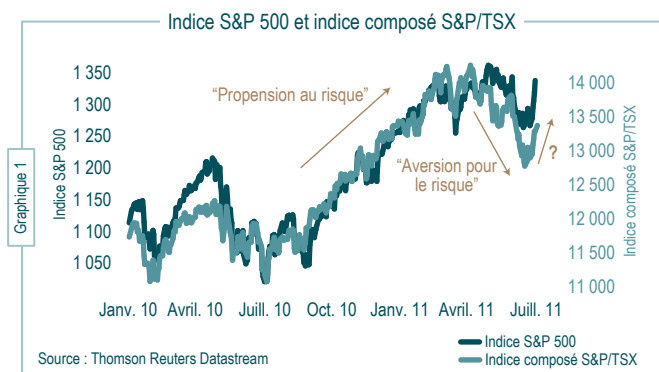


JUILLET 2011

APERÇU

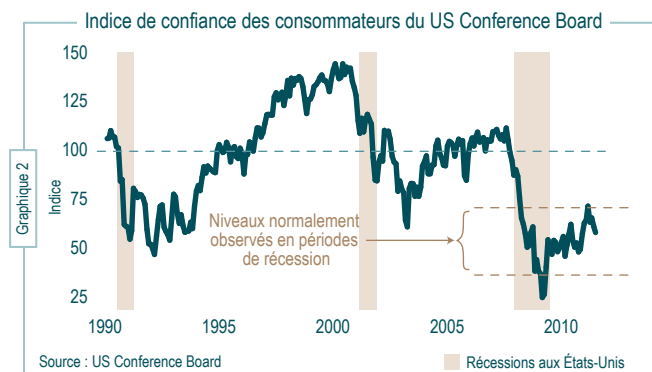
Les investisseurs sont dans un dilemme ces temps-ci, manifestant tantôt de l'optimisme tantôt du pessimisme. Leurs changements d'humeur sont le reflet de la valse-hésitation entre la propension au risque et l'aversion pour le risque. Avant la dernière semaine de juin, les investisseurs affichaient une aversion pour le risque depuis plus de six semaines et s'étaient réfugiés dans les valeurs sûres à cause de leurs inquiétudes concernant la crise de la dette en Grèce, le resserrement de la politique monétaire en Chine, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement au Japon, la fragilité de l'économie américaine et les prix de plus en plus élevés de l'énergie. Par conséquent, les taux des obligations gouvernementales se sont approchés de leurs creux précédents, les écarts de taux des obligations de sociétés se sont légèrement élargis et les marchés boursiers nord-américains se sont repliés à un rythme de 7 % à 10 % (graphique 1).



Il apparaît maintenant que les investisseurs ont changé d'idée et qu'ils sont en train de reprendre goût au risque. Les marchés boursiers ont récupéré plus de la moitié de leurs pertes, les écarts de taux des obligations de sociétés ont diminué pendant que les taux des obligations gouvernementales à 10 ans ont regagné la moitié du terrain perdu précédemment. Les inquiétudes concernant la crise de la dette en Grèce se sont apaisées après que le gouvernement grec a adopté de nouvelles mesures d'austérité et que les banques françaises et allemandes ont accepté de reporter les échéances d'une partie des obligations grecques qu'elles détiennent. Les autorités chinoises ont annoncé qu'elles avaient réussi à mater le « dragon de l'inflation » et pouvaient relâcher leurs efforts de resserrement monétaire. Les fabricants japonais ont repris la production et commencent à expédier leurs pièces à l'étranger. Les prix des produits de base ont aussi connu un répit; le baril de pétrole est passé sous les 90 \$ à un certain moment, ce qui s'est accompagné d'une baisse du prix de l'essence et d'un certain recul des prix des

aliments. Compte tenu de ces améliorations notables, la plupart des économistes prévoient une solide croissance économique en Amérique du Nord et dans le monde au deuxième semestre.

