



Norman Raschkowan

Responsable en chef des placements

## « PAR TEMPS CLAIR, ON PEUT VOIR... »

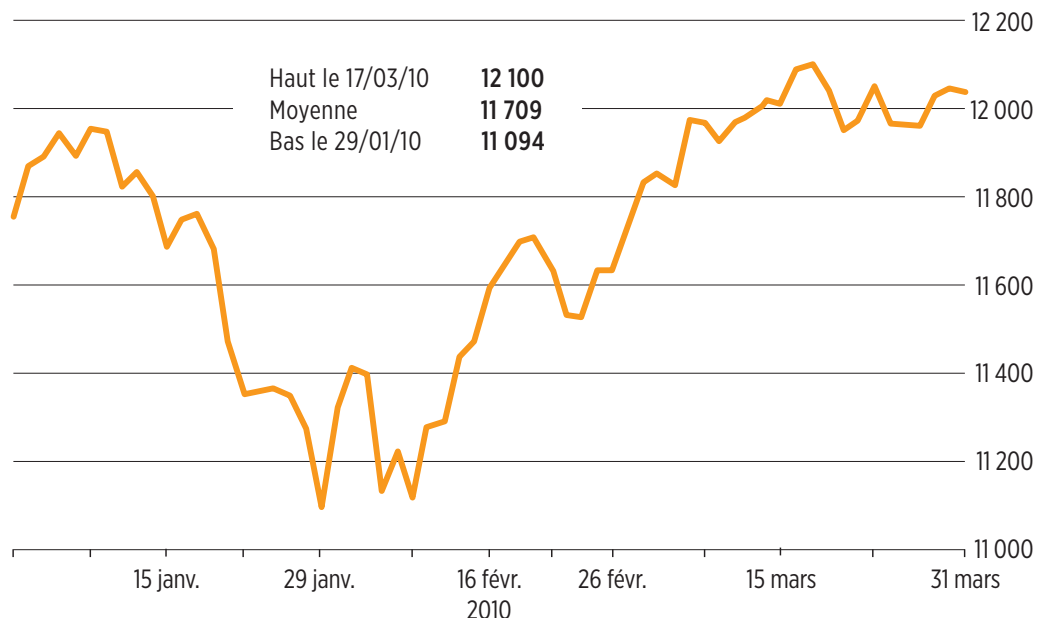
Le premier trimestre de 2010 s'est déroulé comme prévu. Les données économiques, encourageantes, ont confirmé que le Canada et les États-Unis reprenaient le chemin de la croissance; les prévisions de croissance pour 2010 ont d'ailleurs augmenté régulièrement au cours de cette période. Les réactions des investisseurs aux mauvaises surprises, comme la décision de la Chine de resserrer le crédit bancaire et le risque de défaillance de la Grèce, ont été vives mais passagères. Les marchés se sont montrés volatils, mais ont terminé le trimestre en hausse.

Toutefois, le marché des actions et celui des obligations semblent maintenant prendre des directions divergentes. La perspective de grosses émissions d'emprunts souverains pousse les rendements des obligations d'État à la hausse et hâte la dernière phase prévue de l'amenuisement du différentiel de taux entre obligations d'État et obligations de sociétés : au cours du premier trimestre, les obligations de sociétés canadiennes ont gagné 2,2 %, par rapport à 0,9 % seulement pour les obligations d'État. En revanche,

le marché des actions a terminé le trimestre en force, frôlant de nouveaux hauts et tiré par les segments plus sensibles aux cycles économiques, à savoir la technologie et les matériaux. Dans son ensemble, le marché boursier canadien a affiché un gain de 3,1 % pour le trimestre, tandis que, en dollars canadiens, l'indice S&P 500 progressait de 1,6 % et l'indice MSCI Monde reculait de 1,0 %, le huard s'étant à nouveau considérablement apprécié.

### Faible gain net, après de fortes fluctuations boursières au Canada

Indice composé S&P/TSX, premier trimestre de 2010



Source : Bloomberg



Ces événements n'ont fait que renforcer notre conviction que la croissance sera modérée cette année, en Amérique du Nord et en Europe, les consommateurs poursuivant leur désendettement. C'est d'ailleurs maintenant le scénario issu du consensus. Nous nous attendons à ce que l'inflation reste, elle aussi, maîtrisée du fait de la surcapacité, mais les taux demeureront vraisemblablement sensibles aux tensions liées à l'offre. Les marchés des actions resteront enfermés dans un couloir, généralement ascendant, mais cependant sujets à des corrections périodiques déclenchées par de mauvaises surprises économiques ou des nouvelles décevantes sur le plan des bénéfices, tandis que les attentes des investisseurs s'adaptent à un contexte de croissance modérée.

