

Février 2012

Commentaire sur
les marchés

Les craintes s'estompent et les indices boursiers remontent

En février, les craintes concernant la crise de la dette dans la zone euro se sont estompées et les participants aux marchés financiers ont retrouvé leur appétit pour le risque. Les marchés boursiers du monde entier ont poursuivi leur progression, mais à un rythme moins rapide qu'en janvier.

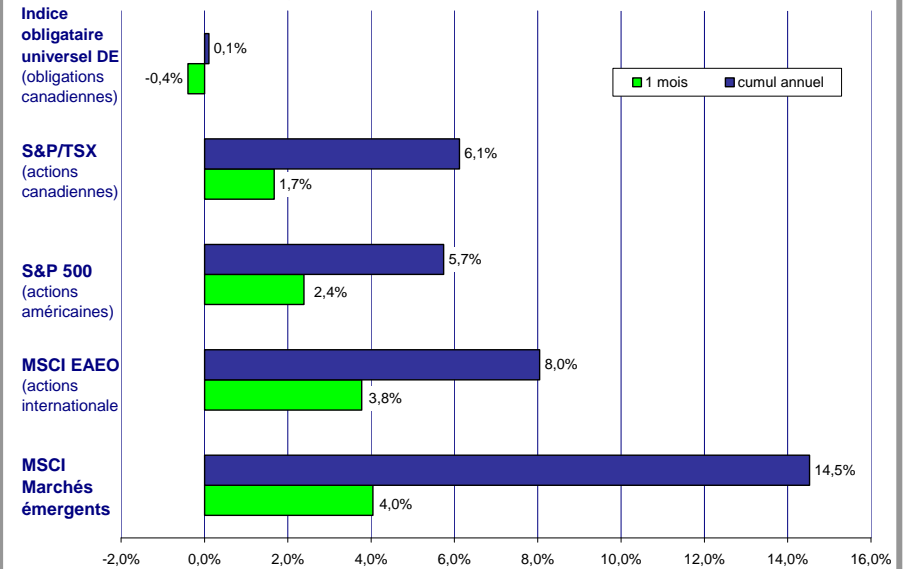
Au début de 2012, nous estimions que les deux principaux risques planant sur les marchés boursiers étaient ceux d'une défaillance imminente de la Grèce à l'égard de sa dette souveraine et des taux exagérément élevés des titres de créance souverains d'autres pays de la zone euro. Dans l'évaluation des issues possibles et de leurs répercussions sur la croissance mondiale et sur les marchés financiers, le taux des obligations à 10 ans du gouvernement de l'Italie nous a semblé une mesure fiable de l'augmentation ou de la diminution du risque. Depuis, les taux des obligations d'État de l'Italie et d'autres pays de la zone ont sensiblement baissé et la Grèce a obtenu un financement supplémentaire. Compte tenu de l'amélioration des statistiques sur l'économie américaine et de la robustesse soutenue des marchés émergents, l'humeur des investisseurs a pris du mieux et les marchés boursiers ont enregistré des rendements positifs.

Poursuite du redressement des marchés boursiers

En février, les marchés boursiers émergents et internationaux ont mené le bal, enregistrant des rendements totaux mensuels de 4,0 % et de 3,8 %, respectivement. Le marché boursier américain aussi s'est bien comporté : l'indice S&P 500 a atteint des niveaux inédits depuis 2008 et les investisseurs ont accueilli favorablement la publication d'indicateurs économiques laissant entrevoir une croissance plus forte aux États-Unis et dans le monde, des bénéfices raisonnables pour les entreprises et des taux d'intérêt peu élevés. Le marché boursier canadien a tiré de l'arrière par rapport à ses homologues mondiaux en

Le redressement des marchés boursiers se poursuit en février

Rendements totaux, en \$ C



Source : BHGPI

février, et l'indice composé S&P/TSX a inscrit un rendement de 1,7 %.

Titres à revenu fixe

Comme en janvier, les rendements enregistrés en février sur le marché obligataire canadien ont été davantage attribuables à la performance des divers secteurs qu'à la durée à l'échéance. L'ensemble du marché obligataire s'est replié de 0,40 %, mais la dispersion des rendements était appréciable entre les différentes composantes du marché obligataire canadien, déterminées par la durée et les secteurs. La meilleure protection contre la baisse a été offerte par les obligations à court et moyen terme, qui ont reculé de 0,18 % et de 0,29 %, respectivement, soit moins que les titres à long terme (10 ans et plus), qui ont laissé filer 0,85 %. Les obligations de sociétés sont celles qui se sont les mieux tirées d'affaire, affichant un rendement modeste, mais positif de 0,29 %, qui a été effacé par les rendements négatifs des obligations gouvernementales (-0,65 %).

