

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

Commentaire sur les marchés

Les temps changent

*"Come writers and critics
Who prophesize with your pen
And keep your eyes wide
The chance won't come again
And don't speak too soon
For the wheel's still in spin
And there's no tellin' who
That it's namin'.
For the loser now
Will be later to win
For the times they are a-changin'."*

The Times They Are A Changin'

Bob Dylan, 1964

*"Venez, écrivains et critiques
qui prophétisés avec la plume
garder vos yeux ouverts
La chance ne reviendra plus
et n'en parlez pas trop vite
car la roue tourne encore
et nul ne sait
qu'il elle nommera
car le perdant maintenant
sera le prochain gagnant
car les temps ils changent"*

The Times They Are A Changin'

Bob Dylan, 1964

<http://lyricstranslate.com/en/times-they-are-changin039-les-temps-y-changent.html#ixzz3rJR90fl8>

Quand Bob Dylan a écrit cette chanson il y a un peu plus de 50 ans, en 1964, les États-Unis étaient en plein milieu d'une période de changement tumultueuse. Alors que la guerre du Vietnam s'intensifiait, les campus se faisaient le cœur du mouvement de contestation sociale. C'était également l'année de la victoire de Cassius Marcellus Clay Jr. contre Sonny Liston pour le titre de champion poids lourd du monde, peu avant que Clay se convertisse à l'islam et prenne le nom de Mohammed Ali.

C'était également une période marquante pour le mouvement des droits civiques. C'est cette année-là que le D^r Martin Luther King Jr. a reçu le prix Nobel de la paix pour son opposition non violente aux préjugés raciaux aux États-Unis, là où Malcolm X prônait une tout autre approche. C'est également l'année où Ed Sullivan a accueilli les Beatles à New York et où les premières Ford Mustang sont sorties des chaînes de montage au Michigan. La première cohorte des baby-boomers sortait tout juste du secondaire ou commençait l'université, du moins, pour ceux qui n'étaient pas mobilisés par l'armée. Cette génération commençait alors à peine à réaliser l'énorme influence qu'elle exercerait au cours des décennies à venir.

Comme l'a écrit Héraclite, un philosophe grec du cinquième siècle avant J.-C., « le changement est la seule constante ». C'était vrai en 1964 et ce l'est encore aujourd'hui. Il est donc pertinent de se

demander si certains de nos paradigmes économiques ne subissent pas actuellement des changements profonds, particulièrement en ce qui a trait aux produits de base et aux taux d'intérêt.

États-Unis : Un changement bénéfique?

La probabilité que la Réserve fédérale américaine (la Fed) augmente les taux d'intérêt en décembre semble beaucoup plus élevée après la publication du dernier rapport sur l'emploi. Le chiffre global est en effet impressionnant : 271 000 nouveaux emplois, en plus d'une révision à la hausse des résultats des mois précédents. Le taux de chômage aux États-Unis a diminué pour s'établir à 5,0 %, les salaires ont augmenté de 2,5 % sur 12 mois et le nombre d'heures travaillées affiche également une croissance. Les conditions semblent donc tout indiquées pour une hausse des taux. Bien entendu, les pessimistes pourraient souligner que le taux d'activité est de seulement 62,4 % en ce moment, à son plus bas depuis 38 ans, mais cela s'explique en bonne partie par le nombre record de baby-boomers qui prennent leur retraite. Les premières augmentations de taux pourraient même stimuler l'activité économique puisqu'une hausse pousse souvent les consommateurs et les entreprises à aller de l'avant et à réaliser les dépenses qu'ils avaient prévues.

Notons que la consommation des ménages demeure élevée et que la croissance des bénéfices est solide. Les ventes d'automobiles pour octobre 2015 laissent présager une année record pour le secteur. Les secteurs des services et de la construction sont extrêmement vigoureux. La confiance des consommateurs pourrait même dépasser ses sommets d'avant la récession, et cet optimisme est justifié. En effet, les ménages aux États-Unis ont grandement assaini leurs finances et leur dette moyenne est désormais inférieure à celle du pays médian de l'OCDE. Les consommateurs sont donc en bonne position pour soutenir l'expansion économique.

Le secteur manufacturier, quant à lui, est durement touché par la vigueur du dollar. Les perspectives de croissance des investissements en équipement demeureront certainement faibles elles aussi en raison du ralentissement dans le secteur de la production d'énergie. De leur côté, les sociétés privilégient les rachats d'actions et les dividendes aux investissements en capital. Par conséquent, les prévisions pour l'année à venir indiquent une croissance modeste de 3,2 % des investissements des entreprises.

