

Les bourses mondiales ont continué de progresser au deuxième trimestre tandis que les taux d'intérêt ont baissé légèrement aux États-Unis. La bourse canadienne a cependant fait exception à la tendance à cause de la baisse du prix du pétrole. De l'autre côté, ce sont les bourses européennes et les marchés émergents qui ont le mieux performé avec des hausses de 16 % et 18 % jusqu'ici cette année en dollars américains. Pendant ce temps le dollar canadien a enregistré une hausse de près de 4% durant le semestre.

Notre scénario de base demeure le même. Le présent cycle sera très long. Il sera caractérisé par une croissance économique mondiale plus lente que par le passé, mais suffisamment soutenue pour faire baisser les taux de chômage. L'inflation demeurera assez contenue, même si plusieurs pays se rapprochent du plein emploi, à cause des progrès rapides de la technologie, de l'expansion du commerce mondial et de la baisse du coût de l'énergie. Ceci n'empêchera pas les bénéfices des sociétés de continuer d'augmenter, mais ces bénéfices seront de plus en plus concentrés dans les industries qui profitent de la technologie. Inversement, plusieurs secteurs de l'économie verront leurs ventes baisser à cause de la technologie comme ce fut le cas pour les ventes au détail en magasin avec l'expansion fulgurante d'Amazon. Les taux d'intérêt ont atteint un creux

séculaire et ils vont augmenter graduellement à mesure que les banques centrales retirent les excédents de liquidités qu'elles ont injectées dans le système monétaire depuis 2009, mais la hausse demeurera modérée. Le 'bull market' des actions n'est donc pas terminé, mais le leadership va changer. Alors que la bourse américaine a été jusqu'ici la plus performante dans ce cycle, il faut s'attendre maintenant à ce que les autres bourses fassent du rattrapage, en particulier les bourses européennes et les marchés émergents comme ce fut le cas jusqu'ici cette année.

LE DOLLAR CANADIEN

Il y a une forte corrélation entre le dollar canadien et le prix du pétrole, mais cette relation n'a pas fonctionné récemment alors que le dollar canadien a monté jusqu'à 77 cents US pendant que le prix du pétrole baissait au-dessous de 50\$. Cette dichotomie passagère s'explique par un discours important du Gouverneur de la Banque du Canada qui littéralement annonçait un changement dans la politique monétaire vers un positionnement moins expansionniste. Le Gouverneur a expliqué que l'ajustement de l'économie canadienne à un prix du pétrole plus bas est maintenant complété, ce qui implique qu'il n'est plus nécessaire de maintenir les taux d'intérêt canadiens à un niveau inférieur aux taux américains.

Nous estimons que le niveau d'équilibre à long terme entre le dollar canadien et le dollar américain est déterminé par le taux d'inflation relatif entre les deux pays et le prix du pétrole. Cette relation indique un niveau d'équilibre de 80-82 cents US pour le dollar canadien. Comme l'économie canadienne fonctionne pratiquement au plein emploi en ce moment, il n'est plus nécessaire que la Banque du Canada maintienne le dollar canadien à escompte par rapport à sa valeur d'équilibre pour stimuler l'économie.

Performances en dollars canadiens				
	6 mois	1 an	3 ans (annualisé)	5 ans (annualisé)
Obligations	2,2 %	-0,2 %	3,5 %	3,0 %
Actions canadiennes	0,7 %	11,0 %	3,1 %	8,7 %
Actions américaines	5,6 %	18,0 %	17,0 %	20,3 %
Actions Europe et Pacifique	9,9 %	20,4 %	8,0 %	14,1 %
Actions Marchés émergents	14,4 %	23,9 %	7,9 %	9,1 %
Fiducies immobilières (REITS)	3,7 %	0,6 %	5,2 %	4,9 %
Dollar canadien/américain	3,7 %	-0,3 %	-6,3 %	-7,7 %

Source : Bloomberg, 30 juin 2017

L'ÉCONOMIE CANADIENNE

Une bonne partie de l'économie canadienne opère maintenant au plein emploi. Le taux de chômage canadien est actuellement de 6,7%. Le niveau le plus bas atteint depuis des décennies est

de 6%. Compte tenu que le taux de chômage en Alberta est 2% plus élevé que sa moyenne historique, on peut conclure que le reste du Canada est déjà au plein emploi. Au Québec par exemple le taux de chômage est à un creux historique de 6%.

L'ensemble des statistiques économiques montre d'ailleurs que l'économie canadienne va très bien, même si on tient compte de l'Alberta. Les ventes au détail sont fortes, le prix des maisons demeure élevé, les consommateurs augmentent leurs dépenses et les nouvelles commandes augmentent. Tout va bien pour le court terme, mais le fait demeure qu'à plus long terme l'économie canadienne est peu compétitive sur le marché international comme l'indique le fait que les exportations canadiennes n'augmentent plus depuis des années si on exclut le pétrole.

