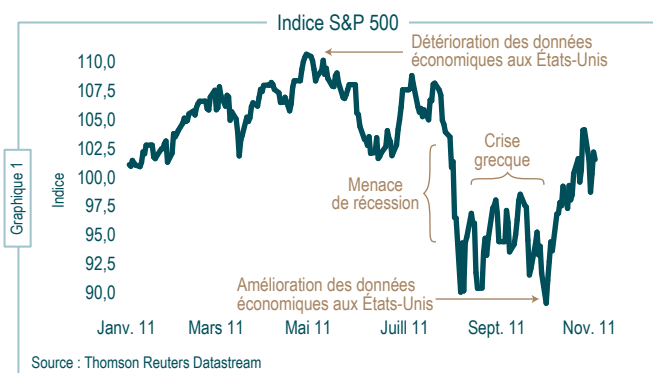


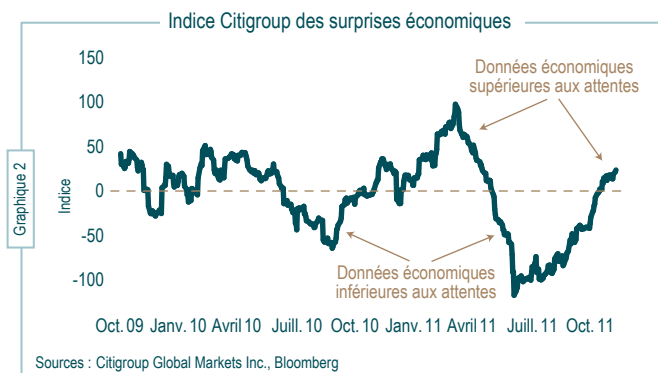
APERÇU

Les États-Unis créent la tendance et l'Europe ajoute la volatilité.

À notre avis, la tendance générale des cours sur les marchés boursiers nord-américains est déterminée par les perspectives économiques des États-Unis; à cela s'ajoute la forte dose de volatilité attribuable aux déclarations des autorités compétentes en Europe (graphique 1).

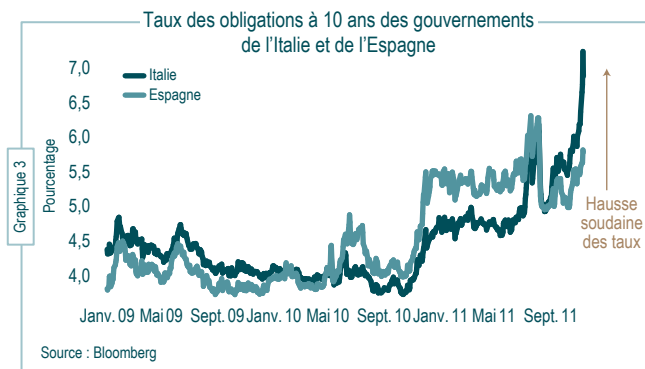


Les premières pressions se sont exercées sur les marchés boursiers nord-américains début avril, lorsque l'économie mondiale a encaissé les perturbations de la chaîne d'approvisionnement au Japon, la hausse des prix de l'énergie et des aliments et la correction des stocks mondiaux. Ces facteurs ont pesé lourdement sur les perspectives d'une expansion durable de l'économie américaine, et les investisseurs ont été étonnés de la faiblesse des statistiques économiques par rapport aux attentes (graphique 2). Heureusement, cette situation n'a pas perduré; dès le début d'octobre, les marchés boursiers ont amorcé un redressement lorsque les contraintes se sont dissipées et que l'économie a commencé à prendre du mieux aux États-Unis. La progression récente d'une série d'indicateurs économiques avancés, dont l'indice ISM du secteur manufacturier, l'indice hebdomadaire avancé ECRI et l'indice américain des



indicateurs économiques avancés, a stimulé la confiance dans la durabilité de l'expansion en cours. Par le passé, une récession s'annonçait par la chute des indicateurs avancés en termes absolus (ils sont en hausse à l'heure actuelle), par des taux d'intérêt réels supérieurs à 2 % (à l'heure actuelle, ils sont négatifs) et par des stocks supérieurs à la tendance (ils sont actuellement inférieurs); aucune de ces conditions ne s'applique aujourd'hui.

