

Par **Daniel Theriault**, CFA, MBA,
Chef stratège en placements

Commentaire sur les marchés

À la recherche de canaris dans la mine de charbon

«Il arrive parfois que le canari meure dans la mine de charbon – ce ne serait pas très malin de balayer la mort de cet oiseau du revers de la main parce que le hasard aurait voulu qu'il soit victime d'un infarctus.»

Rapport sur l'emploi : incident ou tendance lourde

Salon.com, Andrew Leonard, avril 2012

Au début du XXe siècle, travailler dans une mine de charbon était un métier dur et dangereux. La technologie d'extraction du charbon était assez simple. Les mineurs utilisaient des pics et des pelles pour atteindre le filon. Des poneys ou des enfants transportaient le minerai jusqu'à la surface.

Il y avait du danger partout. Les mines étaient inondées. Les galeries s'effondraient. Avec le charbon, on trouvait naturellement du méthane, un gaz toxique et très combustible. Le recours aux explosifs facilitait l'extraction du charbon, mais l'amorçage des charges posait un risque nettement plus grand pour les mineurs. Le boutefeux, dont le rôle était de placer les charges et de sécuriser la zone d'explosions, était responsable d'atténuer ce risque. Des canaris enfermés dans des cages servaient à prévenir le boutefeux de la présence de gaz toxiques et explosifs. En raison de leur petite taille et de leur métabolisme élevé, ces oiseaux étaient plus sensibles à de faibles niveaux de gaz toxiques. Lorsqu'un canari cessait de chanter ou tombait de son perchoir, c'était le signe de remonter à la surface. Les détecteurs de gaz remplacent aujourd'hui les canaris, mais nous utilisons toujours la métaphore du « canari dans la mine de charbon » pour parler d'un mauvais présage.

Sans surprise, l'expression est souvent employée ces derniers temps par les analystes qui tentent de prédire quelles données économiques peuvent augurer d'un plus grand malheur.

États-Unis : l'économie tient bon

La décision que la Réserve fédérale américaine a prise à la réunion de septembre de ne pas bouger sur les taux d'intérêt a obligé les économistes et les investisseurs à corriger, encore une fois, leurs pronostics quant au moment et à l'ampleur de la prochaine hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Les observateurs ont un peu de mal à comprendre pourquoi le taux directeur demeure à des niveaux exceptionnellement bas, étant donné qu'il n'y a pas de véritable nécessité de soutenir l'économie américaine de façon aussi draconienne. La présidente de la Fed Janet Yellen a donné un indice pour

expliquer cette passivité. Elle a fait part d'une crainte persistante à propos de l'importation de la déflation : « Les récents événements économiques et financiers observés à l'échelle mondiale pourraient restreindre quelque peu l'activité économique et sont susceptibles d'accroître les pressions à la baisse sur l'inflation à court terme. » La décision a plombé la bourse. Dans les jours qui ont suivi, Mme Yellen a dû revenir devant les micros pour tenter de rassurer les investisseurs.

Il faudra probablement atténuer les attentes quant à une remontée éventuelle des taux. La croissance du PIB reste faible, à cause surtout du vieillissement de la population et de la hausse relativement plus faible de la productivité. Les écarts de crédit demeureront probablement un peu plus grands en raison de l'augmentation du coût de l'intermédiation financière (essentiellement, l'activité des banques qui consiste à jouer le rôle d'intermédiaire entre les déposants et les emprunteurs). Les écarts de crédit plus élevés donnent à penser qu'une diminution des taux directs s'impose. Bien que les ménages américains ont fait beaucoup de progrès en vue de redresser leur situation financière, on peut douter que leur niveau d'endettement revienne à ce qu'il était avant la crise. Enfin, le taux d'épargne demeure élevé dans un certain nombre de pays, en particulier en Chine, ce qui exerce une pression sur les taux d'intérêt à l'échelle mondiale.

Toute analyse de l'économie américaine doit accorder beaucoup d'importance au consommateur. Une série de données encourageantes ont récemment permis d'être optimistes : le revenu disponible réel a progressé de 3,2 % sur douze mois en août, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board a augmenté en septembre, malgré les facteurs d'incertitude à l'échelle mondiale, et l'amélioration de plus de 20 % des demandes de prêt hypothécaire a apporté un soutien au marché de l'habitation. Si l'on prend en compte la faiblesse des prix du pétrole et la vigueur du dollar, il est évident que le consommateur américain se porte bien. Il y a toutefois un clignotant – seulement 142 000 emplois ont été créés en septembre hors du secteur de l'agriculture, et les chiffres des deux mois précédents ont été revus à la baisse.

