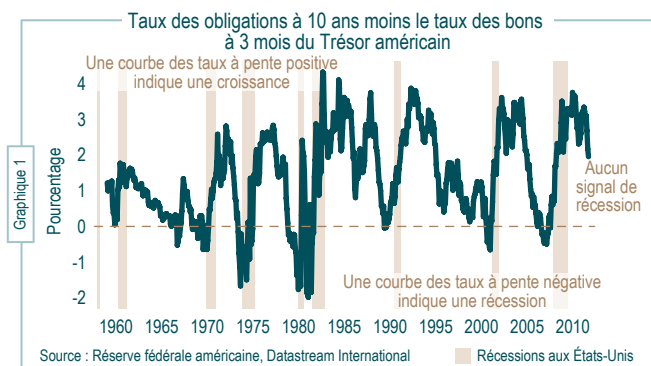


APERÇU

« Le marché boursier a prédit neuf des cinq dernières récessions »

(Paul Samuelson – économiste et lauréat du prix Nobel). Au cours des 60 dernières années, il est arrivé à 15 reprises que le marché boursier laisse entrevoir une récession et il a vu juste 8 fois – c’est un peu comme jouer à pile ou face. À l’heure actuelle, le marché indique qu’il y a une probabilité de plus de 50 % que l’Amérique du Nord entre en récession, et d’autres indicateurs avancés vont dans le même sens. L’indice des conditions économiques générales de la Fed de Philadelphie, l’indice de l’Institute of Supply Management (ISM) et l’indice de confiance des consommateurs de l’Université du Michigan, par exemple, signalent une contraction de l’activité économique. Même si ces indicateurs ne sont pas plus fiables que le marché boursier pour prédire une récession, ils méritent quand même qu’on s’y attarde. Et il en est de même de différents autres indicateurs avancés qui signalent eux la poursuite de l’expansion. L’indice avancé hebdomadaire de l’ECRI, les données sur les demandes initiales de prestations d’assurance-chômage, les écarts de taux des obligations de sociétés et la courbe des taux sont tous positifs. Il est à noter que la courbe des taux, qui a prédit sept des huit dernières récessions, indique une probabilité presque nulle de récession (graphique 1).

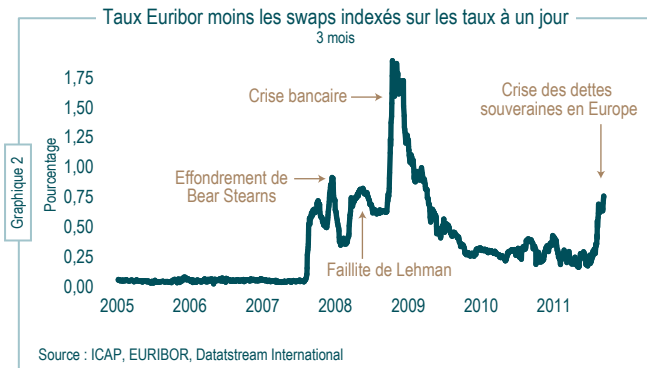


Un examen de ces différents indicateurs avancés montre clairement que la probabilité de récession a augmenté et nous estimons qu’elle se situe à 40 % environ. Cependant, même si la probabilité a doublé depuis le début de l’année, nous restons fidèles à notre scénario de base qui prévoit une croissance modeste et aucune récession. Nous maintenons également nos prévisions, à savoir que les marchés boursiers termineront l’année en hausse et que les marchés obligataires, qui avaient enregistré un excellent rendement récemment, perdront un peu de leur vigueur.

