

Les actions ont de nouveau la cote

Le secteur mondial des placements a connu un regain sensible d'optimisme au premier trimestre de 2012. Les investisseurs ont manifesté une confiance accrue et sont revenus vers les actifs risqués, à la faveur de l'atténuation des craintes concernant la crise de la dette en zone euro et de l'amélioration des statistiques sur l'économie américaine. Par conséquent, les marchés mondiaux de la planète ont enregistré des gains. Un certain nombre de risques macroéconomiques persistent, mais nous croyons que les économies d'Amérique du Nord connaîtront une croissance stable et modérée, et que les marchés boursiers mondiaux poursuivront leur progression, probablement à un rythme moins rapide qu'au premier trimestre (surtout aux États-Unis). Au cours des 12 prochains mois, nous prévoyons que les obligations afficheront des rendements positifs, mais inférieurs à ceux des actions. Nous augmenterons donc la pondération des actions par rapport à celle des titres à revenu fixe, dans les portefeuilles de nos clients.

Revue du trimestre

Apaisement des craintes concernant la zone euro

Au début de 2012, nous étions d'avis que la crise de la dette dans la zone euro représentait le principal facteur susceptible d'influer sur les marchés financiers. Au premier trimestre, certains faits (notamment un nouveau plan de sauvetage pour la Grèce et le refinancement des banques) ont redonné confiance aux investisseurs en ce qui a trait à la façon dont la crise était gérée. Pour évaluer le niveau de risque perçu dans le marché du crédit de la zone euro, nous surveillons le taux des obligations à 10 ans du gouvernement de l'Italie. En raison de sa taille, le marché obligataire italien nous semble en effet un excellent indicateur de la confiance des investisseurs à l'égard de la zone euro. Le taux des titres à 10 ans est passé de plus de 7,0 % en novembre à 5,1 % à la fin de mars, ce qui donne à penser que les participants aux marchés n'exigent plus une prime de risque très élevée sur les titres de créance italiens. Dans l'ensemble, les conditions de crédit en zone euro se sont améliorées, toutefois les faibles ventes d'obligations (1 000 postes dans le secteur public). Le nombre total des nouveaux emplois en mars était beaucoup moins

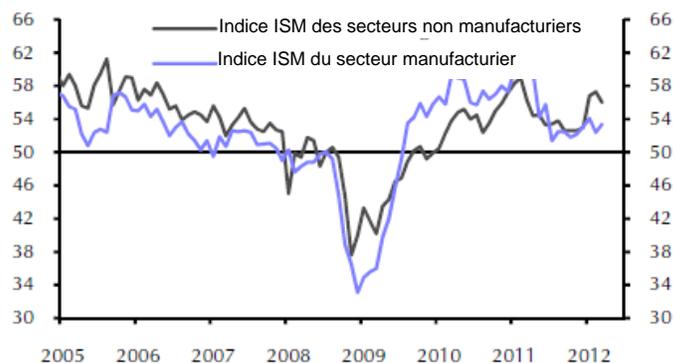
espagnols récemment enregistrées portent à croire que certains problèmes persisteront pendant quelque temps.

Raffermissement des statistiques sur l'économie américaine

Les statistiques sur l'activité économique aux États-Unis continuent de s'améliorer. Les dépenses de consommation augmentent de façon soutenue, toutefois les indices de confiance des consommateurs donnent des résultats contrastés. L'indice de l'Institute for Supply Management (ISM) du secteur manufacturier a grimpé à 53,4 en mars, soit plus que prévu. Par contre, l'indice des secteurs autres que manufacturiers a légèrement fléchi, à 56,0 (un indice supérieur à 50 indique une expansion de l'économie). Le marché de l'habitation aussi donne des signes de stabilisation. Les prix restent déprimés, mais les ventes de logements neufs et existants augmentent et les niveaux des stocks diminuent.

En ce qui concerne le marché américain de l'emploi, le nombre des nouvelles demandes de prestations d'assurance-chômage s'est établi à son plus bas niveau en quatre ans à la fin de mars, à 357 000, et l'économie a créé un total de 120 000 emplois (création de 121 000 postes dans le secteur privé et perte de

Les deux indices d'activité économique ISM sont supérieurs au seuil de 50, la démarcation entre l'expansion et la contraction



Source : Capital Economics

élevé que prévu, mais il a contribué à faire descendre d'un cran le taux de chômage, à 8,2 %. Au Canada, le nombre des nouveaux emplois (82 300) a été important et supérieur aux attentes, et le taux de chômage a baissé à 7,2 %.