## Regard sur l'avenir

Les investisseurs sont maintenant plus optimistes quant aux perspectives de placement pour 2010. C'est donc le moment propice pour examiner certains des thèmes qui pourraient dicter la rentabilité des placements, en 2011 et par la suite.

### Thème n° 1 : La nécessité d'investissements dans l'infrastructure devient critique

Les « bulles » financières se produisent lorsqu'on concentre trop de capitaux dans une partie de l'économie. Donc, dès qu'il se produit une bulle quelque part, il y a forcément un autre pan de l'économie qui a été privé de capitaux. Comme l'attesteront tous ceux qui ont dû slalomer pour éviter la chute de morceaux de béton, se détachant des ponts enjambant les autoroutes, l'infrastructure en Amérique du Nord est un de ces pans-là. L'exemple le plus extrême de la « bulle » de consommation, privant l'infrastructure des capitaux nécessaires, est la Californie, où les consommateurs (également contribuables) ont fait passer la Proposition 13, limitant la capacité de l'État de percevoir de nouveaux impôts, ce qui l'a plongé dans sa crise financière actuelle.

Les investissements nécessaires à l'amélioration de notre infrastructure de transports en commun se chiffreront à des milliards et des milliards de dollars, échelonnés sur de nombreuses années. Les entreprises du bâtiment, cabinets d'ingénierie, cimentiers et sidérurgistes figureront parmi ceux qui garniront leurs carnets de commandes lors de l'engagement de ces dépenses. Et le

Fonds mondial d'infrastructure Mackenzie Universal est bien placé pour aider les investisseurs à profiter de ces occasions.

### Thème n° 2 : Les dépenses des ménages devraient grimper – dans les économies émergentes

Le rythme de la croissance économique en Europe et en Amérique du Nord restera vraisemblablement modéré, pendant un certain temps, par suite de l'éclatement de la bulle de l'immobilier résidentiel et, plus précisément, du désendettement des ménages. Les économies émergentes, en revanche, ne se sont pas livrées à de tels excès financiers et bénéficient donc d'une reprise économique plus robuste au sortir de la crise. Dans ces économies, les dépenses des ménages devraient grimper, sous l'effet de l'accroissement du pouvoir d'achat d'une classe moyenne en pleine expansion. Les investisseurs qui s'aventurent à l'étranger y trouveront donc de nombreuses occasions de placement à rentabilité supérieure, sans avoir à redouter que des frictions commerciales perturbent la demande de leurs biens et services. Les fonds Catégorie Mackenzie Cundill Valeur marchés émergents et Catégorie Mackenzie Universal Marchés émergents sont là pour les investisseurs qui souhaitent profiter de ces régions prometteuses.

### Thème n° 3 : Secteur de la santé aux États-Unis – les nuages se dissipent

L'administration Obama a réussi à faire adopter sa loi sur l'assurance-maladie par le Congrès et cela a été l'un des grands événements du premier trimestre. Au début, on a surtout parlé de la faille dans la législation fiscale, qui allait disparaître du fait de cette réforme, coûtant un milliard de dollars à AT&T et 250 millions en tout à Deere et Caterpillar. Cet aspect confirme nos vues, quant à l'augmentation des impôts à laquelle il faut s'attendre.

Les possibilités qu'ouvre l'adoption de la loi sur l'assurance-maladie ont suscité beaucoup moins d'attention. Les investisseurs s'attendaient à ce que la loi impose au secteur de la santé des mesures punitives, du genre plafonnement des prix ou remplacement des médicaments de marque par des génériques. Le consensus plaçait la croissance des bénéfices de ce secteur à 8 % à peine, comparativement à 28 % pour les sociétés du S&P 500, et la performance des actions du secteur a été de 1,6 % moindre que celle du marché dans son ensemble au premier trimestre. Au lieu de cela, c'est le secteur des assurances qui a été fustigé par les législateurs. Le secteur de la santé offre maintenant aux investisseurs la possibilité d'acquérir des titres de sociétés bien établies et d'une rentabilité supérieure, avec des décotes intéressantes et de bonnes perspectives de croissance, dues à l'ajout de 30 millions de clients potentiels, maintenant assurables. Et, en prime, le secteur de la santé est l'un des grands bénéficiaires de la dépréciation du dollar américain, étant donné la dimension internationale d'une bonne partie de ses activités. Le fonds Catégorie Mackenzie Universal Sciences de la santé constitue un instrument de placement de premier choix pour les investisseurs désireux de profiter de ces possibilités.