Comme nous venons de le mentionner, nous continuons de croire en notre scénario de base parce que la politique monétaire demeure expansionniste, les banques sont mieux capitalisées, les consommateurs ont fait d’énormes progrès pour assainir leurs finances (le ratio d’endettement des consommateurs n’avait pas été aussi bas depuis 15 ans) et la demande s’accumule dans les secteurs sensibles à la conjoncture. De plus, les entreprises sont en bonne santé financière; ils présentent de solides bilans, des flux de trésorerie robustes et des taux de financement près de creux records. Fait important à souligner, les facteurs qui ont poussé dangereusement l’économie au bord de la récession se dissipent. Les perturbations de la chaîne d’approvisionnement en provenance du Japon ont en grande partie disparu, la réduction des stocks dans le monde a ralenti, les prix de l’énergie ont diminué et les revenus des consommateurs commencent à augmenter. À long terme, on peut s’attendre à ce que le programme de relance du marché de l’emploi et de la croissance économique mis de l’avant par le président Obama fasse plus de bien que de mal. La prochaine réunion de la Réserve fédérale américaine (Fed) sera prolongée pour permettre d’examiner toutes les options possibles pour favoriser la croissance économique. De l’autre côté de l’Atlantique, la Banque centrale européenne a accru son soutien aux marchés des obligations en Europe et est disposée à fournir un financement à terme illimité au secteur bancaire. Elle semble aussi être prête à réduire les taux d’intérêt. Finalement, les marchés émergents, qui se portent relativement bien et qui représentent 49 % du PIB mondial, demeurent le moteur de la croissance mondiale. Bref, une fois l’inquiétude actuelle passée, le marché aura eu raison 8 fois sur 16.

Si nous faisons fausse route et qu’une récession se produit, les marchés se replieront jusqu’à leurs récents creux et peut-être même au-delà. Cependant, le recul ne devrait pas être important parce que le marché a largement pris en compte la probabilité de récession lors de sa récente chute de 20 %. Le risque d’un effondrement du système bancaire européen nous paraît bien plus élevé. La situation financière des banques européennes est précaire en raison de leur exposition aux obligations des pays périphériques d’Europe (Portugal, Irlande, Italie, Grèce, Espagne) et des effets persistants de l’effondrement du marché du logement. L’augmentation récente de l’écart entre le taux Euribor et le taux OIS (graphique 2), la hausse des taux des swaps sur défaillance de crédit et les fonds deux fois plus élevés déposés dans les comptes étrangers officiels à la Fed indiquent que le système bancaire européen est sous

tension et que le niveau de confiance ne cesse de diminuer. Il nous faut surveiller étroitement ces « avertissements » pour voir si la situation continuera de se détériorer. Une nouvelle crise bancaire en Europe déclencherait une réaction en chaîne (contagion) dont l'issue pourrait être un effondrement de l'économie et des marchés. Heureusement, nous n'en sommes pas là. Il est plus probable que l'incertitude suscitée par la crise actuelle persiste étant donné les nombreuses options et mesures dont disposent la Banque centrale européenne et les gouvernements de la région pour éviter une crise (par exemple, un plan européen de sauvetage des actifs douteux, similaire au TARP américain, et des mesures d'assouplissement quantitatif).

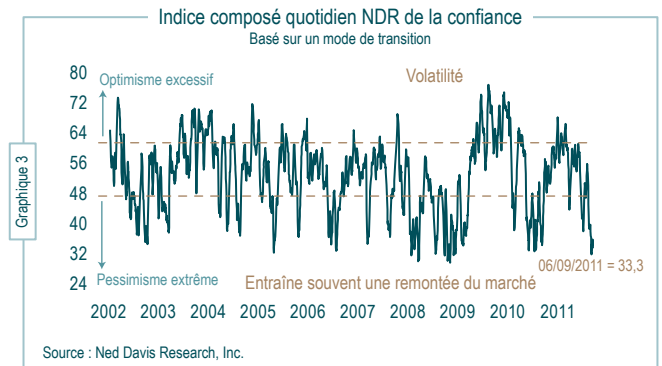


MARCHÉS FINANCIERS

Les inquiétudes au sujet de l'Europe surviennent à une période de l'année (fin de l'été-début de l'automne) où de grands bouleversements ont tendance à se produire sur les marchés financiers. La Crise de 1929, l'abandon des accords de Bretton Woods en 1971, le défaut de paiement du Mexique en 1982, le krach boursier de 1987, la défaillance de la Russie en 1998 et, plus récemment, la faillite de Lehman Brothers en 2008 sont autant d'événements financiers graves qui se sont produits après une intensification des pressions pendant l'année. Même si nous ne prévoyons pas d'événements de cette ampleur cette année, nous sommes conscients que la situation des banques et de l'endettement en Europe reste précaire et pourrait précipiter un événement extrême (effondrement du marché). Il est donc nécessaire, comme nous l'avons fait auparavant, de surveiller attentivement les « avertissements ».