Léger ralentissement en Chine

L'économie chinoise, en pleine effervescence, a légèrement ralenti au premier trimestre, faisant craindre un essoufflement de cet incontournable moteur de la reprise mondiale. Au milieu du trimestre, la Chine a abaissé à 7,5 % sa prévision de croissance économique en 2012. La révision à la baisse de sa prévision de croissance a durement frappé le marché boursier canadien, fortement pondéré en titres des ressources, et les secteurs de l'énergie et des matériaux ont fait l'objet de ventes massives en mars. La crainte que cette révision n'entrave la reprise mondiale nous semble toutefois exagérée. Les autorités chinoises possèdent tous les outils pour dynamiser la croissance, si cela se révèle nécessaire. Mentionnons aussi que la Chine est reconnue pour dépasser ses propres prévisions de croissance : ainsi, le PIB du pays a enregistré une croissance réelle de 9,2 % en 2011, soit bien plus que la croissance de 8,0 % qui était prévue.

Titres à revenu fixe

Les taux des titres à revenu fixe ont augmenté au premier trimestre, en raison de l'amélioration de la

conjoncture économique et du fait que les investisseurs ont commencé à liquider une partie des placements effectués dans les obligations du Trésor américain en 2011, en raison de leur statut de valeurs refuges. La pente de la courbe des taux des obligations du Trésor américain s'est accentuée, étant donné que les taux des obligations à 30 ans ont grimpé de 0,44 %, ceux des titres à 10 ans de 0,33 %, tandis que ceux des obligations à court terme ont peu augmenté. Les taux des obligations du gouvernement du Canada ont évolué de façon comparable. Dans l'ensemble, le marché obligataire canadien s'est replié de 0,21 %, et les rendements positifs des obligations de sociétés ont été effacés par les rendements négatifs des obligations gouvernementales.

Redressement des marchés boursiers mondiaux

Au premier trimestre, le redressement des marchés boursiers mondiaux a été mené par les marchés émergents, qui ont progressé de 12,1 % (14,1 % en \$ US), suivis de près par l'indice S&P 500, qui a surpris tout le monde avec un solide rendement trimestriel de 10,6 % (12,6 % en \$ US). Deux facteurs ont fortement favorisé la performance du marché boursier américain : tout d'abord, le secteur financier (en hausse de 19,9 % en \$ CA et de 22,1 % en \$ US) a bondi, par suite de l'annonce, par la Réserve fédérale, des résultats favorables des simulations de crises auprès des banques; ensuite, la valeur des actions d'Apple Inc. s'est envolée de façon spectaculaire (de 48,2 % au premier

trimestre). Ces facteurs expliquent en grande partie le rendement supérieur du marché boursier américain par rapport à son homologue canadien. L'indice composé S&P/TSX a inscrit un gain de 4,4 % au premier trimestre, malgré un ralentissement en mars attribuable aux perspectives de croissance de la Chine et de leur incidence possible sur le marché canadien, largement tributaire des ressources.

Pétrole

Au premier trimestre, un risque macroéconomique à court terme a refait surface, en raison du programme nucléaire de l'Iran et de la menace d'un conflit dans le golfe Persique. Le pétrole représente une ressource stratégique; son prix varie en fonction de nombreux facteurs, dont certains sont imprévisibles. Le

Tous les marchés boursiers on inscrit des rendements positifs au premier trimestre