Crise du crédit dans la zone euro

L'optimisme dont témoigne la progression des marchés boursiers en février a été en grande partie attribuable aux bonnes nouvelles provenant de la zone euro. Le 21 février, un nouveau plan de sauvetage à la Grèce a été annoncé, grâce auquel le gouvernement de ce pays pourra rembourser 14,5 G€ en titres de créance échéant en mars. Ce plan comprend de nouvelles mesures d'aide de la zone euro, notamment 130 G€ (173 G\$) en nouveaux fonds, et une entente prévoyant la radiation d'environ 100 G€ d'obligations du gouvernement grec et l'échange d'anciens titres contre de nouveaux assortis de taux d'intérêt moins élevés. Pour les créanciers privés du pays, cette radiation se traduira par une décote d'environ 53,5 % de la valeur nominale des obligations qu'ils détiennent.

Cette entente accorde un court répit à la Grèce, qui tente de réduire son niveau d'endettement. Pour rendre cet engagement crédible, l'entente prévoit que des dirigeants de la zone euro (de la Banque centrale européenne, de l'Union européenne et du Fonds monétaire international) surveilleront la façon dont la Grèce gère son économie. En outre, Athènes devra faire inscrire dans la constitution grecque la priorité donnée au service de la dette, qui aura préséance sur le financement des services publics.

Le 29 février, la Banque centrale européenne a mené une deuxième opération de refinancement à long terme visant à fournir des liquidités aux banques et à soutenir le fonctionnement des marchés du crédit locaux. La première opération de ce genre, menée en décembre, s'est traduite par l'injection de 489 G€ dans le système financier et a entraîné la baisse des taux des prêts interbancaires. Dans le cadre de la deuxième opération, les banques ont emprunté 529 G€ à la BCE. Malgré ces liquidités supplémentaires, les banques resteront vraisemblablement très prudentes dans leurs activités de prêt, étant donné que l'économie européenne est confrontée à une récession. En février, les indices des directeurs d'achats des secteurs de la fabrication et des services de la zone euro se sont établis sous le seuil de 50, niveau qui sépare la contraction de l'activité de son expansion. En outre, le PIB de la zone a reculé de 0,3 % au quatrième trimestre de 2011.

Le plan de sauvetage de la Grèce et l'opération de refinancement à long terme de la BCE sont des signes évidents que les dirigeants de la zone euro sont déterminés à résoudre la crise de la dette, et ces signes sont accueillis favorablement par les marchés boursiers. En particulier, le taux à 10 ans des obligations du

gouvernement de l'Italie est passé de plus de 7,0 % à moins de 5,0 %, ce qui prouve que les participants aux marchés estiment que le risque lié aux dettes souveraines a diminué.

Redressement de l'économie américaine

La reprise de l'économie américaine a été plus vigoureuse que prévu à la fin de 2011. La croissance du PIB américain au quatrième trimestre a été révisée à la hausse, à 3,0 %, et celle pour l'ensemble de l'année s'est établie à 1,7 %. En comparaison, la croissance du PIB canadien a été de 1,8 % au quatrième trimestre et de 2,5 % pour l'année.

Les statistiques sur l'activité économique aux États-Unis restent contrastées, mais la tendance s'améliore et ne laisse entrevoir aucun retour à une faible croissance. En février, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board s'est élevé à 70,8, et les ventes d'automobiles, autre indicateur de la confiance des consommateurs, ont aussi été robustes, atteignant leur plus haut niveau depuis février 2008. L'indice de l'Institute for Supply Management pour les secteurs autres que manufacturiers a gagné 0,5 point, pour s'établir à 57,3, son sommet depuis un an. Par contre, l'indice ISM du secteur manufacturier a fléchi de 1,7 point, à 52,4. En février, 227 000 emplois non agricoles ont été créés et le taux de chômage est resté stable, à 8,3 %.

