

Commentaire sur les marchés

Quand la victoire ressemble à une défaite

«Si nous devons remporter une autre victoire sur les Romains, nous sommes ruinés.»

Citation attribuée à Pyrrhus après la bataille d'Ausculum (279 av. J.-C.)

Plutarque, *Vies parallèles*, Pyrrhus

La Grèce a atteint le sommet de son influence culturelle et de sa puissance mondiale au cours de la période hellénistique qui a débuté avec la mort d'Alexandre le Grand en 323 av. J. C. et a pris fin environ trois siècles plus tard avec l'émergence de l'Empire romain. Cette époque glorieuse a vu l'essor des arts, des sciences, des mathématiques, de l'architecture et de la philosophie. La culture et la langue grecques ont été vigoureusement exportées à travers les vagues de colonisation en Afrique, en Europe et en Asie.

La domination mondiale s'est établie par la conquête. Le roi grec Pyrrhus fut l'un des adversaires les plus puissants de la Rome des premiers jours. Ses victoires éclatantes sur les légions romaines furent parfois très chèrement acquises, cependant. Voilà d'où provient l'expression « victoire à la Pyrrhus ».

Aujourd'hui, il semble que la Grèce réapprenne les leçons de l'histoire. Les nouvelles récentes en provenance d'Europe donnent fortement à penser que le pays peut tout au plus espérer une victoire à la Pyrrhus dans ses négociations avec les créanciers.

Que faites-vous si vous êtes le premier ministre grec, menacé d'un renouvellement de mesures d'austérité et d'un refus de concessions explicites quant à de lourds niveaux d'endettement? Vous vous défilez de vos responsabilités et vous tenez un référendum, bien sûr. Il peut s'agir d'un cas de politique de la corde raide – une manœuvre destinée à faire réagir les créanciers inflexibles de la Grèce à la dernière minute. Ou peut-être que la Grèce s'interroge fondamentalement sur sa place au sein de l'Europe. Quelle que soit la motivation, les pourparlers visant à résoudre la crise sont rompus, et la situation se trouve maintenant en terrain inconnu. Les probabilités que la Grèce quitte la zone euro ont augmenté.

Tous les signes sont positifs aux États-Unis

La remontée de la masse salariale non agricole de mai aux États-Unis a été encourageante, étant donné certaines interrogations quant à la vigueur du marché du travail après un premier trimestre faible. Les salaires sont au nombre des indicateurs clés que la Réserve fédérale américaine surveille de près. La croissance des salaires reprend, un signe positif puisque des salaires plus élevés favorisent les dépenses de consommation. Les chiffres indiquent une augmentation des dépenses des particuliers. Cela laisse présager de plus fortes chances que les consommateurs stimulent la croissance au cours de la seconde moitié de l'année. Si les ménages commencent à dépenser l'argent qu'ils ont économisé grâce aux prix moins élevés de l'énergie, la rentabilité des sociétés américaines devrait progresser dans tous les secteurs économiques de la consommation.

Des salaires plus élevés pourraient constituer une menace pour les marges bénéficiaires des sociétés. L'amélioration de la productivité survenue ces derniers mois semble toutefois prévenir la réduction des marges. En fait, on s'attend de plus en plus à un accroissement des marges d'ici à la fin de l'année après quelques trimestres de réduction en raison de la vigueur du billet vert. Il n'est donc pas déraisonnable de s'attendre à une croissance des bénéfices conforme à la tendance à plus long terme de 6 % à 8 % appuyant des rendements boursiers positifs.

La crise grecque pourrait-elle influencer sur la politique monétaire américaine? Tout au plus, l'intensification des événements en Grèce pourrait retarder le moment de la hausse des taux attendue depuis longtemps. Le risque de contagion aux États-Unis est faible. Les liens directs avec la Grèce sont minimes. Les exportations américaines vers l'Union européenne ne représentent dans l'ensemble que 1,5 % du PIB. Les États-Unis pourraient même bénéficier d'un effondrement en Grèce : puisque les titres du Trésor américain seraient en demande à titre de valeur refuge, il en résulterait effectivement une baisse des taux de rendement et des coûts d'emprunt. En définitive, la Réserve fédérale va fonder sa décision relative aux taux sur les variables fondamentales et les données économiques intérieures. Un marché du travail de plus en plus soutenu et une reprise des pressions inflationnistes rendent difficile pour elle de justifier le maintien d'une politique de taux d'intérêt aux faibles niveaux d'urgence.