Les investisseurs se sentent un peu mieux, mais les consommateurs américains eux sont de plus en plus découragés, leur confiance se maintenant à un niveau normalement observé en périodes de récession (graphique 2). Les dernières données de juin publiées par le Conference Board montrent une baisse de son indice de confiance des consommateurs à 58,5. Normalement, au stade actuel de la reprise économique, cet indice devrait être de 95. L'humeur maussade des consommateurs se répercute sur la consommation. Au cours des deux dernières années, la croissance des dépenses personnelles réelles s'est élevée à seulement 2,1 % en moyenne sur une base annualisée comparativement à près de 4,8 % lors des cycles précédents. Le chômage élevé (9,1 %), la faible croissance du revenu disponible (2,3 %) et la baisse des prix des maisons (-4 % sur 12 mois, selon l'indice des prix des logements Case-Shiller) accentuent ce malaise. Les dépenses de consommation représentant presque 70 % du PIB des États-Unis, il est impératif que la situation s'améliore pour que la croissance future soit soutenue. Malheureusement, les perspectives ne sont pas très réjouissantes. Les plus récents sondages sur l'embauche et les rapports sur les demandes de prestations d'assurance-chômage donnent à penser que le taux de chômage pourrait encore augmenter cet été. La hausse des stocks de logements et le resserrement des conditions d'octroi de crédit pourraient entraîner un affaiblissement du marché du logement, tandis que le marché du travail anémique et la capacité excédentaire indiquent que les hausses salariales seront très faibles.



Par ailleurs, comme nous l'avons mentionné plus haut, même s'il y a eu une amélioration de certains paramètres importants, nous ne sommes pas au bout de nos peines. En ce qui concerne la crise de la dette grecque, on ne fait que repousser le problème à plus

tard parce qu'il est peu probable que les mesures actuelles soient viables à long terme. Les Grecs finiront tôt ou tard par manquer à leurs obligations de rembourser leurs dettes ou, à tout le moins, il y aura une importante restructuration des obligations grecques en circulation (c.-à-d. d'importantes radiations). Le montant et le coût de la dette grecque sont tout simplement trop élevés pour être gérés de manière efficace au moyen d'un programme d'austérité, surtout en cette période de ralentissement économique qui sera aggravé par les compressions budgétaires mises en place. En Chine, le problème de l'inflation est peut-être réglé à court terme, mais il reste d'autres problèmes à résoudre; les conditions du marché immobilier ressemblent à celles d'une bulle et les sommes colossales des prêts douteux ne sont pas comptabilisées dans le système bancaire. Heureusement, la situation au Japon s'améliore, mais la croissance reste anémique. Dans le domaine de l'énergie, la tendance du prix du pétrole s'est inversée et le prix du baril a dégringolé jusqu'à 95 \$ environ. Si la croissance mondiale devait s'accélérer, le prix pourrait remonter, limitant le pouvoir d'achat des consommateurs et, par ricochet, la croissance économique – un véritable dilemme.

Les risques politiques sont élevés à l'heure actuelle, ce qui s'ajoute aux inquiétudes déjà citées. Le débat aux États-Unis concernant le relèvement du plafond de la dette nationale, les répercussions possibles sur l'économie du resserrement prochain de la politique budgétaire et l'effet indéterminé que la fin de la deuxième phase d'assouplissement quantitatif aura sur les marchés des capitaux seront probablement les thèmes qui feront surface au cours des prochaines semaines. En conclusion, la confiance des investisseurs et les marchés financiers seront de nouveau mis à l'épreuve, ce qui nous porte à croire que les marchés des actions et des titres à revenu fixe seront confinés à l'intérieur d'une fourchette (« propension au risque/aversion pour le risque ») jusqu'à ce que les problèmes susmentionnés plus haut soient en partie résolus.

MARCHÉS FINANCIERS

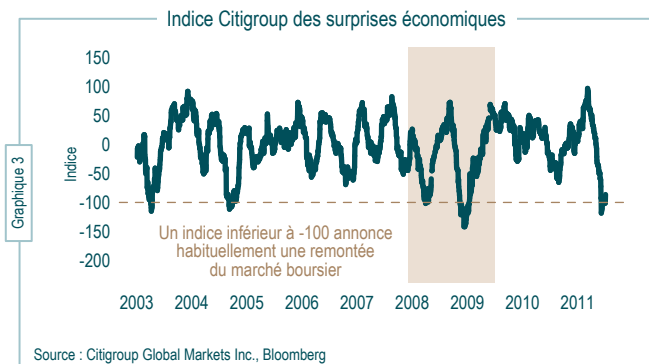
Les investisseurs ont fait face à une série de nouvelles économiques décevantes. L'indice Citigroup des surprises économiques (graphique 3) montre que la longue série de déceptions a réduit les attentes des investisseurs à tel point que les données publiées récemment sont supérieures aux prévisions des investisseurs. Étant donné la corrélation relativement étroite qui existe entre l'indice des surprises économiques et les marchés boursiers, la remontée actuelle