Au grand dam du Canada, le président Barack Obama a annoncé son refus du projet de pipeline Keystone XL.

Europe : Un changement de climat s'impose

La Banque centrale européenne (BCE) a fait savoir qu'elle annoncerait d'autres mesures de relance monétaire. Nous pouvons probablement nous attendre à une autre coupure des taux sur les dépôts et à une bonification du programme d'assouplissement quantitatif. Il s'agirait d'une réaction

raisonnable, étant donné la faiblesse persistante des perspectives d'inflation. Dans l'ensemble, ce sont de bonnes nouvelles pour les investisseurs.

Autre changement bienvenu : un certain nombre de pays périphériques de l'Europe ont amélioré leur situation budgétaire. Bien que cela soit encourageant, il ne s'agit que d'un premier pas pour redresser leurs taux d'endettement excessifs, qui sont le véritable problème. La Grèce demeure une exception, son déficit global étant passé de 1,3 % à 2,5 % de son PIB.

Mentionnons à ce sujet que les résultats des récentes simulations de crise de la BCE concernant les banques grecques ont été supérieurs aux prévisions consensuelles. Le déficit de fonds propres total a été de 4 milliards d'euros de moins que prévu, même si celui-ci dépasse toujours les exigences de la banque centrale. Les banques grecques font face à des problèmes évidents : elles ont besoin d'un accès à du financement abordable et les niveaux de dépôt sont extrêmement bas. Si la Grèce réussit à passer la première étape de son examen relatif au plan de sauvetage, le premier de ces problèmes pourrait se régler. Pour cela, le gouvernement devra toutefois faire adopter des réformes plutôt controversées, ce qui n'est pas chose faite. Rétablir le capital des banques est une chose; améliorer la liquidité et la confiance des déposants en est une autre. Seul le temps nous dira comment se résoudra cette situation.

Chine : Transition vers une économie axée sur la consommation

Depuis quelques semaines, les données dont nous disposons sur la Chine sont plutôt mixtes. Les sondages auprès des entreprises et les données sur le crédit suggèrent que l'économie chinoise est en train de regagner du terrain. Le secteur industriel affiche toutefois une certaine faiblesse dans les domaines des mines, de la fabrication et de la construction. La plupart des sociétés dans ces secteurs appartiennent à l'État, ce qui signifie que leurs prêts en souffrance seront fort probablement couverts par de nouvelles émissions de titres de créance afin d'éviter que les prêts originaux ne soient classés comme prêts douteux, tout en évitant d'augmenter les dépenses en immobilisations et les dépenses d'exploitation. Il n'y a aucun signe de flambée des prêts non productifs ou de réduction de la capacité de production. Les producteurs marginaux hors de la Chine seront vraisemblablement plus à risque. Il est généralement prévu qu'à moyen terme, la Chine continuera de réorienter son économie vers les services et la consommation des particuliers.

Cette transition aura des répercussions assez prévisibles sur les autres économies. La première conséquence, et peut-être la plus importante, est que les prix des produits de base resteront bas. Ce problème ne découle pas entièrement de la faiblesse de la demande chinoise; en effet, l'offre excédentaire est aussi un facteur important dans la faiblesse des prix. Les pays producteurs ont accru leurs capacités en anticipation de la poursuite de l'urbanisation et de l'industrialisation accélérée de la Chine. Bon nombre de ces pays font maintenant face à une chute des revenus d'exportation et

aux conséquences générales du ralentissement des activités économiques liées à la production de produits de base.

La baisse des prix des produits de base entraîne un effet domino : lorsque les prix des produits de base sont faibles, les dépenses en immobilisations à l'échelle mondiale sont également basses. Le secteur des ressources est très exigeant sur le plan des capitaux, particulièrement lors du démarrage de la production. Il y a également un problème de nature temporelle. Les entreprises du secteur des ressources peuvent rapidement annuler leurs nouveaux projets et leurs dépenses en immobilisations. En revanche, lorsque la faiblesse des prix des produits de base augmente les marges bénéficiaires de certaines entreprises, ces dernières sont plus lentes à faire les investissements en immobilisations nécessaires pour compenser le recul des secteurs des produits de base.

Canada : Un vent de changement en politique

Justin Trudeau et les libéraux ont remporté une victoire décisive lors des élections d'octobre et ont gagné des sièges dans toutes les régions du pays. Le parti a mené une campagne axée sur le changement, mais ce dernier sera très certainement progressif. Les libéraux ont promis de réduire de 7 % le taux d'imposition pour la classe moyenne, ce qui représente environ 33 G\$ d'impôts. Les contribuables qui gagnent plus de 200 000 \$ (1 % de la population) verront quant à eux leur impôt augmenter de 4 000 \$ pour chaque tranche de 100 000 \$ de revenu supplémentaire. De nouvelles mesures législatives fiscales à cet effet seront probablement introduites avant la relâche parlementaire pour les Fêtes.

