profits rassurera les investisseurs.

Un élément un peu plus incertain concerne les rachats d'actions. Au cours des dernières années, les entreprises ont utilisé leurs importants profits pour acheter de plus en plus de

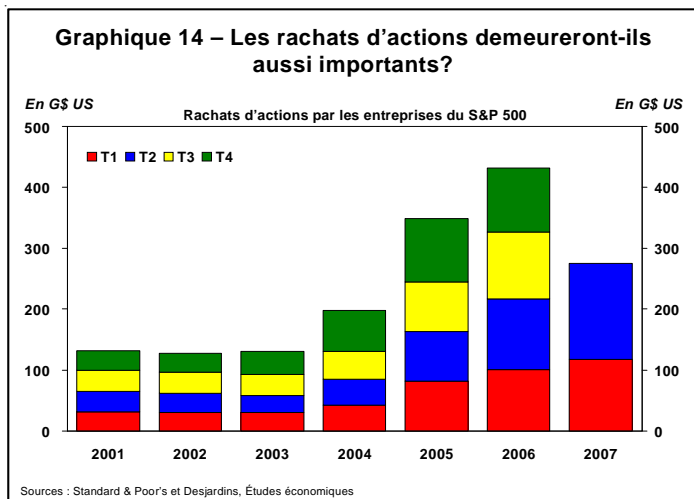
## Tableau 1 Marchés boursiers : historique et prévisions

	2006	2007p	2008p
Fin de période			
<b>États-Unis</b>			
Indice S&P 500	Résultat : 1 418,30 (+13,6 %)	Cible : 1 550 (+9,3 %) (fourchette : 1 425 à 1 600)	Cible : 1 675 (+8,1 %) (fourchette : 1 525 à 1 725)
Bénéfices du S&P 500	Résultat : 87,41 \$ (+15,8 %)	Consensus : 94,32 \$ (+7,9 %) Desjardins : 93,50 \$ (+7,0 %)	Consensus : 105,35 \$ (+11,7 %) Desjardins : 101,00 \$ (+8,0 %)
Indice Dow Jones	Résultat : 12 463,15 (+16,3 %)	Cible : 14 000 (+12,3 %) (fourchette : 13 250 à 14 250)	Cible : 15 000 (+7,1 %) (fourchette : 14 000 à 15 500)
<b>Canada</b>			
Indice S&P/TSX	Résultat : 12 908,39 (+14,5 %)	Cible : 14 500 (+12,3 %) (fourchette : 13 500 à 15 000)	Cible : 16 000 (+10,3 %) (fourchette : 14 750 à 16 500)
Bénéfices du S&P/TSX	Résultat : 732,85 \$ (+13,2 %)	Consensus : 823,31 \$ (+12,3 %) Desjardins : 815,00 \$ (+11,2 %)	Consensus : 923,03 \$ (+12,1 %) Desjardins : 900,00 \$ (+10,4 %)

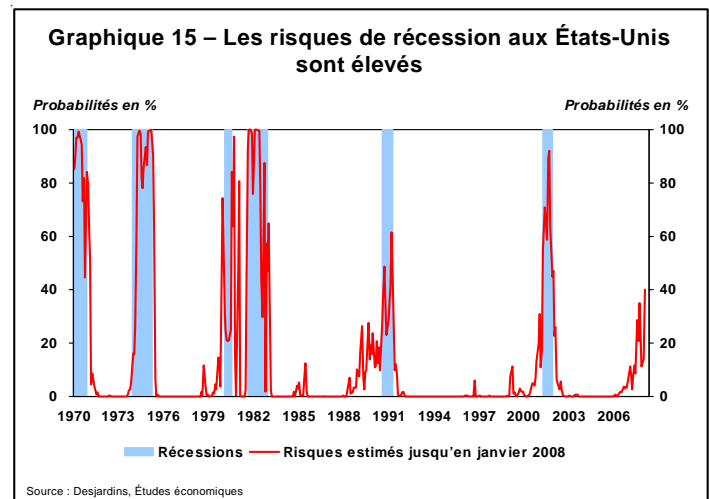
p : prévisions

Sources : Datastream, I/B/E/S et Desjardins, Études économiques

leurs propres actions, ce qui a contribué à la progression des indices. La bonne santé financière des entreprises devrait leur permettre de continuer à procéder à d'importants rachats bien que la crise de l'été pourrait avoir nui à la popularité de cette pratique et inciter certaines entreprises à conserver plus de liquidités à l'interne. (graphique 14).



cours et les effets potentiels du resserrement des conditions de crédit de la part des institutions financières sur les dépenses de consommation et d'investissement, les risques de ralentissement nous semblent plus importants. Notre modèle indique d'ailleurs que les probabilités de récession sont passées récemment de 25 % à 40 % (graphique 15).