des cours boursiers n'est pas vraiment surprenante et pourrait se poursuivre. Cependant, la hausse sera vraisemblablement limitée parce que les marchés seront confinés dans une fourchette en raison des nombreux facteurs macroéconomiques qui pourraient faire dérailler la reprise fragile.

Nous estimons que la limite inférieure de la fourchette devrait se situer aux alentours de 12 500 points pour l'indice composé S&P/TSX et de 1 250 points pour l'indice S&P 500. Pour arriver à ces chiffres, nous avons pris en considération un certain nombre de facteurs, notamment la prime de risque des actions (niveaux correspondant à ceux des creux précédents), le niveau des ratios cours/bénéfices prévisionnels (inférieur de 20 % à la moyenne historique) et l'écart entre le rendement des flux de trésorerie disponibles des entreprises et les taux des obligations de sociétés cotées BAA (sommet de 50 ans). De plus, sur le plan technique, ces niveaux offrent un bon soutien aux marchés boursiers.

La limite supérieure de la fourchette devrait se situer aux alentours de 14 250 points pour l'indice composé S&P/TSX et de 1 350 points pour l'indice S&P 500. Le principal facteur qui pourrait freiner la poussée des places boursières est la possibilité que les investisseurs insistent pour obtenir des primes de risque relativement élevées comparativement à celles des 30 dernières années à cause de l'accroissement du risque dans une économie mondiale en déséquilibre, caractérisée, d'une part, par des économies développées aux prises avec une dette colossale, un chômage élevé, de faibles perspectives de croissance et la déflation et, d'autre part, par des économies émergentes confrontées à la menace d'une hausse de l'inflation et d'une recrudescence de l'agitation sociale.

Les marchés obligataires nord-américains devraient évoluer à l'intérieur d'une fourchette de 1 %, la limite inférieure se situant à environ 2,75 % et la limite supérieure, à 3,75 % pour les taux des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada et du Trésor américain (graphique 4). La limite inférieure de la fourchette reflète la volonté des investisseurs de tolérer des rendements modestes corrigés de l'inflation afin de protéger leur capital. La limite supérieure est ancrée par la tendance baissière prolongée des taux qui se poursuit et les bas taux administrés (taux des fonds fédéraux de 0,25 %) qui encouragent les investisseurs à investir à plus long terme. Ces conditions ne sont pas près de changer.



STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

La décision d'augmenter ou non les pondérations des actions (« propension au risque ») par rapport à celles des titres à revenu fixe dans les portefeuilles équilibrés reposera largement sur les précisions à venir concernant les inquiétudes des investisseurs ainsi que sur l'amélioration d'un certain nombre d'indicateurs économiques. Nous prévoyons une amélioration de l'indice ISM, une baisse du nombre de demandes de prestations d'assurance-chômage, une augmentation des activités de prêts bancaires accompagnée d'une hausse de la masse monétaire, une certaine stabilité du secteur du logement et une intensification de l'activité manufacturière mondiale. Il est fort probable que les données restent contrastées, ce qui aura pour effet de maintenir les marchés financiers dans une fourchette.

Ainsi, les décisions en matière de répartition de l'actif seront plus tactiques. Les placements dans les actions et les obligations seront effectués en fonction de la fourchette de négociation prévue pour chaque catégorie d'actif pourvu qu'il n'y ait pas une amélioration ou une détérioration importante de la conjoncture macroéconomique.

Les facteurs macroéconomiques continueront d'influer sur les rendements des marchés financiers dans un avenir prévisible et la valse-hésitation entre la propension au risque et l'aversion pour le risque se poursuivra. Autrement dit, les marchés financiers seront très volatils et fortement corrélés étant donné les risques politiques plus élevés associés au retour vers l'équilibre de l'économie mondiale.