Alors que le récent redressement boursier s'appuyait sur une conjoncture économique plutôt favorable, la tendance n'a pas été particulièrement robuste. Les marchés financiers sont restés nerveux et la volatilité, élevée, car les marchés continuent de réagir de manière irréfléchie (graphique 1) à chaque manchette européenne pendant que les décideurs cherchent à contenir la crise des dettes souveraines. On a constaté un certain nombre de signes prometteurs, dont l'annonce d'un plan en vertu duquel la dette de la Grèce serait dépréciée de 50 %, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) serait bonifié d'un milliard d'euros et les banques européennes seraient recapitalisées à hauteur de 106 milliards d'euros. Bien que ces initiatives soient un pas dans la bonne direction, il reste bien des détails à peaufiner. Après avoir froidement réévalué les événements récents, les investisseurs en veulent davantage, d'où l'aggravation de la volatilité boursière et la montée des obligations souveraines en périphérie européenne (graphique 3). Aussi faut-il s'attendre à d'autres déclarations bientôt. Bien que nous attendions à ce que la volatilité des marchés demeure élevée, nous prévoyons aussi que les bourses se mettront à refléter l'amélioration des données fondamentales économiques et à évoluer à la hausse, du moins en Amérique du Nord.



L'accélération récente de l'activité économique aux États-Unis devrait soutenir les cours boursiers, mais non en Europe. L'austérité

budgétaire et la contraction imminente du crédit bancaire – les banques européennes sont en voie de consolider leurs bilans – entraîneront vraisemblablement l'Europe en récession. Les décideurs gouvernementaux du continent, qui semblent avoir du mal à passer de la parole aux actes, ne seront sans doute pas d'un grand secours alors qu'ils continuent à enchaîner les gaffes. Heureusement, la Banque centrale européenne appuie les marchés obligataires et le secteur bancaire, sans permettre à la classe politique de s'en tirer à bon compte : à preuve, la dernière réduction du taux directeur et les achats d'obligations italiennes au terme du dernier sommet économique.

Par ailleurs, les investisseurs devraient trouver un certain réconfort dans les économies émergentes, car les pays du BRIC sont en bonne santé financière grâce à leur vigoureux commerce extérieur et à des politiques monétaires expansionnistes. La Chine représente l'unique source d'appréhension. La qualité des investissements dans ce pays se détériore depuis quelques années, les projets immobiliers spéculatifs détournant de plus en plus de capitaux au détriment des investissements nouveaux dans le matériel et l'outillage. Il s'agit non seulement d'une mauvaise affectation des capitaux à des actifs peu productifs, mais aussi d'un frein à la productivité économique. Lorsqu'on ajoute à cela une politique monétaire restrictive depuis le début de l'année, la croissance du PIB chinois sera ramenée de 9,5 % à 8 % au cours des six prochains mois.

Si les événements récents aux États-Unis et dans les marchés émergents devraient encourager les investisseurs, il reste néanmoins un certain nombre de risques à contrôler, à commencer par la crise des dettes souveraines en Europe. On ignore vraiment comment sera financé le FESF, comment sera gérée la dépréciation volontaire de la dette grecque et qui veillera (et dans quelle mesure) à la recapitalisation du système bancaire européen. En outre, le resserrement budgétaire des administrations publiques en Amérique du Nord et en Europe fera obstacle à l'expansion économique. Enfin, un atterrissage brutal en Chine reste possible, bien que peu probable, à l'instar d'une nouvelle poussée des prix de l'énergie et des aliments. Ces risques continueront de peser sur la confiance des investisseurs : les primes de risque resteront élevées pour les actions et négatives pour les titres à revenu fixe, tandis que les nouvelles en provenance de l'Europe feront en sorte que les bourses demeurent volatiles.