Rendements totaux en \$ CA

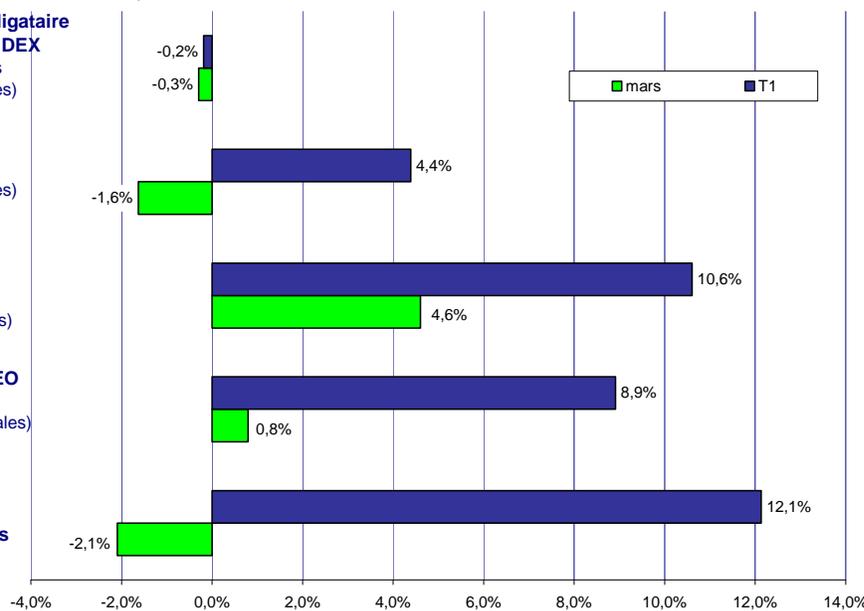
Indice obligataire universel DEX
(obligations canadiennes)

S&P/TSX
(actions canadiennes)

S&P 500
(actions américaines)

MSCI EAEO
(actions internationales)

MSCI Marchés émergents



Source : BHGPI

risque de perturbation des approvisionnements a déjà fait grimper les prix de l'or noir. La situation en Iran risque de se détériorer de diverses façons, avec de lourdes conséquences. Nous pensons toutefois qu'il sera possible d'éviter les répercussions à long terme sur l'économie, car la réaction militaire devrait être rapide et d'importantes réserves d'urgence seraient mises sur le marché. À la fin du présent commentaire, vous trouverez un examen plus approfondi des conséquences que les tensions dans le golfe Persique pourraient avoir sur les prix du pétrole.

Revue de la stratégie de placement

À la fin de 2011, nous étions bien conscients du risque que représentait la crise de la dette en zone euro pour l'économie mondiale, mais nous pensions que le pire était passé et que la probabilité de retombées négatives diminuait. Au chapitre de l'économie, nous étions aussi convaincus que la reprise de l'économie américaine se poursuivrait, de même que la croissance soutenue de la Chine, et que l'Europe tomberait en récession. Dans ce contexte, nous prévoyions une croissance des bénéfices des sociétés ainsi que des ratios cours/bénéfices stables, de sorte que les marchés boursiers afficheraient des rendements relatifs supérieurs à ceux des marchés obligataires.

Les valorisations boursières étaient alors intéressantes et nous envisagions de surpondérer à nouveau les actions, dont la pondération était neutre dans la plupart des portefeuilles des clients depuis le milieu de 2011. Nous savions toutefois que, même si elles étaient moins probables, des retombées négatives de la crise en zone euro auraient de graves conséquences pour l'économie mondiale. Nous avons donc opté pour la prudence, préférant attendre de nouveaux signes de diminution des risques macroéconomiques. Trois mois plus tard, nos perspectives semblent avoir été justes. La stabilisation prévue des conditions de crédit dans la zone euro et la croissance modérée de l'économie américaine sont avérées.

Comparativement à leurs indices de référence, nos stratégies de titres à revenu fixe continuent de sous-pondérer les obligations de sociétés et de provinces, et misent sur une qualité de crédit supérieure à la moyenne. L'amélioration des perspectives pour l'économie américaine s'est traduite par un rétrécissement des écarts de taux des obligations de sociétés (le montant des intérêts qu'un émetteur d'obligations de sociétés doit offrir en excédent du taux des obligations du gouvernement du Canada afin d'obtenir un financement) et une meilleure performance pour ce secteur. Notre sous-pondération des obligations de sociétés a donc nui au rendement.

Perspectives pour les 12 prochains mois

Pour les 12 prochains mois, nous prévoyons une croissance économique modérée dans toutes les régions, sauf en Europe. Le vieux continent devrait en effet subir une légère récession, en raison de la mise en œuvre de mesures d'austérité difficiles et de l'essoufflement de nombreuses économies d'Europe. Nos perspectives tiennent compte d'un certain nombre de facteurs qui devraient influencer sur les marchés financiers.