Europe : plus de nids se forment

Les élections du 20 septembre en Grèce n'ont guère changé le paysage politique européen. Le parti de gauche Syriza a été reporté au pouvoir au terme d'un scrutin marqué par un faible taux de participation. Ce résultat traduit probablement le fait que l'électorat est arrivé à la conclusion qu'il est impossible pour le premier ministre Alexis Tsipras de respecter des promesses de toute évidence incompatibles : mettre fin au programme d'austérité, replacer l'économie sur la voie de la prospérité et garder la Grèce au sein de la zone euro. Le nouveau plan de sauvetage entraînera probablement la poursuite de la contraction économique de la Grèce. C'est sans parler de la chute de 29 % du PIB depuis 2009.

Une première évaluation du programme d'aide proposé aura lieu avant la fin de l'année. Si le résultat est satisfaisant, les bailleurs européens avanceront de nouveaux fonds pour recapitaliser le

fragile système bancaire grec. Or, l'allègement de la dette est de fait la clé de la sortie de crise pour les Grecs. À cet égard, le FMI a refusé de participer au plan de sauvetage tant que les créanciers n'accepteront pas une certaine restructuration de la dette grecque. Il faut s'attendre à ce que M. Tsipras réclame fermement de tels arrangements, en plus d'un assouplissement des mesures d'austérité. Et à ce que certains pays européens, principalement l'Allemagne, se rebiffent.

Le marché de l'habitation affiche un modeste redressement en Europe. Un récent sondage des prêts bancaires de la Banque centrale européenne a fait état d'une hausse du nombre de ménages demandant un prêt hypothécaire. Ce rebond confirme les sondages menés récemment auprès des consommateurs et indiquant que les répondants songent à acheter une maison prochainement. La diminution des taux d'emprunt dans les pays périphériques favorise également une remontée des approbations de prêt hypothécaire, des mises en chantier et de la revente de maisons. Même l'Espagne montre de nouveau des signes prometteurs, bien que modestes, après avoir réduit de près de moitié son stock de plus d'un million de maisons non vendues. L'Italie pourrait elle aussi s'inviter à la fête. Le gouvernement met en œuvre un ambitieux programme de réforme qui pourrait atténuer certains obstacles de taille à l'achat d'une maison en Italie. Contrairement à l'Espagne, l'Italie n'est pas aux prises avec un surplus d'inventés. Un climat agréable et une cuisine raffinée ne peuvent qu'accentuer l'attrait de ce marché comparativement à d'autres régions plus septentrionales de la zone euro.

Chine : l'économie prendra probablement son envol l'an prochain

La Chine demeure un sujet d'intérêt important pour les investisseurs, alors que ses efforts pour libéraliser davantage ses systèmes financiers transforment les marchés mondiaux. (La libéralisation économique consiste à assouplir la réglementation et les contraintes gouvernementales dans l'économie en échange d'une participation accrue du secteur privé.) Et le processus s'accélère. La Chine vient tout juste de commencer à faire rapport de ses réserves de change au Fonds monétaire international. Rendre des éléments clés de son économie plus transparents représente une étape importante pour l'Empire du Milieu. Ces mesures font partie du plan de la Chine visant l'inclusion du yuan dans le panier des devises de réserve du FMI destiné à aider les pays fortement endettés. Même si les premiers rapports ne présenteront qu'un « portefeuille partiel et représentatif », il est prévu que des rapports complets seront fournis dans un court délai de deux ou trois ans.

Les investisseurs sont préoccupés par le ralentissement de la croissance du PIB en Chine. Les données récentes sur le secteur manufacturier, les exportations et d'autres activités économiques ont accru la crainte que le ralentissement soit beaucoup plus rapide que ce que disent les rapports officiels. La chute du marché boursier chinois a ravivé les pressions sur les produits de base, en particulier l'énergie. Qui plus est, l'assouplissement des taux de change a nourri les appréhensions de l'imminence de fortes dévaluations du renminbi.

Il y a des raisons d'être optimiste et de penser que le taux de croissance de la Chine remontera l'an prochain. Tout d'abord, le repli de certaines statistiques donne à penser que l'économie ralentit – elle n'est pas en train de s'effondrer. Malgré les chiffres officiels publiés, il est difficile d'évaluer l'économie chinoise. Or, certaines statistiques indiquent que le rythme de la croissance s'est stabilisé depuis le début de l'année. Ensuite, le marché boursier chinois a une incidence négligeable sur l'activité économique : très peu de sociétés chinoises font appel à la bourse pour lever des fonds. Troisièmement, les décideurs ont une grande marge de manœuvre pour mettre en place des mesures de relance, un luxe que n'ont pas de nombreux autres pays. Les taux d'intérêt et les ratios de réserves obligatoires ont été abaissés récemment. Il y a beaucoup de place pour d'autres interventions. Enfin, les appréhensions à propos du secteur financier chinois sont probablement exagérées. Le bilan du secteur public chinois est assez robuste pour absorber de lourdes pertes au besoin. Dans l'ensemble, nous prévoyons que le PIB de la Chine progressera à un rythme fort respectable de 5 % à 6 % au cours de la prochaine année.