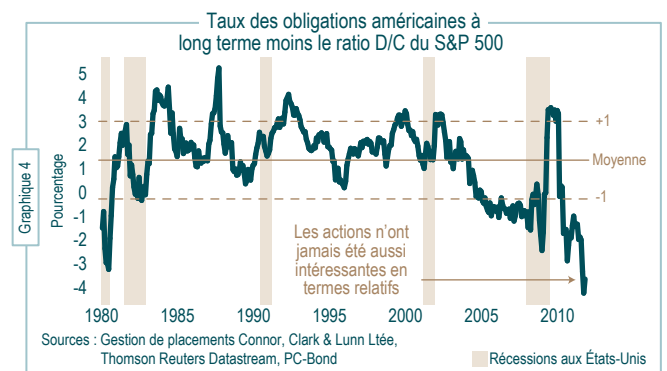
MARCHÉS FINANCIERS

Les marchés financiers se portent bien en périodes de détente monétaire, et tout indique que les banques centrales partout dans le monde s'appêtent à assouplir davantage leur politique en réaction au ralentissement récent de la croissance mondiale et à un certain recul de l'inflation. C'est tout particulièrement le cas en Amérique du Nord où les taux d'intérêt à court terme resteront à de faibles niveaux historiques dans un avenir prévisible. L'« opération Twist »

aux États-Unis (qui consiste à remplacer les titres à court terme par des titres à plus long terme) est en cours et si ce programme n'est pas suffisant, le président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, a fait savoir qu'il avait les outils et la volonté nécessaires pour prendre d'autres mesures de soutien. En Europe, Mario Draghi, le nouveau président de la Banque centrale européenne, a déjà réduit les taux administrés et indiqué que la Banque interviendrait pour éviter tout dysfonctionnement des marchés monétaires et financiers. Pour sa part, le premier ministre chinois, Wen Jiabao, a donné à entendre qu'il assouplirait la politique au moyen d'ajustements proactifs en temps opportun. Toutes ces mesures contribueront à la croissance économique et soutiendront les marchés financiers.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Les marchés boursiers ont offert une bonne valeur tout au long de l'année, vus sous l'angle des ratios C/B, des primes de risque des actions et des modèles de valorisation relative (graphique 4). De plus, les bénéfices des sociétés ont fortement augmenté et cette tendance devrait demeurer positive, puisque l'économie devrait croître au rythme de 2,5 % l'année prochaine. Certains craignent un essoufflement de la progression des bénéfices, mais une baisse des profits est habituellement associée à un taux de croissance inférieur à 1,5 % ou à une diminution des marges engendrée par une hausse des coûts de main-d'œuvre. Ce phénomène se produit généralement lorsque les salaires augmentent de plus de 3,5 % et que la situation de l'emploi est solide – ce qui n'est pas le cas en ce moment.



Malheureusement, les bonnes valorisations et la forte croissance des bénéfices n'ont pas empêché la chute des prix entre avril et septembre, car les inquiétudes concernant la possibilité d'une récession à double creux aux États-Unis et d'un effondrement du système bancaire européen ont poussé les investisseurs à réduire le risque de leurs portefeuilles. On peut toutefois s'attendre à des rendements positifs dans un avenir prévisible étant donné l'amélioration de la conjoncture économique, l'assouplissement des conditions monétaires et le regain de confiance des investisseurs. Nous croyons que le repli des marchés est derrière nous et que la remontée d'octobre (meilleur gain mensuel depuis 1991) se prolongera jusqu'en 2012 après une consolidation.

Les perspectives pour les marchés des titres à revenu fixe sont moins réjouissantes. Placement de prédilection dans une conjoncture risquée, les obligations ont procuré une protection du capital à court terme, un rendement modeste et certains gains en capital, ce qui en fait un placement intéressant. Le problème pour les investisseurs est que les obligations ont été chères tout au long du présent cycle et qu'elles sont encore plus chères aujourd'hui. Les taux d'intérêt nominaux se situent à des niveaux correspondant aux creux de 1940 et les taux réels sont négatifs alors que la Réserve fédérale américaine est déterminée à accroître le taux d'inflation. Pour nous, il est clair que le profil de risque du marché obligataire a augmenté et qu'une orientation défensive de la durée est justifiée. En revanche, les obligations de sociétés sont assez intéressantes étant donné les solides bilans des sociétés et les perspectives favorables à l'égard des bénéficiaires. Comme les écarts de taux des obligations de sociétés sont nettement supérieurs à la moyenne et frôlent des niveaux proches de ceux des récessions précédentes, la surpondération de ces obligations est une stratégie à privilégier.

La répartition de l'actif dans les portefeuilles équilibrés est demeurée inchangée le mois dernier. Les portefeuilles surpondèrent modestement les actions par rapport aux obligations en raison de notre optimisme à l'égard des actions qui est tempéré par notre manque d'enthousiasme à l'égard des marchés de titres à revenu fixe combiné aux niveaux élevés de la volatilité sur les marchés.