

Les bourses ont monté assez fortement en 2013 et les taux d'intérêt sur les obligations de 2 ans à 30 ans ont aussi monté. Ceci indique que les politiques monétaires extrêmement expansionnistes des dernières années commencent à voir un effet et que l'activité économique se raffermir.

Nous terminerons la 5<sup>e</sup> année d'un « bull market » dans les actions en mars 2014. Les hausses sur 1 an et 5 ans sont indiquées au tableau suivant.

<b>Performances en dollars canadiens</b>		
	<b>1 an</b>	<b>5 ans</b>
Actions canadiennes	13,0%	11,9%
Actions américaines	41,4%	14,8%
Actions Europe et Pacifique	31,2%	9,4%
Actions Marchés émergents	4,0%	11,7%
Obligations	-1,0%	4,7%
Fiducies immobilières (REITS)	-5,3%	19,7%

*Source : Bloomberg*

Ce sont encore les fiducies immobilières qui gagnent la palme malgré la baisse de l'année dernière. Du côté des bourses, ce sont les actions américaines qui ont connu la meilleure performance avec une hausse de 100%. À 15% par an, le capital double en moins de cinq ans. Suite à des hausses aussi importantes on peut se demander si les actions en général ne sont pas trop chères. Si on prend l'indice S&P 500 des actions américaines, il est actuellement à 1 800, soit à peine 20% seulement plus élevé qu'en 2000, il y a 14 ans. Le ratio cours/bénéfices calculé sur les bénéfices prévus de 2014 est de 15 fois, ce qui est plus bas que la moyenne des 50 dernières années si on exclut les années inflationnistes de 1973 à 1980. Par contre, si on calcule le ratio sur les bénéfices moyens des 10 dernières années comme le fait Robert J. Shiller de l'université Yale, le ratio est de 25 fois, ce qui est élevé.

La valeur du début est très importante même avec un horizon de 10 ans pour un

placement en actions parce que les dividendes sont peu élevés. Une approche qui nous a bien servi au cours des dernières années a été de calculer le rendement des actions sur les 10 années précédentes et de comparer ce rendement à toutes les combinaisons de rendement sur 10 ans depuis un siècle. L'idée derrière cette approche est que les actions sont chères si elles ont beaucoup monté pendant 10 ans et vice-versa. Ceci nous a permis de constater que la probabilité d'un rendement négatif sur 10 ans est pratiquement nulle lorsque le rendement des 10 dernières années a été négatif comme ce fut le cas entre 2009 et 2012 dans les actions américaines. Cette analyse nous a amené à investir avec confiance dans les actions durant cette période.

Où en sommes-nous aujourd'hui? Le rendement des actions entre 2003 et 2013 a été de 7,4% par an, ce qui est légèrement en deçà du rendement à long terme des actions américaines de 9,6% par an. Ceci nous amène à la constatation suivante : les actions américaines ne sont pas trop chères mais la période des achats à rabais est passée.

### L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE

---

La croissance de l'économie américaine a été de 1,8% en 2013 malgré le fait que le gouvernement a effectué la plus grosse ponction fiscale (fiscal drag) de l'histoire des États-Unis l'année dernière. Ceci montre la vigueur sous-jacente de l'économie américaine. La consommation et l'investissement des entreprises ont augmenté tandis que la balance commerciale a chuté à son plus bas niveau en 4 ans à la fin de l'année. Vers la fin de l'année les gouvernements cessaient de réduire leur dépenses, permettant aussi au secteur privé de se renforcer en 2014. L'économie américaine est encore loin du plein emploi et la croissance peut se poursuivre encore plusieurs années.

### L'ÉCONOMIE MONDIALE

---

La banque centrale américaine a été la première à réagir avec détermination à la crise financière et les États-Unis ont été les premiers à en sortir mais les autres pays suivent. Le Japon a eu une

croissance très acceptable en 2013 et les indicateurs économiques pour l'Europe suggèrent qu'une bonne partie de l'Europe est sortie de la récession. Nous verrons donc en 2014 une croissance économique synchronisée des pays développés, ce qui supportera les exportations des pays en voie de développement.