### Secteur américain de la santé – une excellente aubaine

Mesures de valorisation	Secteur de la santé	S&P 500
Croissance des bénéfices en 2010 (e)	8 %	28 %
Multiple cours/bénéfice prévisionnel	12,2 x	14,9 x
Taux de rendement des actions	1,9 %	1,9 %
Multiple cours/valeur comptable (e)	2,5 x	2,3 x
Taux de rendement des fonds propres	19,0 %	11,6 %

Source : JP Morgan

### Thème n° 4 : Dévaluations monétaires – la nouvelle politique du G8

Les perspectives de l'emploi sont en train de s'améliorer en Europe et en Amérique du Nord. Cependant, une période prolongée de croissance économique modérée, de l'ordre de 2 % à 2,5 %, et les défis de financement auxquels restent confrontées les PME, traditionnellement les plus grosses créatrices d'emplois, laissent présager la persistance d'un taux de chômage élevé pendant encore un certain temps. Les dirigeants américains et européens ont la tâche titanesque de revitaliser leurs économies malgré les contraintes financières et le fléchissement de la demande intérieure, sous l'effet du désendettement des consommateurs. Beaucoup voient le salut dans les exportations.

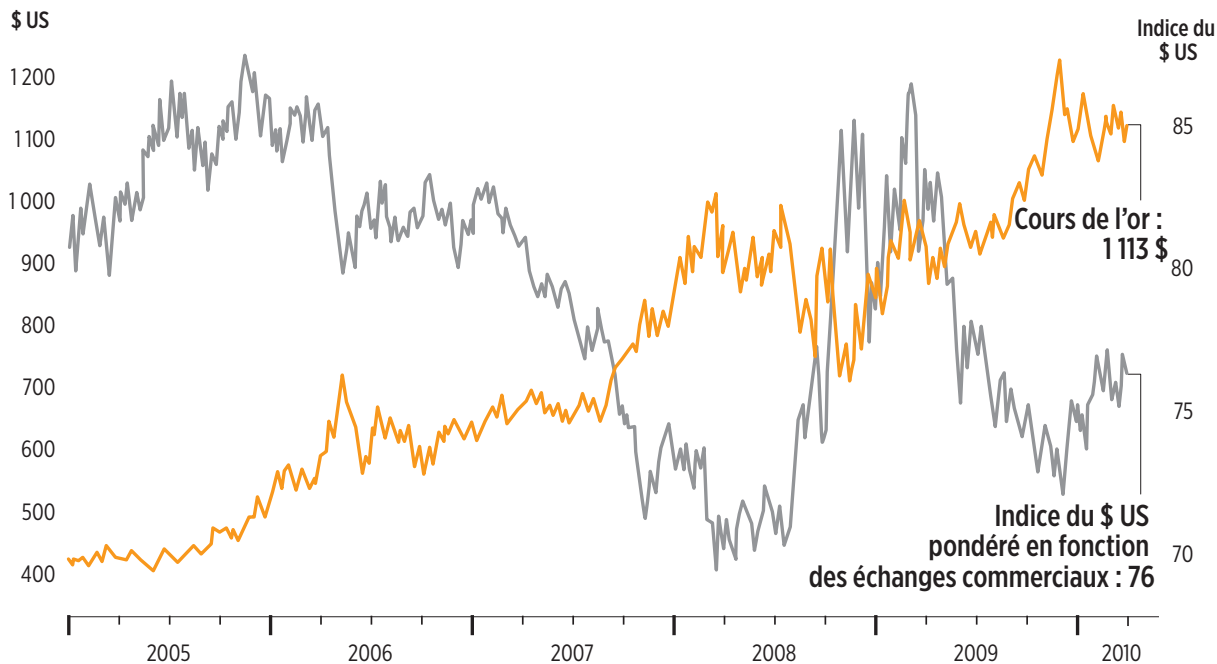
Pour améliorer la compétitivité de leurs industries exportatrices sur le marché mondial, les chefs politiques des pays du G8 cherchent à influencer les marchés des changes à leur avantage. Certains envisagent de dévaluer leur monnaie – les dirigeants japonais ont laissé entendre clairement qu'ils souhaitent voir le yen s'affaiblir. D'autres cherchent à doper les monnaies de leurs partenaires commerciaux – témoin les pressions continues qu'exerce le Congrès américain sur les dirigeants chinois pour en obtenir la réévaluation du

