

## APERÇU

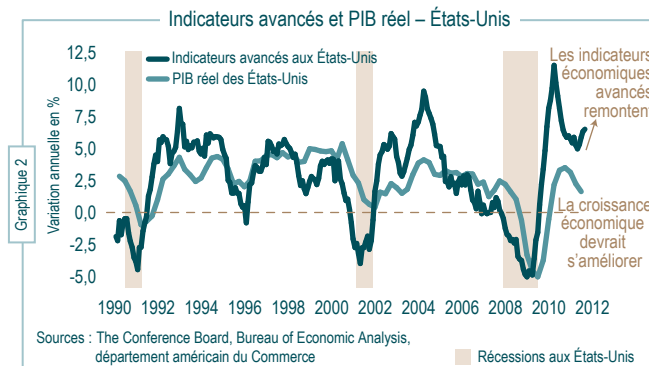
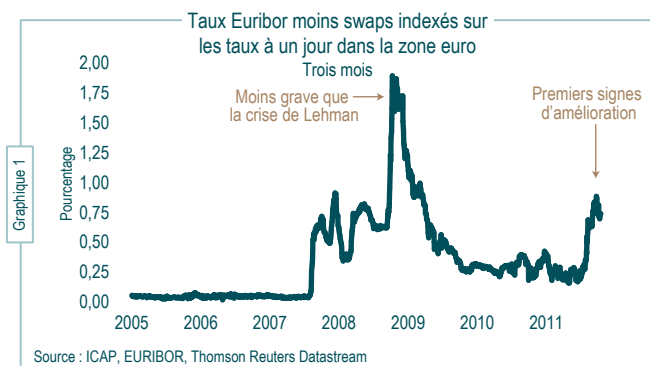
**Ce qui compte, ce sont les facteurs macroéconomiques et non microéconomiques** quand il s'agit des marchés financiers. En ce moment, ce sont les événements macroéconomiques qui retiennent l'attention des investisseurs, éclipsant du coup les données fondamentales propres aux titres individuels. Une vive anxiété a gagné les investisseurs en raison de l'incertitude entourant trois grands facteurs macroéconomiques, à savoir la crise de la dette en Europe, la perspective d'une récession aux États-Unis et la possibilité d'un atterrissage brutal en Chine.

En ce qui a trait à la première préoccupation du marché, le dénouement de la crise en Europe approche, et les enjeux sont de taille. Les marchés des obligations et des swaps sur défaillance du crédit reflètent actuellement la certitude absolue d'une défaillance de la Grèce. Les autorités monétaires sont donc forcées de proposer un plan qui consiste à établir l'ampleur de la perte (haircut) qu'assumeront les porteurs d'obligations grecques, à déterminer les mesures à prendre pour empêcher que l'Italie et l'Espagne subissent le même sort et à refinancer le système bancaire européen. Certains signes indiquent que des plans en ce sens sont attendus sous peu, puisque les autorités monétaires européennes cherchent maintenant à renflouer le système bancaire et à protéger l'Italie et l'Espagne au lieu de tenter d'améliorer la situation financière de la Grèce. De plus, la Banque centrale européenne a remanié ses programmes de soutien à la liquidité et envisage une baisse des taux en novembre. Compte tenu de ces événements, les marchés financiers, qui sont toujours dans un état de vive anxiété, ont remonté récemment, pendant que les écarts de taux des obligations de sociétés se resserraient et que les cours boursiers progressaient raisonnablement. Les actions des banques européennes ont donné le ton, ce qui n'a rien d'étonnant puisque leurs cours prennent en compte des radiations de l'ordre d'un billion d'euros, soit deux ou trois fois le niveau anticipé par la plupart des experts. Fait

encourageant par ailleurs, l'écart entre le taux Euribor et les swaps indexés sur les taux à un jour (graphique 1), qui représente un excellent indicateur de difficultés financières, a diminué récemment.