Apaisement des préoccupations concernant la zone euro

La crise des dettes souveraines dans la zone euro continuera vraisemblablement de poser un risque pendant quelques années. Les craintes les plus immédiates concernent la tenue prochaine d'élections en Grèce et le risque que le plan de sauvetage récemment adopté soit rejeté si le gouvernement qui prendra la tête du pays s'y oppose. Les récentes interventions des dirigeants de la région portent toutefois à croire qu'ils sont déterminés à éviter tout dommage systémique. Depuis le trimestre dernier, nous croyons que la situation se stabilise graduellement. En fait, la situation s'est améliorée à un point tel que nous ne croyons plus que la crise dans la zone euro sera le principal facteur qui dictera l'évolution de l'économie mondiale et les perspectives des marchés financiers pour les 12 à 18 prochains mois. Des soubresauts se produiront de temps à autre, comme dans le cas de l'Espagne en ce moment, mais ils ne devraient pas empêcher l'amélioration naissante de la situation.

Solide croissance de la Chine

Nous prévoyons une croissance de 8 % à 9 % de l'économie chinoise, un niveau suffisant pour soutenir la reprise mondiale et les secteurs des ressources du marché canadien. Selon nous, les craintes d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise sont exagérées; les autorités de ce pays disposent de puissants outils monétaires et budgétaires pour le cas où la croissance économique de la Chine ralentirait plus que prévu.

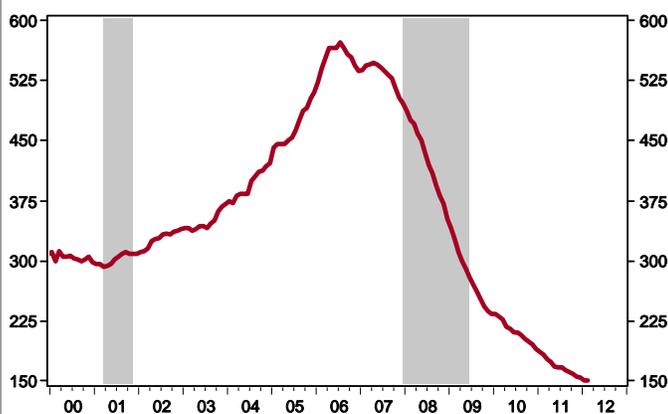
Apparition d'un cercle vertueux aux États-Unis

La solidité du marché de l'habitation, un faible taux de chômage et la croissance économique représentent trois facteurs interconnectés qui dépendent l'un de l'autre et se renforcent mutuellement, créant un cercle vertueux (où l'amélioration d'un facteur est bénéfique pour les autres). Depuis le début de la reprise, le marché de

l'habitation est la composante qui a mis le plus de temps à reprendre de la vigueur. Les prix des logements ne se sont toujours pas stabilisés (l'indice Case-Schiller a fait ressortir une baisse de 3,8 % en janvier par rapport à la même période un an plus tôt) et d'importants stocks de logements saisis (qui représentent environ 3,4 % des logements faisant l'objet d'un prêt hypothécaire) restent à écouler. Certains signes donnent toutefois à penser que le marché de l'habitation a finalement touché le fond : les stocks de logements neufs sont presque épuisés et la valeur des permis de construire augmente.

Les stocks de nouvelles maisons unifamiliales à vendre aux États-Unis sont extrêmement bas

Données désaisonnalisées, en milliers



Source : BHGPI

Sans la participation des secteurs de la construction et de l'immobilier résidentiels, la création d'emplois reste inférieure aux moyennes historiques. Cependant, le secteur privé créé suffisamment d'emplois pour compenser les suppressions persistantes du secteur public. Lorsque le gouvernement fédéral et les États auront fini d'élaguer leurs effectifs, la création d'emplois devrait s'accélérer. La situation s'améliore en ce qui concerne le secteur manufacturier, la production automobile et les dépenses de consommation. Rien ne permet de supposer que la conjoncture économique aux États-Unis pourrait se détériorer dans un avenir proche. Compte tenu de l'engagement de la Fed à conserver une politique monétaire fortement expansionniste au moins jusqu'en 2014, nous prévoyons une croissance du PIB d'environ 2 % pour les 12 prochains mois.