yuan. Malheureusement, on se rappellera sans doute, pour en avoir fait l'expérience au Canada dans les années 1990, que les pressions en vue de doper les échanges internationaux grâce à des dévaluations monétaires peuvent persister un certain temps.

Nous restons optimistes quant aux perspectives pour le dollar canadien. Comme nous le soulignons dans notre dernier commentaire, le Canada devrait bénéficier de la demande croissante de matières premières industrielles et attirer les investissements, maintenant que les entreprises sont plus conscientes des questions de sécurité des approvisionnements en provenance des nouveaux gisements de ressources. Nous nous attendons donc à ce que le huard poursuive sa tendance positive par rapport aux monnaies de ses partenaires commerciaux du G8. Aux États-Unis et en Europe, les investisseurs auront fort à faire pour protéger leur pouvoir d'achat, alors que les autorités sont résolues à dévaluer leurs monnaies. La diversification des placements entre des pays à monnaie forte, comme le Canada, constitue une solution. L'achat de métal or en est une autre, qui semble faire de plus en plus d'adeptes. Le fonds Catégorie Mackenzie Universal Lingot d'or offre aux investisseurs le moyen de profiter de la forte demande dont l'or fait l'objet à l'échelle mondiale.

## Une monnaie faible favorise la montée de l'or

Cours de l'or (en \$ US) et indice du \$ US pondéré en fonction des échanges commerciaux



Source : Bloomberg

## Thème n° 5 : À long terme, les actions sont plus rentables que les obligations

Certains vont considérer ceci comme la plus discutable de mes opinions. Les investisseurs ont longtemps admis que les actions faisaient toujours mieux que les obligations. Si on examine ce qui s'est passé jusqu'ici, on constate que cela a généralement été le cas, et c'est assurément conforme au principe selon lequel les porteurs d'actions ont droit à une rentabilité supérieure étant donné les plus gros risques que ce placement fait courir à leur capital. Cette thèse a, toutefois, été remise en cause par ce qui s'est passé ces derniers temps – ce qui ne fait que souligner que l'expérience des investisseurs est tributaire des valorisations boursières au début et à la fin de la période sur laquelle portent les mesures. Par exemple, sur la période de 30 ans qui

s'est terminée en décembre 2009, l'indice TSX a été d'une rentabilité de 9,43 % par an, comparativement à 9,94 % pour l'indice obligataire DEX. Si nous examinons cette période par tranches de 10 ans, il y en a eu 12 sur 21 au cours desquelles les obligations ont fait mieux que les actions. Bien sûr, en 1979, le dernier boom boursier des ressources naturelles touchait à sa fin et les obligations longues du Canada affichaient des rendements de plus de 10 %, qui allaient atteindre des hauts supérieurs à 18 % (en octobre 1981), comparables à ceux de l'après-guerre.

Malgré les données récentes, il serait risqué d'adopter une stratégie financière reposant sur l'hypothèse que les obligations vont continuer à faire mieux que les actions au cours des prochaines années.

Aujourd'hui, le rendement des obligations du Canada de 30 ans est de 4,1 % à peine et il suffirait donc d'une augmentation de 25 points de base des taux du marché pour que leur rentabilité totale devienne négative par rapport aux obligations. Les obligations constituent une option bien plus risquée à des taux de 4 % que de 10 %. Étant donné les perspectives d'amélioration de l'économie et les pressions à la hausse sur les taux dues aux gros besoins d'emprunt des États, nous conseillons des stratégies de placement privilégiant les actions et se servant des obligations pour tempérer la volatilité globale des portefeuilles. ■