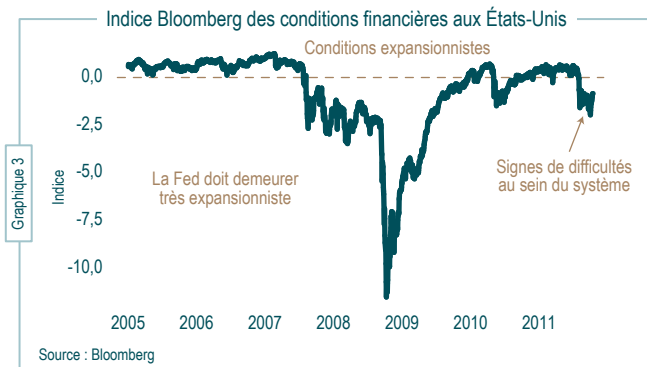
Nous ne sommes toutefois pas au bout de nos peines. Les dirigeants des pays européens font face à des pressions politiques locales et sont donc susceptibles de commettre des erreurs qui pourraient saper davantage la confiance des investisseurs et faire baisser les cours boursiers. Parmi les signes annonciateurs d'un dénouement de la crise de la dette en Europe à surveiller, mentionnons la modification du plan de sauvetage actuel de la Grèce pour y inclure des radiations de dettes d'environ 50 %, un plan de recapitalisation des banques européennes faisant appel aux fonds du secteur privé, des gouvernements et du Fonds de stabilisation financière de l'Europe (FSFE), un plan visant à accroître de deux fois et demi le FSFE pour le porter à plus d'un billion d'euros, et des progrès vers une intégration budgétaire en Europe. Pour y arriver, les autorités européennes devront prendre des mesures audacieuses et fermes. Nous aurons une meilleure idée des progrès accomplis au cours des prochaines semaines.

Une préoccupation macroéconomique secondaire mais tout aussi importante est la santé de l'économie américaine. Nous demeurons convaincus qu'il n'y aura pas de récession à double creux, en dépit de la réduction prochaine des dépenses publiques et du climat politique dysfonctionnel qui règne à Washington. L'économie américaine montre des signes de vie. En effet, les ventes au détail se sont accrues, surtout dans le secteur de l'automobile; les demandes de prestations d'assurance-chômage sont en baisse; les prix des logements ont augmenté modestement; l'indice de l'Institute of Supply Management (ISM) pour les secteurs manufacturier et des services est supérieur aux prévisions; et l'indice des indicateurs économiques avancés remonte (graphique 2).



Les prix des aliments et de l'énergie diminuent, ce qui apporte un répit salutaire aux consommateurs endettés qui assainissent lentement leurs finances. L'endettement des ménages est passé d'un sommet de 130 % du revenu disponible il y a trois ans à environ 115 %, et le taux d'épargne des particuliers, de 1 % à 5 %. Malgré les progrès accomplis, nous sommes encore loin des moyennes historiques sur 30 ans, soit 75 % pour l'endettement des ménages et 8 % pour l'épargne. Cela s'inscrit évidemment dans une problématique mondiale beaucoup plus large de surendettement, qui atteint entre 6 billions de dollars et 8 billions de dollars dans les pays développés. La situation ne pourra être corrigée qu'au moyen de radiations sélectives et de taux d'intérêt réels négatifs le long de la courbe des taux. Cela signifie que le processus de désendettement sera long et que, par conséquent, la croissance économique sera inférieure à la normale, mais cela ne veut pas nécessairement dire que l'économie entrera de nouveau en récession.

D'autres facteurs contribuent à tenir en échec le risque de récession : par exemple, la fin des perturbations de la chaîne d'approvisionnement au Japon, l'amélioration de la croissance du crédit dans le secteur privé, un léger regain de confiance des petites entreprises et des consommateurs et le maintien de la détente monétaire. La politique monétaire demeure très expansionniste. En effet, les taux d'intérêt à court terme demeureront près de zéro pendant une période indéterminée, l'« opération Twist » de la Fed (qui consiste à acheter des obligations à long terme et de vendre celles à court terme) va bon train et la masse monétaire aux États-Unis augmente à un rythme de plus de 10 %. Ces facteurs compensent largement l'élargissement récent des écarts de taux des obligations de sociétés et la baisse du multiplicateur monétaire qui a poussé l'indice Bloomberg des conditions financières en territoire négatif (graphique 3). En fin de compte, il n'existe pas de solution miracle au problème d'endettement des États-Unis.



