



Un air de déjà-vu

Norman Raschkowan

Stratège en chef des placements nord-américains et chef de l'équipe des fonds Maxxum

Les porteurs d'actions canadiennes ont vu les cours monter régulièrement depuis la mi-août. Les marchés sont restés sensibles à l'effet de mauvaises nouvelles qui, paradoxalement, remettaient en scène les mêmes acteurs qu'avant l'été : détente monétaire de la Réserve fédérale, crise des dettes souveraines en Europe et crainte d'un durcissement de la politique monétaire chinoise. Si la dominance des facteurs macroéconomiques a donné aux investisseurs une impression de déjà-vu, leur effet sur les marchés a été plus éphémère, cette fois-ci, et n'a pas réussi à perturber le climat général d'optimisme qui règne à la Bourse, maintenant que la crainte d'une récession à double creux s'est dissipée.

Économie : signes convaincants d'une reprise durable

La crainte de voir l'économie américaine replonger dans la récession s'est dissipée, vu les chiffres favorables de ces trois derniers mois. Elle a enregistré un taux de croissance régulier de 2,0 % au troisième trimestre et l'indice des directeurs d'achats (IDA) de l'Institute of Supply Management (ISM), qui se situait à 56,6 en novembre, témoigne d'une poursuite de la croissance positive. Plus important encore, la confiance des ménages est remontée à 54,1 en novembre, son niveau le plus haut depuis cinq mois, ce que confirme la robuste hausse de 2,6 % de leurs dépenses. Les chiffres de l'immobilier, plutôt désastreux auparavant, se sont également améliorés sur certains points et, si le nombre annualisé de mises en chantier reste anémique (519 000, soit quatre fois moins qu'au sommet de la bulle du crédit), les demandes de crédit hypothécaire résidentiel, elles, ont retrouvé leur niveau d'il y a six mois. Les porteurs d'actions se sont également réjouis des excellents bénéfices déclarés pour le troisième trimestre, 76 % des sociétés de l'indice S&P 500 ayant fait mieux que le consensus et les marges bénéficiaires des sociétés hors secteur financier ayant retrouvé leurs niveaux supérieurs de 2007.

Europe : les riches et les moins riches

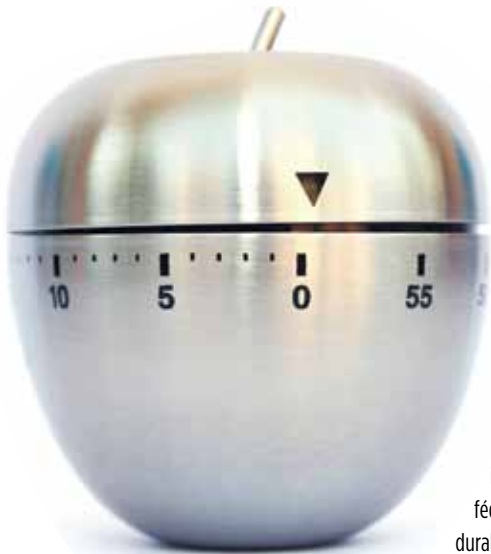
L'effondrement du système bancaire irlandais a de nouveau attiré l'attention des investisseurs sur la dette souveraine des États européens. Si le creusement régulier des écarts de taux, au cours de l'été, en constituait sans doute un signe précurseur, il n'en reste pas moins que cet événement est survenu quatre mois à peine après que 84 banques européennes sur 91 (y compris toutes les banques irlandaises) ont passé avec succès leur fameux test de résistance.

La nécessité d'apporter un soutien financier à l'Irlande a fait naître le doute quant à l'efficacité du plan d'aide de 750 milliards d'euros mis en place par la Banque centrale européenne et le Fonds monétaire international, lorsque la Grèce s'est retrouvée au bord de la défaillance, au mois de mai dernier. La contagion qui s'est ensuivie a rapidement fait grimper les taux au Portugal et en Espagne. Contrairement à ce qui s'était passé en mai, les investisseurs n'ont plus mis tous les pays dans le même panier, après avoir constaté que les conditions économiques restaient favorables dans

Écarts de taux grecs et irlandais (en points de base)



Source : Bloomberg



les pays « riches », tandis que les retombées de la crise du crédit affaiblissent l'économie des « moins riches ».

Les données des directeurs d'achats européens en témoignent : si l'IDA global se situait à 55,3, il était de 58,1 pour l'Allemagne et de 58,0 pour le Royaume-Uni, mais seulement de 52,0 pour l'Italie, de 50,0 pour l'Espagne et de 43,9 pour la Grèce.