Simplement pour ajouter un peu de piquant, Porto Rico, territoire des États-Unis, a annoncé vers la fin de juin que sa dette était impossible à rembourser. Le choix du moment était impeccable. La liquidité des marchés obligataire et boursier s'avère généralement un peu plus restreinte juste avant la fin de semaine du 4 juillet. Il y a fort à parier que les marchés du crédit surveilleront de près les écarts de rendement des obligations municipales périphériques aux États-Unis. Le premier indice d'un risque de propagation du problème à la partie continentale du pays poussera probablement la Réserve fédérale à freiner tout propos belliqueux au sujet d'une hausse de taux en septembre.

Europe : La Grèce a-t-elle plié bagage?

La Grèce n'a étonné personne en omettant son paiement de juin, de 1,6 milliard d'euros, au Fonds monétaire international (FMI). Les conséquences en sont un peu confuses. La Grèce est maintenant officiellement en retard et ne peut obtenir plus de financement. Pourtant, le paiement omis est peu susceptible d'être considéré comme un incident de crédit et ne devrait pas déclencher de défaut au titre des autres dettes de la Grèce.

L'expiration du deuxième plan de sauvetage de la Grèce par le Fonds européen de stabilité financière préoccupe davantage. Le pays se trouve maintenant sans programme de soutien pour la première fois depuis le début de la crise, en 2010. Il s'agit d'une perte de financement de 16 milliards d'euros.

Le gouvernement grec a réagi en demandant au Mécanisme européen de stabilité un nouveau programme de prêt de deux ans d'une valeur de 29 milliards d'euros, avec restructuration et prolongation de prêts antérieurs pour éviter un défaut. Cette ouverture présente un compromis important. Le premier ministre grec Alexis Tsipras a admis que la Grèce était maintenant prête à accepter presque toutes les conditions imposées par les créanciers au cours du dernier cycle de négociations, exception faite de l'imposition d'une TVA intégrale sur les îles grecques.

Les électeurs grecs doivent être fort perplexes. Le gouvernement a refusé précédemment de s'engager dans d'autres sauvetages, mais il a maintenant structuré une entente sensiblement différente de celle qui est proposée dans le référendum à venir. Cette opération vise probablement à apaiser le Conseil des gouverneurs de la BCE. Le gouvernement grec a besoin du maintien de l'appui de la BCE à la fourniture de liquidités d'urgence aux banques grecques. Si le oui l'emporte au référendum, il est peu probable que la BCE laisse tomber les banques grecques à court terme.

Une entente est-elle probable? Elle est certainement possible, mais on ne peut présumer que les créanciers accepteront un nouveau plan de sauvetage de deux ans, même si la Grèce convient de réduire les pensions. Les financements antérieurs et une légère restructuration de la dette font paraître la tâche assez simple : il faut rendre l'endettement soutenable. Cela semble improbable sans une importante réduction de valeur de la dette.

L'économie chinoise donne d'autres signes de faiblesse

Les replis marqués des marchés boursiers en Chine suscitent l'inquiétude des décideurs chinois. Au cours de la dernière année, la bourse de Shanghai a grimpé de plus de 150 %, l'une des ascensions les plus fulgurantes du monde. Puis, elle a subi une chute vertigineuse de 28 % par rapport à son sommet du milieu de juin.

L'inquiétude dépasse le désir de stabiliser les marchés financiers. Les marchés boursiers sont considérés comme un moyen d'intervention important dans le financement des sociétés appartenant à l'État plutôt que le recours à l'emprunt pour réunir des capitaux. À la fin du mois, les décideurs avaient non seulement abaissé de nouveau les taux d'intérêt de référence, mais avaient aussi réduit le coefficient de couverture obligatoire de certaines banques. Leurs explications concordaient avec les motifs des baisses de taux précédentes, à savoir la volonté de diminuer les frais d'intérêt et d'améliorer la répartition du crédit, mais leur motivation cette fois-ci était manifestement d'aider à éviter l'effondrement des marchés boursiers.

L'expérience passée ne s'est pas montrée favorable à cette stratégie. Selon la leçon tirée de la dernière bulle boursière en Chine, les interventions en matière de politique ont tendance à ne pas durer longtemps lorsque l'humeur se dégrade. Les marchés boursiers chinois sont caractérisés par un fort degré d'endettement. L'incidence potentiellement plus grande sur l'économie tient au fait que les défauts relatifs aux prêts sur marge déclenchés par des pertes sur le marché boursier pourraient entraîner deux conséquences négatives : l'accroissement du risque pour les prêteurs sur marge et une paralysie des marchés du crédit. Le gouvernement dispose d'outils pour réagir efficacement, mais le résultat perturberait probablement à la fois les marchés et l'économie.