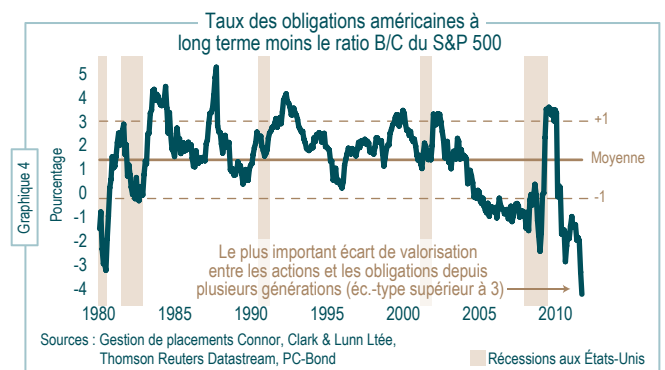
La troisième préoccupation macroéconomique a trait à la possibilité d'un atterrissage brutal en Chine en raison de la croissance de la bulle immobilière, de l'augmentation du nombre de prêts bancaires en souffrance, du crédit clandestin excessif et du ralentissement de la croissance des exportations. La bulle immobilière pose problème, mais l'offre devrait être absorbée avec le temps, car plus de 15 millions de citoyens quittent chaque année la campagne pour s'établir dans les villes. De plus, les mesures prises par le gouvernement chinois pour limiter les achats immobiliers et augmenter à 50 % la mise de fonds exigée à l'achat d'une résidence

secondaire freinent la spéculation immobilière. Pour ce qui est de l'augmentation du nombre de prêts bancaires non productifs, il semble que les banques chinoises disposent d'abondantes liquidités. En effet, le ratio prêts/dépôts actuel est de 65 % seulement, alors qu'il a atteint 120 % la dernière fois où les banques ont éprouvé des difficultés. Enfin, le ralentissement de la croissance des exportations pourrait être un facteur positif en fait, car les autorités cherchent à stimuler la consommation intérieure pour améliorer le niveau de vie des Chinois tout en favorisant la croissance des exportations vers d'autres pays développés et en développement.

Nous constatons qu'un nouveau cycle d'assouplissement s'est amorcé à l'échelle mondiale, la plupart des banques centrales dans le monde privilégiant une politique neutre ou une détente monétaire. Un dollar américain plus vigoureux et un affaiblissement des prix des produits de base créent les conditions nécessaires pour une politique expansionniste. La baisse des prix des produits de base se traduit également par un accroissement de la consommation, étant donné que le revenu disponible augmente pendant que l'inflation atteint un sommet partout dans le monde.

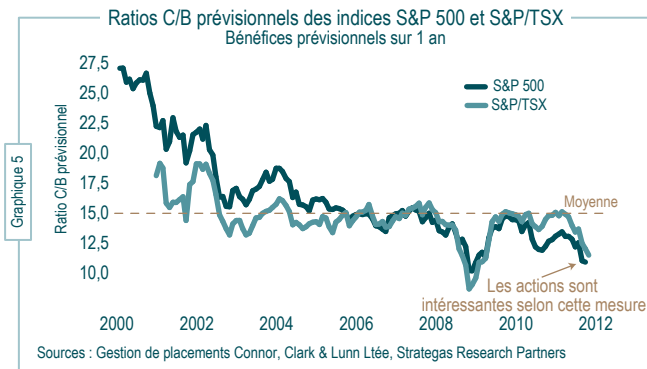
## MARCHÉS FINANCIERS

Les valorisations sur les marchés boursiers nord-américains sont intéressantes. Les ratios cours/bénéfice des 12 derniers mois et cours/bénéfice prévisionnel sont exceptionnellement faibles, surtout comparativement à l'inflation. Les primes de risque des actions sont élevées, tout comme les bénéfices et les rendements en dividendes lorsqu'on les compare aux taux des obligations gouvernementales, ce qui rend les actions intéressantes. En fait, l'écart entre les bénéfices et les taux obligataires n'a jamais été aussi grand (graphique 4). Nous ne prévoyons toutefois qu'une évolution graduelle de la situation à long terme. Au cours des 50 à 60 dernières années, nous avons observé une forte corrélation inversée entre l'inflation et les taux d'intérêt, d'une part, et les ratios C/B, d'autre part. Les mesures standard comme le modèle de la Fed et la règle de 20 ont bien servi les investisseurs et indiquent en ce moment que les ratios C/B devraient être plus élevés. Cependant, les investisseurs semblent croire que les problèmes structurels auxquels sont confrontés bon nombre de pays développés, en particulier les États-Unis (dette excessive et déficit du compte courant insoutenable), sont tellement graves que la seule solution est la déflation ou l'hyperinflation. Étant donné l'écart énorme entre ces deux extrêmes et la volatilité possible de l'inflation entre



ces deux extrêmes, les investisseurs n'ont pas d'autre choix que d'escompter largement le niveau du ratio cours/bénéfice des actions.