Élections et freinage fiscal

L'approche d'élections présidentielles aux États-Unis en novembre et le freinage fiscal prévu (c'est-à-dire le risque que certaines mesures fiscales entravent la croissance américaine) représentent un obstacle à l'horizon pour l'économie de ce pays. Nous sommes

d'avis que les préoccupations à ce chapitre prendront de l'ampleur au fil des mois et que les discours s'enflammeront. Les baisses d'impôt pour les personnes à revenus élevés, décrétées par le gouvernement Bush, devraient prendre fin en décembre 2012, et les compressions budgétaires automatiques prévues dans le *Budget Control Act* devraient commencer à prendre effet en 2013. Le moment où ces compressions budgétaires seront effectuées ainsi que leurs répercussions seront largement fonction des résultats des élections de novembre, mais le pire des scénarios provoquerait un freinage fiscal équivalent à plus de 3 % du PIB à compter de 2013. Les mesures fiscales concernées n'auront pas d'effets directs avant l'an prochain, toutefois les participants aux marchés financiers auront déjà pris en compte ces effets. Nous suivrons de près l'évolution de la situation et consulterons régulièrement des spécialistes dans ce domaine.

Poursuite possible de la croissance des bénéficiaires

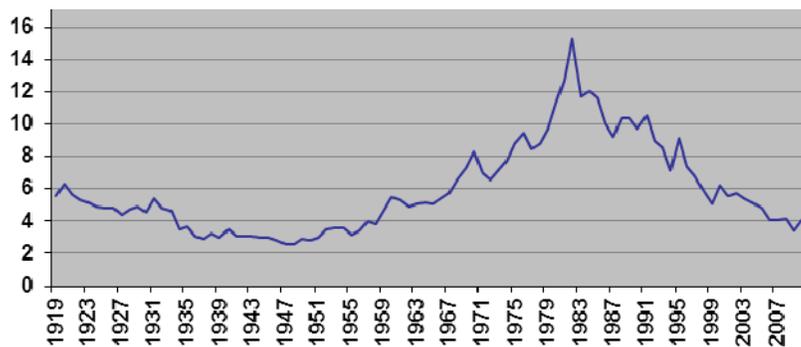
Après deux années de solide croissance, nous pensons que l'actuel cycle commercial arrive à maturité, une phase pendant laquelle la croissance des bénéficiaires des sociétés ralentit habituellement. La majorité des analystes prévoient que la croissance des bénéficiaires des sociétés se poursuivra cette année. Nous croyons aussi que les bénéficiaires enregistreront une croissance par rapport à l'année précédente, mais cette croissance sera moins vigoureuse qu'au cours des dernières années. Peu importe que les marges bénéficiaires des sociétés s'accroissent modestement, restent stables ou diminuent légèrement cette année, compte tenu de la croissance prévue de 2 % du PIB, nous sommes d'avis que les revenus des entreprises pourraient encore augmenter, de même que leurs ratios cours/bénéficiaires. Nous prévoyons une croissance des bénéficiaires d'environ 5 % au cours de la prochaine année, tant aux États-Unis qu'au Canada.

Attentes modestes à l'égard des titres à revenu fixe

Nous prévoyons que les titres à revenu fixe canadiens enregistreront des rendements positifs, mais modestes, au cours de la prochaine année. Une légère hausse des taux d'intérêt est possible, mais les taux resteront vraisemblablement peu élevés pendant quelque temps encore. Selon nous, la période de taux d'intérêt élevés que nous avons connue entre 1960 et 2000 représentait une anomalie, et nous amorçons peut-être une période comparable aux années 1940 et 1950, alors que les taux d'intérêt oscillaient dans une fourchette étroite comprise entre 2,5 % et 4,0 %. Nous persistons à croire que les perspectives des obligations à moyen terme sont plus favorables que celles des titres à court et à long terme.

Données historiques sur les taux des obligations à long terme du gouvernement du Canada

Taux à la fin de l'année



Source : BHGPI

Stratégie de placement pour les prochains mois

En 2011, nous avons réduit à deux reprises la pondération des actions canadiennes dans les portefeuilles des clients, afin de limiter le risque. Nous avons vendu des actions en mars, lorsque le niveau de l'indice composé S&P/TSX était de 14 300 points, et en juillet, lorsque son niveau était de 13 400 points. La stratégie consistant à « acheter à bas prix et à vendre à prix élevé » est un des principes fondamentaux d'une gestion réussie en matière de placement. Par conséquent, nous attendons l'occasion de revenir sur le marché lorsqu'il s'établira à un niveau moins élevé, afin de tirer parti de ce principe.