Canada : le poids du pétrole bon marché

La hausse de 0,3 % du PIB sur un mois en juillet a dépassé les attentes de la majorité des analystes; elle a conforté la Banque du Canada dans sa prévision d'une remontée de l'économie au deuxième semestre. Le résultat positif de juillet (et de juin) est attribuable à un regain de l'extraction de pétrole et de gaz. La production a repris dans certaines installations de traitement des sables bitumineux qui avaient été fermées à cause des travaux de maintenance et des incendies. Si d'autres pans de l'activité économique avaient été les moteurs de cette croissance, la réaction aurait peut-être été plus optimiste. Le résultat demeure néanmoins encourageant.

Le secteur manufacturier a lui enregistré une croissance respectable de 0,6 % par rapport au mois précédent, grâce principalement à la vigueur de l'industrie automobile. Aux États-Unis, l'industrie automobile a bondi en juillet, mais a reculé en août. Il en sera probablement de même au Canada.

Comme on pouvait s'y attendre, le secteur de la construction a légèrement fléchi, dans la foulée sans doute du repli continu du secteur pétrolier et gazier. Le cours du pétrole se maintient autour des 45 \$, soit un niveau trop faible pour favoriser la mise en route de nouveaux projets pétroliers au Canada. Tant que le cours sera déprimé, la construction continuera probablement de peser sur la croissance économique. L'effet négatif se répercutera également sur le marché de l'habitation dans certaines régions du pays, telles que l'Alberta.

La conjoncture a peu changé au Canada durant le trimestre. L'activité économique ne pourra reprendre de la vigueur sans une remontée du cours du pétrole.

Notre stratégie

Les marchés boursiers ont été aussi volatils en septembre qu'en août; la plupart des grands indices boursiers ont reculé. Il ne s'agit pas d'une situation exceptionnelle, les périodes d'expansion étant généralement marquées par des épisodes de repli. Nous continuons de croire que la bourse poursuit sa correction et qu'un véritable marché baissier est encore loin à l'horizon. Notre prudence a bien servi les portefeuilles durant cette période de faiblesse des marchés.

Nous avons légèrement amélioré le taux de rendement de la composante des titres à revenu fixe de la plupart des portefeuilles en ajoutant à nos placements un billet structuré et avantageux sur le plan fiscal. L'achat a été financé en partie par la vente d'un autre billet dont l'échéance était plus proche et le rendement, plus faible.

Nous continuons de surpondérer les actions par rapport aux obligations. La politique monétaire généreuse mise en œuvre au Canada et aux États-Unis joue un rôle important dans cette décision en raison de sa double incidence sur les placements. Les taux d'intérêt des obligations sont bas à l'heure actuelle, ce qui les rend moins attrayantes, tandis que les actifs risqués comme les actions sont favorisés. Nous privilégions toujours les actions américaines, du fait que les États-Unis seront fort probablement le catalyseur d'une reprise à l'échelle mondiale.

Le mot de la fin

Le recours aux canaris pour détecter les gaz dans les mines de charbon est clair et sans équivoque. Lorsqu'un canari vacille, il faut sortir rapidement de la mine, à cause de la présence de gaz. Il n'est pas aussi facile de prévoir l'évolution de l'activité économique avec la même assurance – il y a tout simplement trop de variables en jeu. Il en va de même pour la réaction des marchés de capitaux face aux nouvelles.

Il semble que nous avons été témoins encore une fois d'un effet défavorable robuste et saisonnier sur les marchés boursiers. Si l'histoire se répète, on peut s'attendre à une reprise significative d'ici Noël. Une reprise qui serait fort bien accueillie. On doit accepter le fait que les corrections créent des sentiments négatifs. Les marchés ont besoin de temps pour remonter la pente. La patience est donc de mise. Dans l'intervalle, nous surveillerons de près l'évolution de l'économie et des marchés afin de repérer les occasions d'accroître le rendement des portefeuilles.

Les renseignements contenus dans la présente publication sont fondés sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprise. Nous les estimons fiables sans toutefois en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans cette publication sont purement ponctuelles et peuvent changer en tout temps. BMO Gestion privée de placements inc. n'est pas responsable des pertes pouvant découler de l'utilisation du présent commentaire ou de son contenu. Les informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments contenus dans le document ne doivent pas être considérés comme une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de produits ou de

services qui y sont mentionnés (y compris de marchandises, de titres ou autres instruments financiers), et ces informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments ne doivent pas être considérés comme un conseil en matière de placement ou comme une recommandation quant à la conclusion d'une quelconque opération, ni comme une assurance ou une garantie en ce qui concerne les résultats d'une quelconque opération.

MD « BMO (le médaillon contenant le M souligné) Banque privée » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. Les services de gestion de placement sont offerts par l'intermédiaire de BMO Gestion privée de placements inc., filiale indirecte de la Banque de Montréal.