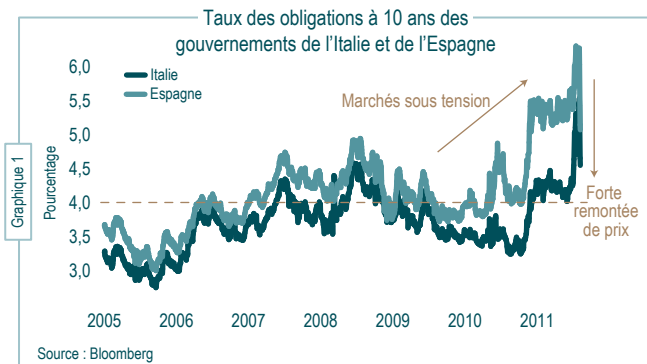


AOÛT 2011

APERÇU

Panique – « *Peur ou inquiétude soudaine et intense, mais d'une durée relativement brève* ». Il est indéniable que les investisseurs sont devenus soudainement très inquiets. Mais cette inquiétude sera-t-elle brève?

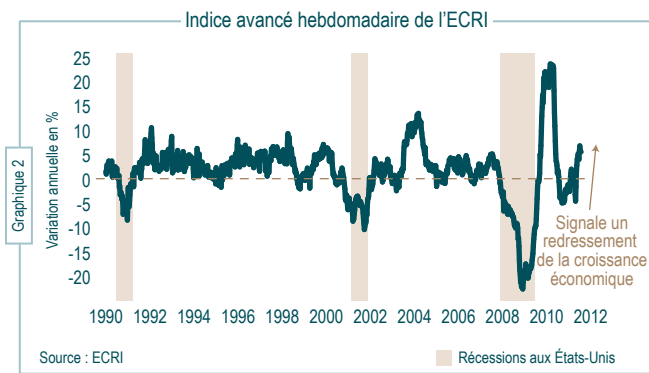
Les investisseurs ont peur parce qu'ils croient que le risque d'un événement financier défavorable s'est accru. Cette peur pourrait compromettre sérieusement la reprise économique mondiale. Parmi les inquiétudes des investisseurs, la crise de la dette en Europe arrive en tête. La crainte que les problèmes de solvabilité qui touchent actuellement la Grèce, le Portugal et l'Irlande se propagent à l'Italie et à l'Espagne s'intensifie (graphique 1). Cela suscite des préoccupations grandissantes quant à la capacité des banques européennes d'obtenir du financement à terme et aux répercussions éventuelles sur le système financier et la croissance économique en Europe. Suit de près au deuxième rang la crainte que les politiciens américains soient fondamentalement inefficaces et incapables de résoudre les problèmes budgétaires du pays. La récente décote des obligations du gouvernement des États-Unis par Standard and Poor's (S&P) en est un bon exemple, car elle pourrait inciter les autorités politiques à effectuer des compressions budgétaires prématurées, ce qui constituerait une erreur et pourrait faire basculer les États-Unis en récession étant donné la fragilité de la reprise cette année. Ces inquiétudes sont apparues à un moment où les autorités des marchés émergents tentent de contenir l'inflation et la croissance économique, causant un ralentissement mondial de milieu de cycle et rendant la reprise mondiale plus vulnérable aux chocs extérieurs.



La situation s'est fragilisée davantage, mais tout n'est pas perdu. Selon nous, les indicateurs économiques avancés de la planète et l'ensemble des indices des directeurs d'achats laissent entrevoir une croissance de l'ordre de 3 % à 3,5 %. Comme nous l'avons

mentionné plus haut, c'est en Europe où réside le principal risque, puisqu'une aggravation de la crise de la dette et un manque de fermeté des autorités pourraient entraîner un nouveau resserrement des conditions financières et de crédit. Nous nous attendons toutefois à ce que la Banque centrale européenne intervienne avant que nous en arrivions là, même si elle a toujours tardé à réagir jusqu'ici. Signe qu'elle est en train de changer son approche, la Banque vient de lancer un programme de 80 milliards d'euros en vue d'acheter des obligations espagnoles et italiennes. Une remontée des obligations et une baisse de 85 points de base des taux ont suivi, apaisant temporairement les tensions sur les marchés obligataires européens (graphique 1).