Depuis le début de l'année, nous constatons une atténuation sensible des risques macroéconomiques qui nous ont empêchés d'accroître la pondération des

actions. Actuellement, l'indice S&P/TSX se situe tout juste sous la barre des 12 500 points, et nous pensons que le moment est venu d'accroître la pondération des actions dans les portefeuilles des clients, en augmentant celle des actions canadiennes.

Nous pensons qu'il est prudent de miser sur les actions canadiennes plutôt qu'américaines, en raison principalement de l'importance et de la rapidité du récent redressement de l'indice S&P 500. Le redressement du S&P/TSX, lui, a été plus modéré jusqu'ici. L'indice S&P 500 pourrait connaître de nouvelles périodes de volatilité au cours des prochains mois, en raison de ralentissements saisonniers, ainsi que de la situation politique et du freinage fiscal que nous

avons déjà mentionné. Cette volatilité pourrait offrir des occasions intéressantes d'étoffer les placements en actions américaines. Pour l'instant, du fait du redressement récent du marché boursier américain, les portefeuilles de la plupart de nos clients sont légèrement surpondérés en actions américaines, par rapport aux actions canadiennes et à celles de l'extérieur de l'Amérique du Nord. Cette situation nous convient, pour l'instant.

En ce qui concerne les placements de nos clients en titres à revenu fixe, nous privilégions les titres de qualité ainsi qu'une orientation prudente à l'égard des obligations de sociétés. Nous sommes d'avis que les écarts de taux sont trop minces et qu'ils devront s'élargir avant que les sociétés émettrices puissent obtenir du financement des investisseurs. Nous surveillerons de près l'évolution de la situation.

Les renseignements contenus dans la présente publication se fondent sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprises; nous les estimons fiables sans toutefois les supposer exacts ni complets. Les opinions exprimées dans cette publication valent pour l'heure et sont susceptibles de changer. MD « BMO (le médaillon contenant le M souligné) Banque privée Harris » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. BMO Banque privée Harris est composée de la Banque de Montréal, BMO Harris Gestion de placements Inc. Les services bancaires sont offerts par l'entremise de BMO Harris Gestion de placements Inc., une filiale indirecte de la Banque de Montréal.

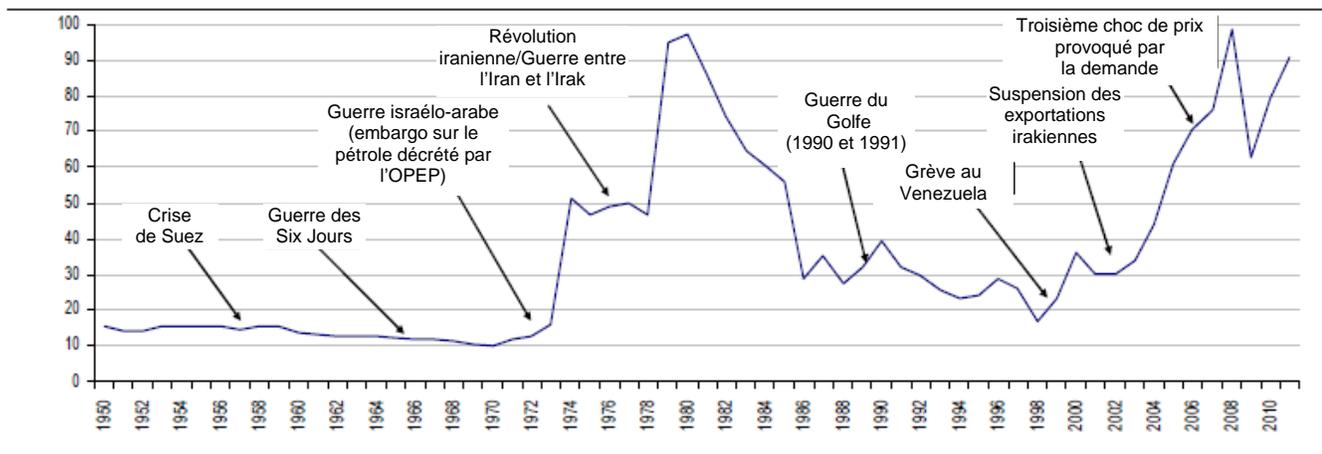
Répercussions des tensions dans le golfe Persique sur les prix du pétrole