Comme le potentiel de hausse des ratios C/B est limité même s'ils se situent à des niveaux historiquement bas (graphique 5), nous prévoyons que les cours boursiers fluctueront suivant la croissance des bénéfices. Dans ce contexte, les bénéfices prévisionnels devraient augmenter au rythme du PIB nominal. Il faut donc s'attendre à ce que les rendements à long terme avoisinent 6 % (PIB nominal de 4 % et rendement en dividende de 2 %). Au cours des six prochains mois, les bénéfices augmenteront plus rapidement que le PIB nominal, mais les ratios C/B demeureront sous tension jusqu'au revirement de l'indice ISM et de l'indice des indicateurs économiques avancés, ce qui se profile à l'horizon comme nous l'avons mentionné plus haut.



En revanche, nos modèles obligataires indiquent que les titres à revenu fixe, surtout les obligations gouvernementales, sont chers. En se tournant vers les valeurs refuges pour se protéger contre la volatilité boursière et la menace d'une récession imminente, les investisseurs ont fait baisser les taux obligataires. Un de nos modèles, qui intègre le PIB prévu, l'inflation prévue, les attentes d'inflation et un assouplissement quantitatif, établit la juste valeur du taux à 3,0 %. Un autre modèle, qui tient compte de l'indice ISM, de l'indice ISM des secteurs non manufacturiers, du sondage de la National Federation of Independent Business, de l'inflation de base et des attentes d'inflation, établit à 3,2 % la juste valeur du taux des obligations à 10 ans du Trésor alors qu'il est de 2,2 % actuellement.

Sur le plan technique, le tableau est contrasté. Les obligations gouvernementales sont surachetées, tandis que les obligations de sociétés sont survendues étant donné que leurs valorisations se situent à des niveaux comparables à une récession, une éventualité que nous n'envisageons pas. La situation est sensiblement la même pour les actions. Nos mesures de la moyenne mobile émettent tous des signaux de vente, tout comme nos mesures de l'ampleur et le modèle Coppock, tandis que l'indice Citigroup des surprises économiques, nos modèles logarithmiques à long terme et nos mesures de confiance sont tous en hausse. Sur le plan technique, cela donne à penser que les marchés boursiers resteront confinés à l'intérieur d'une fourchette (graphique 6 – l'indice composé S&P/TSX devrait évoluer entre 11 500 et 13 000 points, tandis que le taux des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada devrait augmenter à 3,0 % – graphique 7).

## STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

En résumé, nous entrevoyons une croissance économique inférieure à la normale tant dans les marchés développés que dans les marchés émergents ainsi que des risques de baisse importants en raison des erreurs que pourraient commettre les autorités. La politique monétaire est très expansionniste dans les pays développés et quelque peu restrictive dans les pays émergents. Les liquidités sont abondantes, mais le coût augmente dans de nombreux pays fortement endettés. Les attentes d'inflation s'améliorent compte tenu de la baisse récente des prix des aliments et de l'énergie, mais le pétrole demeure toujours une inconnue. Les valorisations boursières sont intéressantes, mais les facteurs à long terme, comme le désendettement et une situation démographique défavorable, limitent le potentiel de hausse, tandis que les obligations sont chères à moins que l'économie n'entre dans une longue récession.

Les principaux risques comprennent une crise bancaire européenne, une récession aux États-Unis et un atterrissage brutal en Chine. Parmi les éléments catalyseurs de nouvelles perturbations des marchés, mentionnons la perte de confiance totale des investisseurs, des consommateurs et des entreprises causée par la volatilité des marchés, le manque de moyens des banques centrales, l'austérité budgétaire extrême et la paralysie politique.

Compte tenu de toutes les forces à l'œuvre, nous demeurons convaincus que les actions sont la catégorie d'actif à privilégier en ce moment. Nous sommes toutefois prudents à l'égard des actions à cause des risques inhérents des marchés. En attendant de voir comment les trois facteurs macroéconomiques susmentionnés évolueront, nous continuons de surpondérer les actions dans les portefeuilles équilibrés, mais seulement à la moitié du risque normalement associé à ces titres.