Le deuxième risque majeur réside aux États-Unis où le manque de direction politique, les données décevantes sur l'emploi et le marché moribond du logement ont ravivé les craintes d'une récession à double creux. Les analystes se sont dépêchés de réviser à la baisse leurs prévisions de croissance pour 2011 après l'annonce d'un taux de croissance très médiocre du PIB au premier semestre (inférieur à 1 %). Pourtant, ce résultat n'a rien d'étonnant puisque l'économie subissait une correction des stocks dans un contexte caractérisé par l'augmentation du chômage, la faiblesse des revenus disponibles des consommateurs (hausse des prix de l'énergie et des aliments) et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement au Japon. Mais la situation a changé depuis. L'emploi montre des signes d'amélioration, les revenus disponibles devraient augmenter de 4 %, la correction des stocks est terminée et les problèmes d'approvisionnement ont été résolus. Par ailleurs, il ne faut pas perdre de vue la bonne santé financière des entreprises et leurs abondantes liquidités, qui laissent entrevoir la poursuite des dépenses d'investissement, une hausse des dividendes, des rachats d'actions et même des embauches. De plus, comme la Réserve fédérale américaine a pour mandat de contenir l'inflation tout en favorisant la création d'emplois, nous pouvons nous attendre à ce qu'elle prenne d'autres mesures d'assouplissement. Elle pourrait envisager, entre autres, de maintenir ses bas taux d'intérêt pendant une plus longue période et conserver son imposant bilan ou d'inclure les titres à long terme dans ses réinvestissements sur le marché des titres du Trésor. Compte tenu de tous ces facteurs, nous croyons que la croissance de l'économie américaine s'accélénera au deuxième semestre de l'année et qu'elle ne retombera pas en récession. Un certain nombre d'indicateurs avancés montrent que c'est exactement ce qui est en train de se produire (graphique 2).

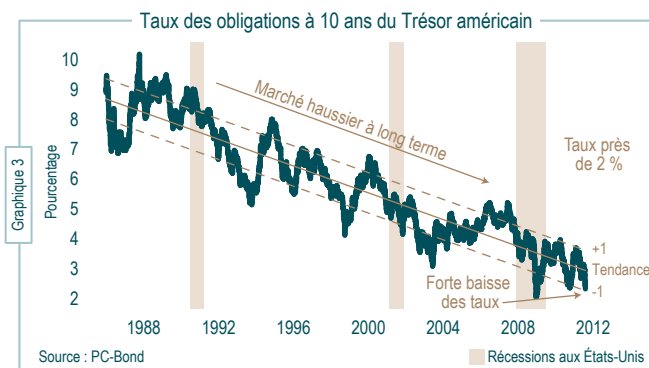


Il y a bien sûr des risques, notamment un freinage fiscal si le Congrès devait adopter de nouvelles compressions budgétaires à court terme ou si les mesures d'allègement d'impôt sur les salaires n'étaient pas prolongées. Le plus grand risque est sans doute le cercle vicieux qui pourrait se former, alimenté par le repli des marchés et le pessimisme des investisseurs. Les consommateurs pourraient perdre confiance et réduire leurs dépenses en raison de l'effet de richesse négatif causé par la dégringolade des marchés boursiers et les entreprises pourraient reporter leurs projets d'investissement et d'embauche (les replis des marchés contribuent à la réalisation des prévisions). Nous surveillerons la situation de près.

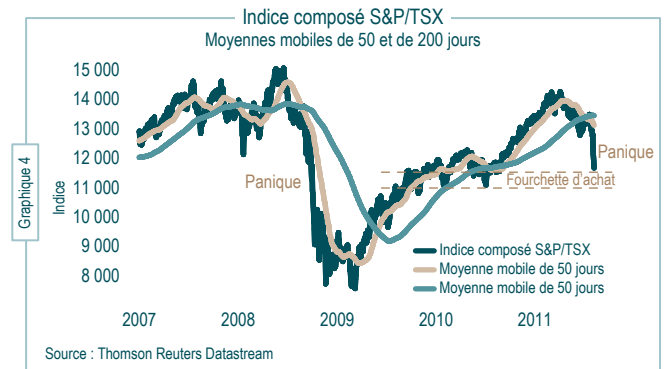
Finalement, la troisième inquiétude majeure des investisseurs est la lutte contre l'inflation dans les économies émergentes. Nous pouvons nous attendre à une amélioration du côté de l'inflation après les récentes baisses des prix des aliments et de l'énergie et à une pause dans le resserrement des politiques monétaire et budgétaire étant donné l'effondrement actuel des marchés financiers et la menace grandissante d'une récession. Cela favorisera la croissance mondiale et contrebalancera le ralentissement économique sur les marchés développés.

