

Revue des marchés

Deuxième trimestre 2015

Les taux d'intérêt sur les obligations ont monté au deuxième trimestre alors qu'une quatrième grande banque centrale du monde, la Banque Centrale Européenne, venait tout juste de commencer son programme d'assouplissement quantitatif. Ce programme consiste à acheter graduellement des obligations européennes pour une somme totale de 1 100 milliards d'euros, une somme gigantesque.

L'ironie ici tient au fait que ce sont les obligations allemandes qui ont le plus baissé. Le taux d'intérêt sur les obligations à 10 ans de l'Allemagne est en effet passé de 0,2% au mois de mars à presque 1% en juin.

Les bourses ont légèrement fléchi au deuxième trimestre mais elles sont quand même à la hausse depuis le début de l'année. Nous continuons de penser que les actions vont donner de meilleurs rendements que les obligations au cours des prochaines années et que les actions étrangères sont plus intéressantes que les actions canadiennes en ce moment.

Performances en dollars canadiens

	6 mois	1 an	3 ans (annualisé)
Actions canadiennes	0,9%	-1,2%	11,1%
Actions américaines	8,8%	25,7%	25,5%
Actions Europe et Pacifique	13,4%	12,1%	19,8%
Actions Marchés émergents	10,6%	11,0%	11,0%
Obligations	2,2%	5,8%	3,6%
Fiducies immobilières (REITS)	2,2%	2,5%	3,8%
Dollar canadien/américain	-7,0%	-14,6%	-6,6%

Source : Bloomberg 30 juin 2015

Les trois plus importantes banques centrales du monde développé ont donc utilisé tous les instruments à leur disposition pour ramener l'inflation au taux anticipé. (La banque de Chine a présentement une politique expansionniste mais elle n'a pas fait d'assouplissement quantitatif). Il est probable qu'elles vont réussir à contrer la déflation au moins pendant un certain temps mais si jamais les prix se mettaient à baisser les banques centrales n'auront plus de nouvel outil à utiliser.

LE PRIX DU PÉTROLE

Le prix du pétrole a chuté de 100\$ le baril l'été dernier à près de 40\$ en janvier 2015 pour remonter à 60\$ à la fin du mois d'avril. Nous avons identifié une fourchette entre 40\$ et 70\$ pour les prochaines années basée sur le coût marginal de production du pétrole de schiste aux États-Unis. Le prix de 60\$ du mois d'avril dernier représente le meilleur scénario parce qu'il est suffisamment élevé pour permettre aux producteurs intermédiaires de survivre et il est suffisamment bas pour agir comme stimulant de l'économie mondiale. A plus long terme deux théories s'affrontent. La théorie la plus répandue à l'effet que le pétrole de schiste est suffisamment abondant pour garder les prix au niveau actuel pendant très longtemps. L'autre théorie suggère que nous avons assisté à une hausse temporaire de l'offre tandis que la demande à long terme continue d'augmenter. Selon cette théorie le prix du pétrole va recommencer à monter. Il est impossible de savoir qui a raison et il faudra attendre encore quelques mois pour avoir de meilleurs signes du marché.

L'ÉCONOMIE CANADIENNE

L'économie canadienne frôle la récession depuis le début de l'année. La baisse du prix du pétrole a eu un impact immédiat sur l'emploi tandis que la dévaluation du dollar canadien n'a pas encore eu d'effet sur les exportations. Il est probable que l'activité économique se redressera au deuxième semestre mais il ne faut pas s'attendre à une croissance forte car les ménages canadiens sont très endettés.

LES TAUX D'INTÉRÊT AUX ÉTATS-UNIS

La Banque centrale américaine n'a toujours pas relevé son taux directeur. Elle vise toujours un taux d'inflation de 2% et celui-ci se maintient à environ 1% seulement. Par contre le marché du travail se resserre avec des hausses de 200 000 emplois par mois en moyenne et les salaires donnent des premiers signes de hausses. C'est pour cette raison qu'une hausse du taux directeur est prévue pour l'automne. Déjà les taux d'intérêt à long terme sont passés de 1,8% au début de 2015 à 2,4% récemment. Il est probable que le creux séculaire des taux d'intérêt est enfin derrière nous et un retour à la normale devrait maintenir les taux américains plus près de 3% que de 2%.

LES TAUX D'INTÉRÊT AU CANADA

L'économie canadienne a été beaucoup plus faible que l'économie américaine depuis le début de l'année et ceci a eu des répercussions sur le marché obligataire canadien. Les taux d'intérêt canadiens à 10 ans ont commencé l'année à un niveau légèrement inférieur aux taux américains mais ils ont terminé le deuxième trimestre à près de 0,7% plus bas que les taux américains. Il y a longtemps qu'on n'a vu un écart aussi important entre les deux pays. L'écart actuel reflète bien la situation des derniers mois car l'économie canadienne frôle la récession depuis le début de l'année. Par contre la baisse de 20% du dollar canadien va commencer à avoir un impact positif sur l'activité économique durant la deuxième moitié de l'année et il est toujours possible que le prix du pétrole remonte. Ceci amène à penser que les obligations

canadiennes sont plus risquées que les obligations américaines en ce moment.

LES REITS

Le prix des REITS est influencé d'une part par l'activité économique et d'autre part par les taux d'intérêt sur les obligations. Si l'activité économique est faible ceci ne sera pas favorable aux REITS et si l'activité économique est plus forte il est probable que les taux d'intérêt vont augmenter au Canada. Les perspectives pour les REITS sont donc moins intéressantes en ce moment.