Émergence d'un nouveau risque macroéconomique

La note dissonante en février est toutefois venue de l'émergence du risque macroéconomique que pose le programme nucléaire de l'Iran. La possibilité d'un conflit dans le golfe Persique pourrait avoir de graves répercussions sur l'économie mondiale, et surtout sur le prix du pétrole. Les prix de l'or noir ont récemment augmenté, en raison des préoccupations accrues concernant des perturbations possibles des approvisionnements en Iran, principalement dans l'incontournable détroit d'Hormur, où transitent quotidiennement environ 20 % du pétrole mondial.

Les répercussions d'un choc de l'offre de pétrole sont difficiles à prévoir, mais en l'absence des approvisionnements en provenance d'Iran, l'offre mondiale serait réduite à un moment où la capacité excédentaire de production est faible. Le prix du baril de brut (actuellement d'environ 106 \$ US) pourrait alors s'envoler à des niveaux de 130 \$ US à 200 \$ US, si l'on se fie aux précédents chocs pétroliers. Nous pensons toutefois qu'une telle hausse serait de courte durée, car

la réaction militaire serait rapide et d'importantes réserves d'urgence seraient mises sur le marché.

Revue de la stratégie de placement

À la fin de 2011, nous étions conscients du risque que représentait la crise de la dette en zone euro, mais nous pensions que le pire était passé et que la probabilité d'une issue négative diminuait. Nous étions aussi convaincus que la reprise de l'économie américaine se poursuivrait, de même que la croissance chinoise, et que l'Europe tomberait en récession. Dans ce contexte, nous prévoyons une croissance des bénéfices des sociétés et des ratios cours/bénéfices stables. Nous concluons que les marchés boursiers afficheront 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. Nous savions toutefois que les retombées d'une issue négative à 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.

Deux mois plus tard, nos perspectives semblent toujours justes. La stabilisation prévue des conditions de crédit dans la zone euro et la croissance modérée de l'économie américaine sont avérées. Comme nous le prévoyions, les marchés boursiers se sont redressés, et la pondération neutre des actions dans les portefeuilles de la plupart de nos clients a permis à ceux-ci de tirer parti de ce redressement.

Perspectives

Nous sommes d'avis que la situation dans la zone euro continuera de s'améliorer et que les risques posés par la crise des dettes souveraines vont s'atténuer. Nous devons toutefois rester prudents, car ces risques, même réduits, restent bien réels. Athènes devra mettre en place d'impopulaires mesures d'austérité et négocier de nouveaux plans d'aide pour faire face aux prochains remboursements de titres de créance. L'incertitude est intensifiée par la tenue en avril d'élections dans ce pays, au cours desquelles l'actuelle coalition gouvernementale risque de subir de lourdes pertes. Or, les partis qui devraient enregistrer des gains lors de ces élections sont opposés au plan de sauvetage.

Nous croyons aussi que la croissance de l'économie américaine se poursuivra, mais à un rythme moins

rapide, compte tenu de l'énorme endettement du pays. D'ailleurs, ce problème entravera sans doute la croissance économique des pays industrialisés au cours des prochaines années. La croissance soutenue des économies des pays émergents devrait aussi se poursuivre et alimenter la reprise de l'économie mondiale. La Chine a récemment révisé à la baisse sa prévision de croissance pour 2012, à 7,5 %, ce qui semble confirmer que les autorités chinoises réussissent à maîtriser la croissance de leur économie.

Nous prévoyons que les taux des obligations à court terme (dont l'échéance se situe entre un et cinq ans) resteront stables. Il est possible que la Banque du Canada décide d'abaisser son taux directeur cette année, mais seulement si les statistiques économiques se détériorent sensiblement. Les taux des titres à long terme (obligations échéant dans plus de 10 ans) continueront d'évoluer au gré des nouvelles en provenance d'Europe et des États-Unis. Les taux à long terme devraient augmenter, mais pas beaucoup. Dans un contexte de taux à court terme relativement stables, l'augmentation des taux à long terme provoquerait l'accroissement de la pente des taux obligataires, ce qui avantagerait les titres à moyen terme.

Nous pensons que les actions continueront de damer le pion aux titres à revenu fixe, inscrivant des rendements variant entre 5 % et 9 %.