Entre-temps, l'économie chinoise continue de ralentir. Le déclin persistant maintiendra sans doute les marchandises, en particulier les métaux industriels, sur une trajectoire descendante.

Le Canada attend la reprise

Le recul de 0,1 % d'un mois à l'autre du PIB d'avril n'était pas prévu. Les données économiques antérieures ont aussi été révisées à la baisse, bien que légèrement. Il s'agit de la quatrième contraction mensuelle de suite et de la cinquième en six mois. Le choc pétrolier semble plus étendu que la Banque du Canada ne l'avait d'abord supposé. Un ralentissement dans l'extraction des ressources explique en grande partie la morosité. L'activité manufacturière a aussi décliné, ce qui s'accepte un peu plus difficilement. Bénéficiant d'un dollar significativement plus faible, le secteur de la fabrication fondé sur les exportations devrait faire mieux.

La construction tant résidentielle que non résidentielle montre également des signes d'essoufflement. Comme il fallait s'y attendre, d'autres fléchissements ont marqué le segment de l'ingénierie à forte consommation d'énergie. La majorité nouvellement élue du Nouveau Parti démocratique en Alberta ne facilite pas les choses pour le secteur de l'énergie en difficulté. Le gouvernement projette d'aller de l'avant avec des hausses de taux d'imposition des sociétés et une révision des redevances pétrolières et gazières de la Couronne.

Nous nous attendons à une reprise de l'activité économique au cours de la seconde moitié de l'année, parallèlement à la poursuite de l'expansion américaine. Nous prévoyons encore une croissance du PIB réel de 1,5 % en 2015.

Notre stratégie

Les marchés boursiers mondiaux ont légèrement reculé en juin, avec des indices nord-américains en baisse d'environ 2,0 % à 3,0 %. Le repli a été un peu plus prononcé sur les bourses européennes, ce qui n'est pas étonnant.

Nos portefeuilles d'actions internationales ne nous exposent pas directement à la Grèce. Notre exposition indirecte, par l'entremise des multinationales qui vendent à la Grèce, est négligeable.

En juin, le marché obligataire canadien s'est comporté à peu près comme en avril et en mai : de nouveau, les échéances plus courtes ont surpassé les échéances à moyen terme et à plus long terme. Les obligations de sociétés à court terme de bonne qualité ont affiché de bons résultats.

Notre stratégie de placement continue de privilégier les titres de participation dans la plupart des portefeuilles. Quoique les titres de participation ne soient pas bon marché, les taux de rendement des obligations restent relativement faibles. Notre préférence pour les actions subsiste. Nous surveillons le risque croissant d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, au fil de la lente progression de la reprise. Notre stratégie de placement en titres à revenu fixe demeure prudemment orientée vers les échéances plus courtes en prévision d'une hausse de taux. Nous maintenons notre surpondération dans les obligations de sociétés de bonne qualité afin de tirer profit des taux de rendement légèrement supérieurs qu'elles offrent, tout en mettant encore l'accent sur les échéances prudentes, plus courtes.

Les prix du pétrole de juin ont reproduit ceux de mai, tendant à rester à l'intérieur d'une fourchette d'environ 4 \$ à 5 \$ et clôturant le mois à un peu moins de 59,50 \$. Ces prix ne suffisent pas pour stimuler les nouveaux investissements dans le secteur pétrolier; l'économie de l'Alberta continue de ralentir.

Le mot de la fin

La stratégie militaire à l'époque de Pyrrhus était assez simple : l'infanterie avançait au centre, appuyée par la cavalerie sur les flancs. La conquête du terrain surélevé conférait un avantage stratégique. Et il était pour le moins crucial de ne pas se trouver en infériorité numérique, étant donné la nature corps à corps des affrontements. La plupart des engagements se réglaient rapidement; la bataille d'Ausculum prit fin en deux jours.

Le règlement de tous les problèmes actuels de la dette grecque prendra un peu plus de temps. Les dirigeants des deux côtés auront besoin de stratégies complexes et bien exécutées pour en arriver à une issue positive.

Normalement, un problème ne fait que s'aggraver si on tarde à s'en occuper. Dans le cas de la Grèce, cependant, l'attentisme a effectivement aidé. L'Espagne et l'Italie ont eu du temps pour consolider leurs économies. En conséquence, elles sont moins vulnérables à la contagion. Les décideurs européens ont travaillé fort pour confiner le problème à la Grèce. Les écarts actuels de rendement des obligations pour la plupart des pays périphériques indiquent que, du moins pour l'instant, le cordon de sécurité tient bon.

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.