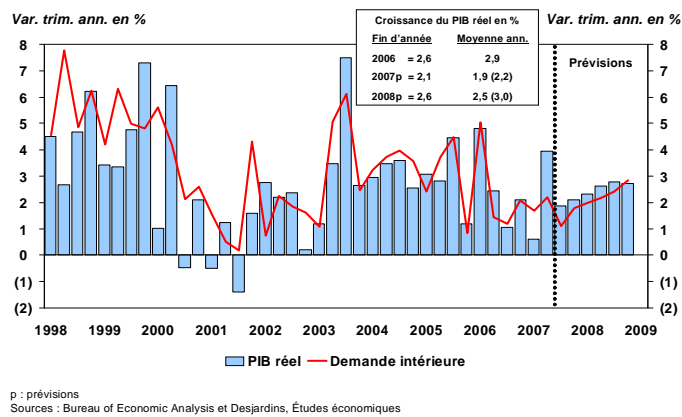


### Certains risques demeurent présents

La situation actuelle comporte cependant plusieurs risques pour les marchés boursiers. En premier lieu, les perspectives de croissance de l'économie américaine se sont quelque peu assombries récemment. L'effet de richesse immobilière avait soutenu une large part des dépenses des ménages au cours des dernières années. Or, avec la correction immobilière en

Les circonstances nous amènent ainsi à réviser à la baisse notre scénario de croissance du PIB réel américain de 2,2 % à 1,9 % pour l'année en cours et de 3,0 % à 2,5 % pour 2008 (graphique 16). À notre avis, les baisses de taux de la Fed permettront à l'économie de maintenir le cap, mais il existe un risque significatif que la croissance déçoive encore.

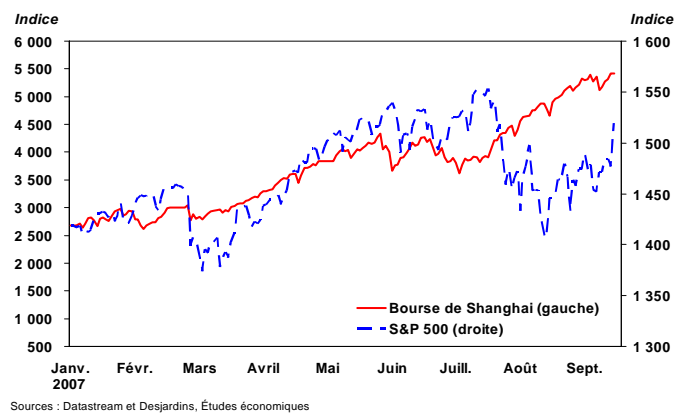
**Graphique 16 – Les perspectives de croissance de l'économie américaine ont été revues à la baisse**



La crise de liquidités pourrait aussi se prolonger et entraîner un resserrement du crédit plus marqué et plus durable. Malgré leur bonne santé financière, les entreprises ne pourront se passer éternellement de financement externe. Une crise majeure du crédit finirait assurément par réduire les profits et les cours boursiers. Étant donné la volonté affirmée des autorités monétaires d'éviter un tel dérapage, ce risque nous semble relativement faible.

Finalement, il faut souligner que la crise financière de l'été n'a pas mis fin à la poussée de la Bourse de Shanghai, qui a atteint de nouveaux sommets. À la mi-septembre, le niveau de l'indice composite était près de 4,5 fois plus élevé qu'au commencement de 2006. Les risques de correction brutale de la Bourse chinoise, qui pourrait affecter la confiance des investisseurs internationaux, demeurent donc très présents (graphique 17).

**Graphique 17 – La poussée de la Bourse de Shanghai s'est poursuivie malgré la crise financière**



## Prévisions

Dans ces conditions, nous continuons de penser que les indices boursiers seront généralement à la hausse au cours des prochains trimestres et nous maintenons inchangées nos cibles de fin d'année. Ainsi, le S&P 500 devrait augmenter de 9,3 % cette année et de 8,1 % en 2008, alors que les hausses attendues pour le Dow Jones sont de 12,3 % en 2007 et de 7,1 % en 2008. Au Canada, nos cibles de fin d'année pour le S&P/TSX sont maintenues à 14 500 points (+12,3 %) en 2007 et à 16 000 points (+10,3 %) pour 2008 (tableau 1).

Par la suite, la croissance des marchés boursiers pourrait commencer à ralentir, alors que la longue phase d'expansion boursière fera place à une certaine consolidation.

**Martin Lefebvre**

Économiste senior

514-281-2317

[martin.lefebvre@desjardins.com](mailto:martin.lefebvre@desjardins.com)

**Mathieu D'Anjou**

Économiste

514-281-7082

[mathieu.d'anjou@desjardins.com](mailto:mathieu.d'anjou@desjardins.com)