LA GRÈCE

'It is not over until it is over'. La crise financière grecque dure depuis plusieurs mois et elle est loin d'être résorbée. Les grecs viennent de voter non à la proposition de financement de l'Europe. Ceci ne veut pas dire que la Grèce sera automatiquement exclue de la zone euro mais ceci pourrait bien arriver.

Il y a eu des centaines de défauts de pays souverains sur leurs dettes et de restructurations mais elles n'ont pas toutes été un succès. Selon Kenneth Rogoff, un ancien économiste en chef du Fonds Monétaire International et l'auteur d'un best-seller répertoriant toutes les crises de dettes souveraines depuis 100 ans, il y a deux conditions essentielles pour qu'un refinancement de dette souveraine réussisse : 1- Une partie de la dette doit être radiée par les prêteurs car la plupart du temps le ratio de dette au PIB est devenu trop élevé pour qu'il

puisse être remboursé. 2- Le gouvernement du pays trop endetté doit avoir l'appui de la population pour effectuer les réformes nécessaires pour redresser les finances publiques. Ceci implique des programmes sévères d'austérité et surtout d'enlever des privilèges à plusieurs groupes de pression très puissants.

Du point de vue économique, la radiation d'une partie de la dette grecque n'est pas un problème car l'ensemble de cette dette est équivalente à 3% du PIB de l'Europe. La radiation représente un grave problème politique cependant car Mme Merkel et M. Hollande se verraient obligés d'expliquer pourquoi ils ont incité les instances publiques européennes à financer la Grèce pendant que celle-ci remboursait ses créanciers du secteur privé. Cette nationalisation de la dette grecque pourrait coûter des milliards aux pays européens et c'est pourquoi les politiciens s'acharnent à exiger des sacrifices de la population grecque qui subit déjà des conditions économiques qui s'apparentent à une dépression.

Du côté du gouvernement grec il est clair que la population n'est pas encore prête à accepter les réformes exigées par l'Europe.

Ce qui est le plus ironique dans tout cela c'est que les Allemands ont connu deux fois une situation économique difficile durant le dernier siècle. Suite à la première guerre mondiale les alliés (surtout poussés par les Français) ont exigé des sommes astronomiques en guise de réparations de guerre. Les Allemands étaient incapables de supporter ces

dettes, ce qui a amené des conditions de dépression économique qui ont poussé l'Allemagne vers le nazisme. Suite à la deuxième guerre mondiale par contre, les États-Unis ont plutôt aidé l'Allemagne à se redresser et l'Europe de l'Ouest a connu une prospérité qu'on a appelé les 30 glorieuses.

La situation est actuellement dans une impasse et la résolution de ce conflit prendra encore bien des mois mais plus le temps passe plus le risque d'une crise financière qui influencerait toute l'Europe diminue car les agents économiques ont le temps de se préparer.

MODÈLE DE RÉPARTITION D'ACTIFS

Il y a un an nous avons développé un modèle de répartition d'actifs basé sur le momentum pour sélectionner les actifs les plus performants et sur des moyennes mobiles pour limiter le risque à la baisse. Le modèle peut investir dans 16 classes d'actifs qui ont été sélectionnées pour atteindre le maximum de diversification. Plus spécifiquement nous avons identifié les classes d'actifs qui ont le comportement le plus différent les unes des autres. Certaines classes d'actifs ont même des tendances inverses : quand l'un monte l'autre baisse et vice versa. A chaque mois le modèle sélectionne les 7 classes qui ont le plus de momentum. Chaque classe se voit allouer le même pourcentage du portefeuille, soit environ 15%. Une classe d'actifs momentum ne sera pas achetée cependant si le prix de l'actif se transige au-dessous de sa moyenne mobile de 200 jours. Dans un tel cas le pourcentage alloué à cette classe est investi dans des Bons du Trésor.

Le rendement simulé d'un portefeuille géré en suivant ce modèle aurait été de 10,7% par an au cours de la période de 1994 à 2014. La plus importante baisse du portefeuille sur cette période de 20 années aurait été de 8% seulement. Ceci se compare à un rendement de 5,5% par an pour un portefeuille investi à 50-50 en actions canadiennes et en actions internationales sur la même période avec une baisse maximale de 50%.

Nous croyons que ce modèle peut aider dans la gestion d'un portefeuille. Nous allons donc publier trimestriellement dans la 'Revue des marchés' la sélection du modèle avec notre tableau de bord sur les actifs financiers.

A la fin de juin 2015 le modèle investit surtout dans les actions américaines, européennes et japonaises. Il choisit aussi des obligations canadiennes mais il vient d'abandonner les obligations américaines.

TABLEAU DE BORD

30 juin 2015	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	–
Obligations sociétés	+
Obligations long terme, gouvernement	=
S&P/TSX60	–
Small Cap	–
REITS	--
États-Unis	
Dollar américain vs euro	=
Obligations long terme, Trésor	=
S&P500	+
Nasdaq	+
Europe	
Euro vs dollar américain	=
MSCI Europe	+
Asie	
Yen vs dollar américain	=
MSCI Japan	+
Marchés émergents	
MSCI Marchés émergents	=

= : neutre + : surpondéré – : sous-pondéré

MODÈLE RÉPARTITION D'ACTIFS:

Encaisse
 Obligations du Canada
 Actions américaines
 Actions américaines, petites capitalisation
 Actions NASDAQ
 Actions européennes
 Actions japonaises