Le « printemps arabe » de 2011 a mis en branle une série d'événements géopolitiques qui ont contribué à propulser les prix du pétrole à des niveaux inédits depuis le début de la crise du crédit. Il est crucial de comprendre l'incidence de ces événements, étant donné la dépendance de l'Occident à l'endroit du pétrole provenant de la région du golfe Persique.

Le programme de l'Iran visant la mise au point d'armes nucléaires inquiète grandement Israël et certains gouvernements du monde occidental. Outre la menace immédiate pour la sécurité, les investisseurs sont préoccupés en raison du risque de choc de l'offre et des répercussions sur les marchés mondiaux du pétrole brut en cas de conflit dans le golfe, la plus importante région productrice de pétrole au monde. Le principal risque concerne le détroit d'Hormur, où transitent quotidiennement 17 % du pétrole mondial. L'Iran menace de bloquer le détroit en cas d'attaque. Une perturbation des approvisionnements aurait de lourdes retombées sur les marchés pétroliers, de même qu'une diminution de la capacité d'exportation de l'Iran. Ce pays est le troisième exportateur et le quatrième producteur d'or noir au monde.

Pour comprendre l'incidence d'un choc de l'offre sur les prix du pétrole brut, il est important de prendre en compte si ce choc entraînera un déséquilibre durable de l'offre et de la demande, ainsi que les moyens de compenser la baisse de l'offre. L'Iran produit 4 millions de barils de pétrole par jour, dont 2,5 millions sont destinés à l'exportation. Un blocage complet de ces approvisionnements aurait des effets comparables à ceux des précédents chocs de l'offre qui se sont produits depuis la crise de Suez en 1956. Nous pensons que le prix actuel du pétrole (103 \$ US le baril à la fin de mars) prend déjà en compte les sanctions commerciales que l'Union européenne pourrait exercer sur l'Iran à compter de cet été. Si ces sanctions sont appliquées, l'offre mondiale serait amputée de 400 000 barils de pétrole par jour. Toute nouvelle diminution de l'offre se traduirait vraisemblablement par des hausses de 15 \$ US à 16 \$ US des prix du baril de pétrole, selon l'importance de cette diminution.

Données historiques sur les chocs de l'offre et prix du pétrole brut en \$ US de 2010



Source : UBS

Nous croyons toutefois qu'une perturbation des approvisionnements dans le golfe Persique n'aurait qu'un effet à court terme et n'entraînerait pas un déséquilibre durable, en raison du niveau suffisant de la capacité de production excédentaire dans le monde et des stocks stratégiques constitués par divers pays pour répondre aux besoins du marché. La capacité de production excédentaire de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) est d'environ quatre millions de barils par jour, qui pourraient être mis sur le marché dans un délai de 30 jours. En outre, depuis des années, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) et les principaux gouvernements des pays occidentaux ont constitué des stocks stratégiques de plusieurs centaines de millions de barils dans l'éventualité, justement, d'une telle situation d'urgence. Selon nous, un blocus pétrolier dans le détroit d'Hormur ne représente pas une grave menace pour les marchés. Cet étroit passage revêt une importance à ce point cruciale pour le commerce mondial que les États-Unis ne toléreront pas longtemps une interférence de l'Iran. Compte tenu de la solide présence militaire américaine dans cette région, il est peu probable que l'Iran parvienne à fermer le détroit d'Hormur pendant plus que deux ou trois semaines.

Les renseignements contenus dans la présente publication se fondent sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprises; nous les estimons fiables sans toutefois les supposer exacts ni complets. Les opinions exprimées dans cette publication valent pour l'heure et sont susceptibles de changer. MD « BMO (le médaillon contenant le M souligné) Banque privée Harris » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. BMO Banque privée Harris est composée de la Banque de Montréal, BMO Harris Gestion de placements Inc. Les services bancaires sont offerts par l'entremise de BMO Harris Gestion de placements Inc., une filiale indirecte de la Banque de Montréal.