### L'ASSOULISSEMENT QUANTITATIF

---

En plus de maintenir les taux d'intérêt à court terme à 0,25%, ce qui est bien inférieur à l'inflation, la banque centrale américaine a acheté 85 milliards \$ d'obligations par mois pour maintenir les taux d'intérêt à long terme au niveau le plus bas possible. Comme l'économie s'améliore, les investisseurs s'attendent à ce que la Fed cesse ses achats à un moment donné en 2014 et tout le monde s'attend à ce que les taux d'intérêt augmentent lorsque ceci se produira. Pourtant le contraire ne s'est pas produit : les taux d'intérêt n'ont pas

## Revue des marchés

### Quatrième trimestre 2013

vraiment baissé lorsque la Fed a fait des achats précédemment et ceci s'explique de la façon suivante : le niveau des taux d'intérêt à long terme est basé sur les anticipations quant à la santé de l'économie au cours des prochaines années. Si la Fed achète des obligations, les investisseurs peuvent être certains qu'elle va le faire tant et aussi longtemps que l'économie n'ira pas mieux, ce qui garantit que les taux d'intérêt vont monter.

#### LES TAUX D'INTÉRÊT

---

Tous les commentateurs s'attendaient à une hausse des taux d'intérêt l'année dernière, y compris nous, et elle s'est produite : les taux sont passés de 1,8% au début de l'année à 3,0% à la fin de l'année. Le marché s'attend encore à une hausse de taux d'intérêt en 2014 mais cette prévision nous semble beaucoup moins évidente pour plusieurs raisons. D'abord il est plus que probable que les taux d'intérêt à court terme vont augmenter en 2014 mais le marché des obligations à 10 ans a déjà anticipé une hausse : le taux à 2 ans est de 0,4% seulement, ce qui laisse un énorme différentiel de 2,6% entre les deux échéances. Deuxièmement, un taux nominal de 3,0% laisse un taux réel de 1,5% (dans un environnement de 1,5% d'inflation) ce qui est le taux réel moyen des obligations à 10 ans. Troisièmement, le risque de tomber en déflation demeure présent, ce qui place une prime aux obligations de bonne qualité.

#### INFLATION OU DÉFLATION ?

---

Suite à l'expansion monétaire débridée des dernières années on se serait attendu à une

inflation galopante en ce moment aux États-Unis et ce n'est pas le cas. En fait, c'est plutôt le contraire car il semble très difficile d'atteindre l'objectif de la Fed, soit un taux d'inflation de 2,0%. En ce moment le taux d'inflation de base baisse dans tous les pays développés, sauf au Japon.

Nous ne savons pas exactement pourquoi l'inflation est si basse depuis 10 ans mais les changements technologiques et le vieillissement de la population y sont sûrement pour quelque chose. Pour les États-Unis on doit ajouter la baisse importante du coût de l'énergie suite au développement de l'industrie des gaz de schiste. Ces facteurs ne sont pas en train de disparaître et ils continueront de mettre une pression à la baisse sur l'inflation.

Une banque centrale est complètement démunie devant la déflation parce que son instrument principal d'influence sur le marché, les taux d'intérêt, ne peuvent pas être négatifs. C'est pour cette raison que la Fed s'assure que le taux d'inflation ne s'approche pas de zéro pendant longtemps.

#### LES GAZ DE SCHISTE

---

Le développement des gaz de schiste aux États-Unis représente la plus importante innovation dans le secteur de l'énergie depuis un siècle. D'ici quelques années, les États-Unis deviendront le plus important producteur de pétrole au monde, dépassant l'Arabie Saoudite et la Russie. Ce développement aura de grandes influences géopolitiques mais il a déjà commencé à transformer le secteur industriel américain.

# Revue des marchés

## Quatrième trimestre 2013

L'énergie est un intrant primordial dans le processus de production et comme cette industrie est à forte intensité de capital, un changement dans le prix de l'énergie a une influence à long terme sur l'ensemble de la capacité de production d'un pays. On se souviendra que la hausse du prix du pétrole en 1973 a provoqué une vague inflationniste et une baisse de productivité et les États-Unis ont mis presque 10 ans pour s'en remettre.

Nous assistons aujourd'hui au phénomène inverse : les États-Unis deviennent de plus en plus compétitifs grâce au gaz de schiste et cet avantage peut durer longtemps parce que peu de pays ont commencé à utiliser cette innovation.

### TABLEAU DE BORD

31 décembre 2013	
<b>Canada</b>	
Dollar canadien vs dollar américain	-
Obligations sociétés	+
Obligations long terme, gouvernement	=
S&P/TSX60	=
Small Cap	=
REITS	-
<b>États-Unis</b>	
Dollar américain vs euro	=
Obligations long terme, Trésor	=
S&P500	+
Nasdaq	+
<b>Europe</b>	
Euro vs dollar américain	=
MSCI Europe	++
<b>Asie</b>	
Yen vs dollar américain	=
MSCI Japan Index	+
<b>Marchés émergents</b>	
MSCI Emerging Markets	-

= : neutre      + : surpondéré      - : sous-pondéré