LE PRIX DU PÉTROLE

Nous avons prévu une hausse du prix du pétrole parce que la consommation mondiale continue d'augmenter alors que les pays de l'OPEP ont restreint leur production. Les stocks mondiaux de pétrole baissaient depuis le milieu de 2016, mais en 2017 la production américaine de pétrole de schiste a recommencé à augmenter aussitôt que le prix du pétrole s'est rapproché de 50\$ US le baril. Ceci a provoqué une hausse temporaire des stocks aux États-Unis et une chute des prix. La hausse de productivité des puits de pétrole de schiste est indéniable, mais il est impossible pour le moment d'évaluer

jusqu'à quel niveau l'industrie peut augmenter sa production. Il se consomme un peu moins de 100 millions de barils de pétrole par jour dans le monde et la demande augmente de 1 à 2 millions de barils par an. Les États-Unis produisent 9 millions de barils par jour. Peuvent-ils augmenter leur production de plus de 1 million de baril par jour? Ce n'est pas certain.

Il faut donc attendre de voir comment l'industrie américaine va se développer au cours des prochains mois. Par ailleurs, les tendances portent à croire qu'un plafond s'installe pour le prix du pétrole; celui-ci se situera entre \$50 et \$70 US.

POURQUOI DONALD TRUMP SE TROMPE

La balance commerciale des États-Unis avec le reste du monde est en déficit depuis des années et Donald Trump croit que ceci est dû au fait que certains pays utilisent des tactiques déloyales de commerce. Par conséquent, il veut imposer des tarifs sur certains produits pour réduire les importations.

Ceci ne permettra pas de redresser la balance commerciale parce que la cause fondamentale du déficit commercial américain est son surplus financier. La balance des paiements d'un pays a deux composantes, le compte commercial et les flux financiers, et le solde des deux comptes doit être constamment soldé à zéro. Si l'un est en surplus, l'autre doit être en déficit. Il s'agit d'une identité comptable.

Or les États-Unis ont le système financier le plus sophistiqué du monde et ceci produit un surplus financier constant parce que les étrangers veulent détenir de plus en plus de dollars américains. Ce surplus n'est pas près de disparaître. Le dollar américain ne sera pas remplacé par l'euro, le yen ou le yuan bientôt. Par conséquent si M. Trump réussit à restreindre les importations américaines par des tarifs, le dollar américain s'appréciera par rapport aux autres monnaies, ce qui stimulera d'autres importations et réduira les exportations américaines jusqu'au point où le déficit commercial américain reviendra combler le surplus financier.

L'INFLATION

Si on compare le rendement des obligations à rendement réel d'une échéance de 10 ans du Trésor américain à celui des obligations à coupon fixe de même échéance, on peut dériver le taux d'inflation à long terme que prévoient les investisseurs. Entre 2003 et 2013, le taux d'inflation anticipé se maintenait entre 2% et 2,5%. Pendant cette période le taux d'inflation visé par les banques centrales était de 2% mais il s'est maintenu en deçà de cet objectif pendant toute la période. Depuis quelques années le taux anticipé a baissé à 1,5% et c'est autour de ce niveau que le taux d'inflation dans les pays développés est en train de converger.

BULLE SPÉCULATIVE?

Y a-t-il une bulle spéculative dans les titres de technologie en ce moment? Plusieurs analystes le croient et par conséquent ils arrivent à la conclusion qu'un crash boursier est inévitable. Les cinq titres les plus populaires de la bourse américaine sont surnommés les FANG pour Facebook , Apple, Amazon, Netflix, Google (maintenant Alphabet). Ces titres ont en effet connu une bonne performance depuis plusieurs années et ils sont en hausse de 30% jusqu'ici cette année. La situation actuelle est différente de celle qui prévalait en 1999-2000 lorsqu'une foule de titres technos montaient avant même que ces compagnies génèrent des profits et parfois même des revenus. La majorité des gros titres de technologie génèrent des marges bénéficiaires bien supérieures à la moyenne et en progression constante.

Il est vrai que la proportion de titres technologiques dans l'indice S&P 500 a dépassé 20% cette année, ce qui représente la plus forte proportion depuis 2000. À titre de comparaison, le secteur de la technologie représentait 10% de l'indice en 1995.

Nous vivons dans un monde qui se transforme rapidement à cause de la technologie et c'est ce que l'évaluation des titres technologiques indique.

TABLEAU DE BORD

30 juin 2017	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	+
Obligations sociétés	=
Obligations long terme, gouvernement	-
S&P/TSX60	+
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