Cela dit, d'autres problèmes encore préoccupent les investisseurs : les récentes rumeurs de récession, la confiance des consommateurs qui est à son plus bas aux États-Unis, l'incompétence des politiciens américains, l'abaissement de la cote des obligations du gouvernement des États-Unis et les moyens de plus en plus restreints dont disposent les banques centrales et les autorités gouvernementales. Nous nous attendons donc à ce que ces préoccupations juxtaposées aux différents facteurs positifs susmentionnés engendrent une volatilité de l'humeur des investisseurs (graphique 3) et, par ricochet, des marchés financiers. Cette volatilité persistera vraisemblablement jusqu'à ce que

l'on sache plus précisément s'il y aura ou non une récession et comment les problèmes des banques et de l'endettement en Europe se résorberont. Dans l'intervalle, les marchés financiers resteront confinés à l'intérieur d'une fourchette, compte tenu de l'attitude changeante des investisseurs à l'égard du risque (voir le bulletin Perspectives de juillet).



Mettons de côté les préoccupations d'ordre macroéconomique et examinons les marchés boursiers. Nous constatons que les valorisations boursières sont intéressantes. Les ratios cours/bénéfices (C/B) se situent à des creux historiques comparativement à l'inflation de base, les rendements en dividendes dépassent les taux des obligations à 10 ans du Trésor (un phénomène qui ne s'était pas vu depuis 60 ans) et l'écart entre les ratios bénéfices/cours et les taux obligataires n'a jamais été aussi prononcé. En d'autres termes, les primes de risque des actions sont très élevées, ce qui indique normalement que les actions constituent un excellent placement compte tenu du rapport entre le risque et le rendement. Cependant, la situation est beaucoup plus complexe, car aux incertitudes habituelles concernant l'économie s'ajoutent les vives inquiétudes suscitées par l'action ou l'inaction des autorités. Les risques politiques se sont accrus en raison du dysfonctionnement de plus en plus manifeste du gouvernement des États-Unis, de la tiède réaction des leaders européens face à la crise de la dette en Europe ainsi que de l'agitation et des bouleversements politiques au Moyen-Orient. Dans ce contexte, il faut donc s'attendre à ce que les primes de risque des actions demeurent élevées. Pour que les marchés boursiers effectuent une solide remontée, il faudra que la menace de récession s'estompe et que des progrès soient accomplis sur le plan politique. L'orientation des cours boursiers continuera d'être déterminée essentiellement par les facteurs macroéconomiques, et non les facteurs propres aux entreprises, ce qui créera un contexte marqué par l'incertitude pour les investisseurs.

Les taux d'intérêt finiront par augmenter lorsque les risques macroéconomiques se seront dissipés et que les investisseurs commenceront à exiger un rendement réel de leurs placements. Cette augmentation sera probablement modeste étant donné le surendettement persistant des pays développés et la volonté des banques centrales et des gouvernements de maintenir des taux d'intérêt réels négatifs (le moyen le plus facile de réduire la dette). Cela signifie bien entendu qu'il y aura un transfert de richesse des créanciers aux débiteurs.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Malgré les obstacles de taille que doivent surmonter les économies des pays développés, la vigueur sous-jacente de l'économie mondiale est suffisante pour empêcher la plupart des économies dans le monde d'entrer en récession, ce qui devrait apaiser quelque peu le pessimisme qui règne sur les marchés financiers. Récemment, une récession faible, et non sévère, a été largement prise en compte par les marchés lors de la correction boursière et de la remontée des prix du marché obligataire. Lors d'une récession typique aux États-Unis, les bénéfices reculent de 29 % et les cours boursiers, de 33 % en moyenne. À notre avis, il y a peu de chances que cela se produise et, par conséquent, les actions sont plus intéressantes que les titres à revenu fixe du point de vue du rapport risque-rendement et de la valorisation relative. Comme nous le mentionnions dans notre bulletin Perspectives du mois d'août, nous avons surpondéré les actions dans un premier temps en attendant d'en acheter davantage dans l'éventualité où les indices franchiraient leurs creux récents (graphique 4). Nous avons ensuite réduit la pondération des titres à revenu fixe à un niveau inférieur à celui de l'indice de référence. Nous envisagerions d'autres modifications de la répartition de l'actif en faveur des actions si les perspectives économiques, les problèmes des banques européennes et des dettes souveraines ainsi que la situation politique devaient s'améliorer.