Stratégie de placement

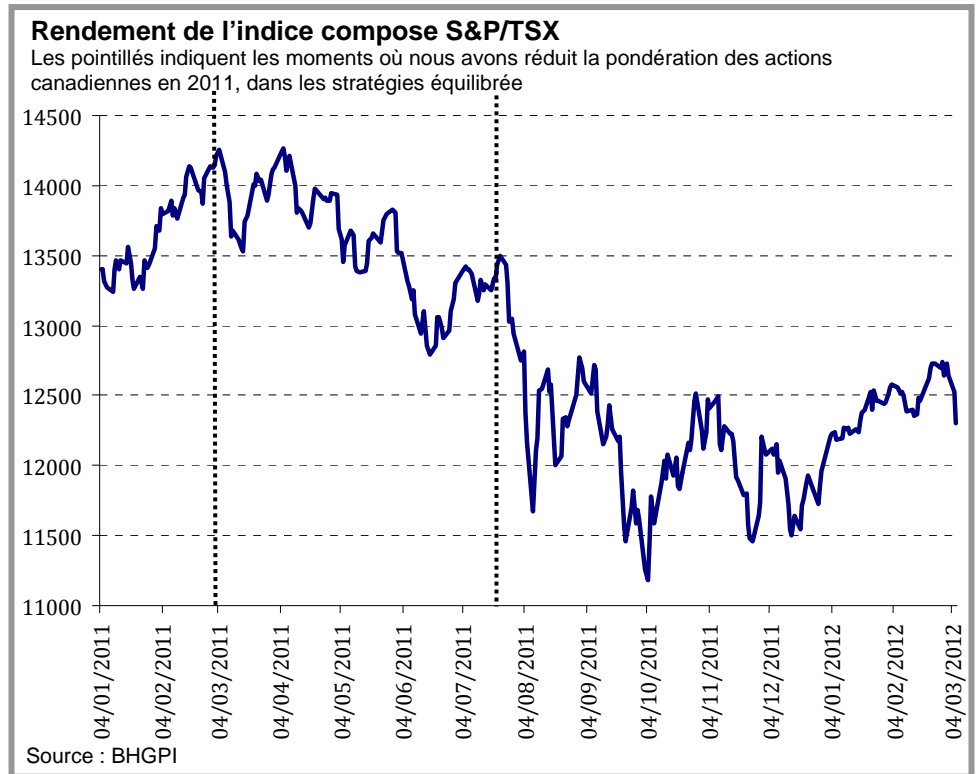
Depuis quelque temps, nous prévoyons que la crise de la dette en zone euro sera résolue graduellement, probablement par à-coups, sur une période de plusieurs mois. Nous sommes d'avis que les marchés boursiers continueront de réagir favorablement à l'amélioration progressive de la situation en zone euro, comme ce fut le cas ce mois-ci, et nous restons à l'affût d'occasions d'ajouter des titres de qualité aux portefeuilles de nos clients.

Dans la composante des titres à revenu fixe, nous pourrions augmenter la pondération des obligations à moyen terme et continuerons de privilégier les titres d'émetteurs dont la cote de solvabilité est élevée.

Nous prenons en compte le rapport entre le risque et le rendement inhérent aux placements sur le marché boursier, mais nous attendons l'occasion propice de passer d'une pondération neutre à une surpondération des actions. Toute augmentation de la proportion des actions viserait vraisemblablement les marchés nord-américains, car les valorisations y sont encore

relativement intéressantes, même si les titres ne sont plus aussi bon marché qu'ils l'étaient à la fin de 2011. En Europe aussi, les actions sont peu chères, mais ce n'est pas sans raison.

Au début de 2011, nous surpondérions les actions, mais l'intensification des risques nous a incités à ramener leur proportion à une pondération neutre par rapport aux titres à revenu fixe et aux liquidités, en réduisant principalement la composante des actions canadiennes. Idéalement, nous pourrions revenir sur le marché canadien lorsque l'indice composé S&P/TSX se situera au-dessous des niveaux auxquels nous avons vendu des titres en 2011 (environ 14 300 points en mars et 13 400 en juillet). Les actions américaines représentent aussi des options de placement intéressantes, car leurs valorisations pourraient encore s'améliorer. Les placements réalisés à l'étranger doivent tenir compte des fluctuations des taux de change. Nous prévoyons une modeste appréciation du dollar canadien par rapport à son homologue américain, mais cette appréciation ne devrait pas entraver sensiblement les rendements des placements des portefeuilles dans les actions américaines.



Les renseignements contenus dans la présente publication sont fondés sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprises. Nous les estimons fiables sans toutefois en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. 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. Les services de gestion de portefeuille sont offerts par BMO Harris Gestion de placements Inc., une filiale indirecte de la Banque de Montréal.