MARCHÉS FINANCIERS

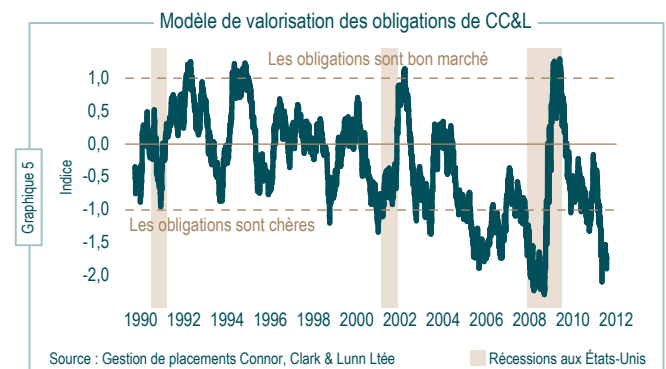
Pendant que les marchés boursiers s'effondraient, les marchés obligataires se sont redressés, les investisseurs se réfugiant dans les titres du Trésor américain malgré la décote (graphique 3). En Europe, les marchés obligataires ont également effectué une remontée, grâce à la Banque centrale européenne qui est intervenue sur les marchés devant la hausse spectaculaire des taux des obligations italiennes et espagnoles et les signes de plus en plus nombreux d'un accroissement du risque interbancaire (l'écart Euribor/OIS est passé de 30 à 55 points de base).



Les cours boursiers se sont effondrés et, sur le plan technique, ils ont franchi des seuils critiques et sont sur le point d'entrer dans une phase baissière (graphique 4).



Cependant, les indicateurs de confiance qui indiquent un pessimisme extrême des investisseurs (indicateur à contre-courant) donnent à penser qu'il y aura à tout le moins une remontée suscitée par le soulagement des investisseurs. Les initiés ont augmenté leurs achats, de même que les entreprises dont les achats nets sont trois fois plus élevés que la normale. De plus, l'indice Citigroup des surprises économiques approche d'un creux historique, ce qui signale normalement que le marché est sur le point de toucher un plancher. Les valorisations sont très intéressantes; les primes de risque des actions atteignent de nouveaux sommets, les ratios C/B se situent à de nouveaux creux dans le présent cycle et les rendements en dividendes dépassent les taux des titres du Trésor. C'est l'inverse pour les obligations. Sur le plan technique, elles demeurent dans une phase haussière de prix (graphique 3), mais les primes de risque sont faibles et les valorisations paraissent excessives (graphique 5).



De toute évidence, étant donné les incertitudes qui planent et la crainte d'une récession imminente, les investisseurs exigent maintenant une prime de risque plus élevée pour les actions, comme l'indique le ratio cours/bénéfice actuel de 11, ce qui donne un ratio bénéfice/cours de 9,3 % pour l'indice S&P 500 comparativement au taux de 2,1 % des titres du Trésor (graphique 3). Il s'agit de l'un des écarts de valorisation les plus importants de l'histoire. Néanmoins, étant donné les dégâts structurels sur les marchés boursiers, les cours pourraient fléchir davantage avant de toucher un plancher à environ 1 050-1 100 points pour l'indice S&P 500 et à environ 11 000-11 500 points pour l'indice composé S&P/TSX (graphique 4).

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

À notre avis, deux événements clés devront se produire pour que les marchés boursiers se redressent et progressent de manière soutenue d'ici la fin de l'année : une intervention ferme de la part de la Banque centrale européenne et une amélioration de la consommation aux États-Unis. Les consommateurs ont assaini leurs finances, la dette des ménages par rapport au PIB est de retour à la normale et les ratios d'endettement se situent à un creux de 20 ans. Les prix de l'énergie et des aliments sont en net recul et on observe même les premiers signes de la formation d'un plancher sur le marché du logement. Un niveau de consommation sain contribue à la bonne tenue des marchés boursiers. À la suite de l'effondrement des marchés en octobre 1987, en 1998 après la faillite du fonds de couverture Long Term Capital Management et en 2001 après la tragédie du 11 septembre, les dépenses de consommation ont augmenté, de même que les cours boursiers. La panique s'est révélée être une occasion d'achat.

Nous nous attendons à ce que les prévisionnistes sous-estiment la remontée du deuxième semestre en raison des facteurs susmentionnés, comme ils ont sous-estimé le ralentissement au premier semestre de cette année. Nous avons donc élaboré un programme d'achat graduel qui sera mis en œuvre à l'atteinte des cours cibles. Nous avons augmenté récemment la pondération des actions et surpondérons maintenant légèrement cette catégorie d'actif dont la pondération était neutre auparavant. Nous prévoyons que les marchés boursiers toucheront un plancher (11 000-11 500 points pour l'indice S&P/TSX et 1 050-1 100 points pour l'indice S&P 500) d'ici un mois environ, ce qui nous donnera l'occasion d'accroître les placements dans les actions (graphique 4).