Performance disparate des marchés boursiers européens en octobre-novembre

Les riches	Rentabilité (\$ CA)	Les moins riches	Rentabilité (\$ CA)
Allemagne	+2,0 %	Espagne	-17,3 %
Royaume-Uni	-1,6 %	Grèce	-8,3 %
Suisse	-2,1 %	Portugal	-7,3 %
		Irlande	-6,1 %

Les tensions renouvelées au sein de la zone euro ont réveillé les conjectures sur l'abandon de l'euro par l'Allemagne. Toutefois, comme nous le faisons remarquer au printemps, l'économie allemande a été de celles qui ont le plus bénéficié de la faiblesse de l'euro, et l'exposition à hauteur de 550 milliards d'euros des banques allemandes à la dette souveraine des « PIIGS » (Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne) devrait constituer un motif suffisant pour la recherche d'une solution. Le plan d'aide, une fois établi, a des chances de rester en place un certain temps, étant donné que les banques européennes détiennent pour 2 billions d'euros de créances arrivant à échéance et devant être refinancées en 2013.

La Réserve fédérale procède à sa « QE 2 »

La Réserve fédérale a lancé cet automne une deuxième phase de « détente quantitative », baptisée QE 2. Consistant à acquérir pour 600 milliards de dollars d'obligations du Trésor américain, sur une période de huit mois, elle avait pour but d'aplatir la courbe des taux, en faisant baisser les rendements des obligations longues, et a réaffirmé, aux yeux des investisseurs en actions, la volonté de la Réserve fédérale d'encourager une reprise économique durable. Au Canada, l'indice composé S&P/TSX a progressé de 9,4 % au cours de la période septembre-novembre, les actions de petites capitalisations ayant grimpé de 17,3 %, celles du secteur des matières premières, de 11,8 % et celles du secteur de l'énergie, de 10,8 %. Le marché australien, fortement axé sur les matières premières, s'est également très bien comporté, enregistrant une robuste hausse de 9,2 % (en \$ CA).

Le marché obligataire a initialement bien accueilli les mesures de QE 2, les taux des obligations du Trésor américain de 10 ans ayant baissé de près de 50 points de base à son annonce. Cependant, ce mouvement s'est inversé au début d'octobre et les gains

réalisés au début ont été effacés. La remontée des taux reflétait l'amélioration des perspectives économiques et les signes d'une hausse parallèle de l'inflation. De fait, sur les 43 pays que suit régulièrement la revue *The Economist*, seul le Japon présente un IPC négatif sur les 12 derniers mois; il y a un an, 15 pays connaissaient des tensions déflationnistes.

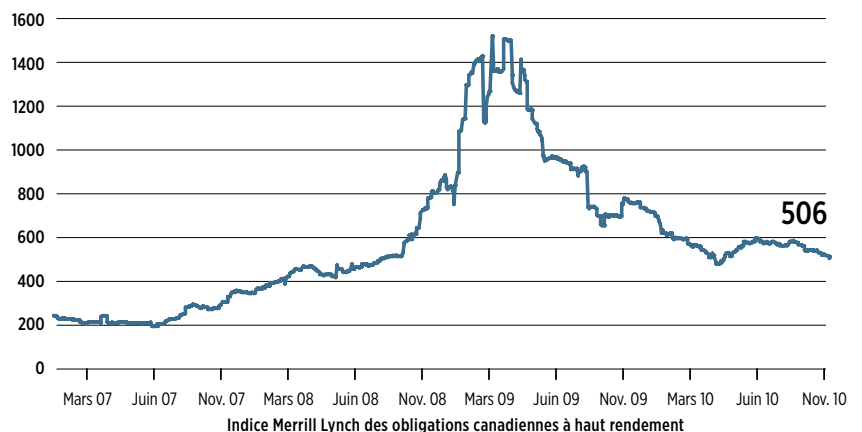
Le marché obligataire canadien a donc été d'une rentabilité négative en novembre et pendant les trois derniers mois. Les obligations de sociétés se sont un peu mieux comportées que les obligations d'État, du fait de leur durée moyenne inférieure et de l'amenuisement des écarts de taux. Les difficultés auxquelles l'Europe est en proie poussent les investisseurs à aller voir ailleurs, ce qui a entraîné une intensification de la demande d'obligations d'État américaines et canadiennes qui devrait aider le marché obligataire à se stabiliser, à court terme.

Perspectives pour l'année prochaine

À l'approche de 2011, les investisseurs gardent les yeux rivés sur les événements en Europe et leurs implications pour la croissance et les marchés financiers. Pourtant, ce qui se passe en Chine et dans d'autres économies émergentes aura sans doute des conséquences bien plus importantes pour la rentabilité des marchés des capitaux canadiens, au cours de l'année prochaine.