Les autres promesses de nature fiscale comprennent un retour à l'ancienne limite de cotisation au CELI et l'abolition de la disposition relative au fractionnement du revenu. Une réforme du régime de pensions est également envisagée, ce qui pourrait avoir des répercussions assez importantes. Trudeau a aussi annoncé un déficit pour les trois premières années du mandat libéral afin de financer des dépenses en infrastructures de 60 G\$. Ce montant ne représente qu'une fraction minime du budget fédéral et est peu susceptible de nuire à la solidité financière du Canada. En fait, ces dépenses pourraient même stimuler la croissance économique. Compte tenu des signaux économiques récents, un tel regain serait le bienvenu.

Le nouveau cabinet ministériel, plus petit et plus diversifié, a généralement été bien accueilli; les gens de Bay Street, tout particulièrement, ont été ravis de la nomination d'un des leurs, William Francis Morneau, à titre de ministre des Finances. Si on peut s'attendre à une « lune de miel » pour le nouveau gouvernement, celle-ci risque toutefois d'être écourtée par les défis économiques.

Notons que les données économiques du mois sont plutôt encourageantes. Au pays, 44 000 emplois ont été créés en octobre, ce qui est de loin supérieur à l'estimation consensuelle. Ce chiffre semble

indiquer que le pays est moins durement touché par la faiblesse du prix du pétrole que prévu. Les gains proviennent tant du secteur public que du secteur privé. Le nombre de travailleurs autonomes a quant à lui enregistré une baisse de 27 300 emplois. Dans le secteur privé, la majorité des emplois créés sont à temps partiel. Le nombre d'emplois à temps plein a tout de même connu une faible croissance. Si, dans l'ensemble, les données du rapport ne sont pas aussi bonnes que le suggère le nombre total d'emplois créés, elles ne justifient pas pour autant une réduction des taux par la Banque du Canada.

Notre stratégie

Le mois d'octobre a été marqué par une certaine reprise pour bon nombre de bourses mondiales, même si la volatilité est demeurée relativement élevée. Le Japon, les États-Unis, l'Europe et l'Asie ont dominé la reprise. L'indice canadien S&P/TSX, bien qu'il ait enregistré un rendement positif, a accusé un retard, comme les marchés des autres pays producteurs de produits de base.

Les taux de rendement des titres à revenu fixe ont légèrement grimpé en octobre, dans l'anticipation d'une hausse des taux par la Fed. Nous conservons un positionnement défensif en ce qui concerne les titres à revenu fixe et prévoyons une autre hausse modeste des taux. Nous sommes à la recherche d'occasions d'améliorer le rendement actuel de cette composante des portefeuilles.

D'un point de vue tactique, nous privilégions toujours les actions aux titres à revenu fixe. Nous surveillons toutefois les valorisations boursières pour nous assurer que notre position surpondérée en actions est toujours justifiée. Au bout du compte, ce sont les bénéfices et les taux d'intérêt qui déterminent le rendement des actions. Nous continuons donc de surpondérer les actions par rapport aux obligations. Bien que nous continuions à nous concentrer sur le marché américain, nous cherchons également des occasions d'accroître la pondération des actions européennes et, possiblement, japonaises. Nous préférons faire preuve de patience à cet égard afin de choisir le bon point d'entrée.

Le mot de la fin

Les paroles de la chanson *The Times They Are A Changin'* ont été directement inspirées par les enjeux du mouvement des droits civiques aux États-Unis. Elles annonçaient un changement générationnel profond. Les jeunes baby-boomers qui ont fait entendre leur voix dans les années 60 prennent maintenant leur retraite en masse. Leur influence, sans grande surprise, continue à se faire fortement sentir sur l'orientation des marchés financiers. Toutefois, les interventions des banques centrales visant à soutenir la croissance économique vont à l'encontre de leurs besoins de revenu. La faiblesse des taux d'intérêt, tant nominaux que réels, qui en résulte devrait se poursuivre pour un certain temps. Bien qu'on s'attende à ce que la Fed commence le processus de « normalisation » ou

de hausse des taux d'intérêt en décembre, ces derniers n'atteindront pas de sitôt leurs niveaux d'avant la récession.

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) Gestion de patrimoine BMO 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.