La croissance économique reste vigoureuse en Chine : l'indice des directeurs d'achats s'y situait à 55,2, selon les dernières données, et le PIB devrait croître de 9 %

Écarts de taux des obligations de sociétés (en points de base)



Source : Bloomberg, au 12 novembre 2010

en 2011. Mais on y assiste également à une accélération de l'inflation, les prix à la consommation ayant augmenté de 4,4 %, au cours de l'année écoulée, et le prix des denrées alimentaires, de 10,1 %. Au Brésil, où sévit une inflation de 5,2 %, l'indice des directeurs des achats est tombé sous la barre des 50,0. En Inde, les prix à la consommation sont en hausse de 10,1 % et la croissance de la production industrielle a ralenti, pour se situer à un taux annuel de 4,4 %. La mesure dans laquelle les efforts déployés pour juguler l'inflation, dans ces pays et dans d'autres économies émergentes, freinent la croissance économique est de première importance pour l'évolution des cours des matières premières et, partant, pour le comportement des marchés des actions canadiennes, au cours de l'année prochaine. Il faut sans doute s'attendre à voir les cours des matières premières fluctuer à l'intérieur d'un couloir ascendant.

Les marchés boursiers nord-américains jouissent de perspectives globales favorables, étayées par l'amélioration continue des bénéfices des entreprises et par une augmentation prévue des sommes placées en actions. Nous nous attendons à voir les taux d'intérêt reprendre leur hausse avec la poursuite de la croissance économique. Constatant la rentabilité négative de ces placements, les investisseurs ayant mis leur argent à l'abri dans des obligations d'État risquent de chercher d'autres placements productifs de revenu qui ne soient pas pénalisés par la croissance, comme les obligations de sociétés et les actions productives de dividendes.

Les obligations de sociétés devraient continuer à se comporter relativement bien, même dans un contexte de hausse des taux, grâce à leurs rendements attrayants, et les portefeuilles Sentinelle sont positionnés de façon à en profiter. Ce climat devrait

également être favorable aux actions de sociétés de qualité productives de dividendes, comme celles que privilégie l'équipe Maxxum. À la vérité, les actions productives de dividendes ont été moins rentables que le marché, cette année, mais la performance disparate observée en Europe semble indiquer un retour en grâce de la « qualité ». Dans un contexte de croissance économique modérée, les investisseurs devraient commencer à valoriser davantage les sociétés de qualité aux produits et aux bénéfices supérieurs, sur lesquelles se concentrent nos équipes Ivy et Universal. Enfin, les investisseurs canadiens auront tout intérêt à assurer la diversification internationale de leurs placements, étant donné la croissance supérieure qu'apportent les économies émergentes et la sous-évaluation des titres de sociétés en restructuration dans les pays développés : les fonds Cundill leur permettent de jouer sur ces deux tableaux. ■

Petite tournée mondiale du risque géopolitique avec Marvin Zonis

Si vous souhaitez évaluer les risques géopolitiques auxquels sont exposés vos placements, voici deux thèmes susceptibles de guider votre analyse : l'humiliation et les conséquences involontaires. C'est ce que dit Marvin Zonis, professeur émérite d'administration des affaires à l'école de gestion Booth, de l'université de Chicago. Il s'est arrêté dans nos bureaux de Toronto, en novembre, pour s'entretenir avec un groupe d'analystes. Voici quelques-unes des idées qu'il leur a présentées.

Conséquence involontaire : Obama, président de la politique étrangère

Comment Obama va-t-il réagir au revers des élections de mi-mandat?

« Généralement, un président dont le parti est défait aux élections de mi-mandat se détourne quelque peu de la politique intérieure et se met à s'occuper davantage des affaires étrangères. Je m'attends donc à une telle réaction de la part d'Obama. Que ce soit souhaitable pour le monde est une autre question.

Mais le président sera moins entravé par le Congrès dans ses actions sur la scène internationale.

C'est là l'une des conséquences involontaires de toutes les tentatives de remettre l'économie américaine en selle, après son quasi-effondrement.

« Sur la scène mondiale, on voit actuellement se dessiner une autre conséquence involontaire : le rapprochement politique entre les États-Unis et les pays de l'Asie du Sud et du Sud-Est. Inquiets des visées ambitieuses de la Chine, ils se sont tournés l'un après l'autre vers les États-Unis, dans l'espoir de les voir faire contrepoids. La Chine en a évidemment pris ombrage, car elle considère cette région comme son pré carré. À mon avis, il faut donc s'attendre à un affrontement entre les États-Unis et la Chine. Je ne sais pas quelle forme il prendra. Je ne pense pas qu'il faille redouter une guerre, mais il y aura certainement des frictions. »

Pour prendre connaissance du rapport complet (15 pages, en anglais uniquement), rendez-vous sur le site mackenziefinancial.com/professional. Marvin Zonis y examine les deux principales sources de risque géopolitique qu'il discerne pour l'année prochaine : le pétrole et l'endettement des États-Unis. Il y évoque également l'Iran, la Corée du Nord et la Chine. ■

