

Tableau de performance en dollars canadiens (en %)

	3 mois	1 an	3 ans (Annualisé)	5 ans (Annualisé)
Obligations	4,0%	5,3%	2,4%	3,5%
Actions canadiennes	13,3%	8,1%	9,4%	5,5%
Actions américaines	11,5%	13,4%	14,7%	15,3%
Actions Europe et Pacifique	7,9%	-0,1%	8,4%	6,5%
Actions Marchés émergents	7,8%	-3,7%	12,0%	8,7%
Fiducies immobilières (REITS)	15,5%	21,4%	12,9%	9,6%
Dollar canadien/américain	2,2%	-3,4%	-0,9%	-3,7%

Source : Bloomberg, 31 mars 2019

Durant la période les bourses ont rebondi fortement pour se rapprocher de leur dernier sommet aux États-Unis et les taux d'intérêt à long terme ont baissé. Dans le cas du Canada le taux d'intérêt sur les obligations fédérales à 10 ans est maintenant inférieur au taux d'inflation prévu pour la prochaine année. Malgré cela nous ne prévoyons pas de hausse imminente des taux au Canada.

L'un des thèmes principaux que nous avons maintenu depuis des années tourne autour de l'impact profond que les changements technologiques ont sur les marchés financiers. Ceci nous a amenés à prévoir que le taux d'inflation demeurera modéré même si l'économie nord-américaine opère au plein emploi et que par conséquent les taux d'intérêt demeureront très bas pendant plusieurs années, possiblement une décennie.

À la surprise générale, les taux d'intérêt ont baissé partout dans les pays développés au premier trimestre. Était-ce parce que l'économie ralentit? Une étude récente faite par des analystes de la Réserve fédérale américaine vient

de jeter de la lumière sur le phénomène des bas taux d'intérêt. Les analystes concluent suite à une analyse économétrique que des forces séculaires ont poussé les taux d'intérêt réels mondiaux à la baisse depuis 40 ans. Ils estiment que la baisse du taux réel est de 2%. Ils concluent de plus que ces pressions à la baisse ne sont pas reliées à la politique économique d'un pays en particulier. Ceci implique que la récente baisse à 1,5% du taux d'intérêt des obligations du Canada à 10 ans n'est pas reliée à un changement de politique au Canada, mais plutôt à des forces mondiales. D'ailleurs les taux ont aussi baissé ailleurs dans le monde.

Les deux forces qui ont poussé les taux d'intérêt à la baisse sont (1) une demande excédentaire pour des obligations sans risque (safe assets) et (2) un ralentissement de la croissance économique mondiale dû au vieillissement de la population. En gros le marché des 'safe assets' se divise en deux en ce moment : les US Treasuries qui se transigent à un taux réel de 0,5% et les autres pays développés comme l'Allemagne et le Canada qui se transigent à un taux réel de -0,5%.

La courbe de rendement

La courbe de rendement est représentée par la différence entre le taux d'intérêt à 10 ans et le taux à 3 mois. Cette mesure est l'un des indicateurs les plus reconnus de l'activité économique des 12 à 18 mois qui suivent. Lorsque le taux à court terme est plus bas que le taux à long terme l'économie a tendance à s'accélérer. Lorsque le taux à court terme dépasse le taux à long terme l'économie a tendance à ralentir. Le taux à court terme a dépassé le taux à long terme aux États-Unis et au Canada à la fin de mars. Ceci a amené plusieurs économistes à prévoir une récession plus tard en 2019. Il ne fait pas de doute qu'une baisse des taux à long terme sous les taux à court terme indique que les investisseurs s'attendent à un ralentissement de l'activité économique durant la prochaine année, mais ceci ne veut pas nécessairement dire une récession.

Les 5 précédents renversements de la courbe de rendement se sont produits dans un contexte de politique monétaire restrictive causant une hausse des taux à court terme. Aujourd'hui la courbe se renverse parce que les taux à long terme baissent et non pas parce que les taux à court terme montent, ce qui représente un contexte bien différent.

Le cycle économique

Nous entrons dans la 11^e année d'expansion économique. Nous avons mentionné régulièrement que ce cycle serait très long tout simplement parce que le niveau de ressources inutilisées était très élevé au début du cycle. Ce n'est plus le cas maintenant. L'économie nord-américaine opère au plein emploi et les salaires commencent à monter. Par contre la hausse est très mitigée, car la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre dépasse à peine 3% par an depuis un an. Avec un taux de productivité de 1% par an et des hausses de salaires de 3%, le taux d'inflation se maintiendra à environ 2%, soit le niveau que vise la Réserve fédérale. Il est important de noter ici qu'une banque centrale réagira avec beaucoup plus de vigueur devant un danger de déflation plutôt qu'un danger d'inflation. La Fed est donc susceptible de tolérer un taux d'inflation supérieur à 2% pendant plusieurs mois sans réagir. Dans de telles conditions l'économie américaine peut croître encore pendant plusieurs années.

Les actions américaines

La bourse américaine se transige à 16 fois les bénéfices alors que la moyenne du multiple est de 15 fois. La différence n'est donc pas très grande. De plus le taux de dividendes est actuellement de 2% et les sociétés cotées en bourse rachètent leurs actions à un rythme de 3% par an. Le rachat d'actions est l'équivalent d'un dividende pour les actionnaires dans leur ensemble puisqu'il réduit le nombre d'actions en cours, ce qui favorise une hausse des cours, toute chose étant égale par ailleurs. Le taux de rendement courant des

actions américaines est donc de 5% actuellement. Ceci se compare avantageusement au rendement de 2,6% des Treasuries 10 ans.

Suite à une hausse de 12% au premier trimestre, doit-on s'attendre à plus cette année? La réponse est oui. Jusqu'ici le pattern de la bourse depuis deux ans est assez conforme au pattern typique du cycle présidentiel. La bourse a monté un peu plus fortement que la moyenne durant la première année à cause de la réforme fiscale qui a fortement abaissé le taux d'imposition des sociétés. La correction de l'année dernière est assez typique d'une deuxième année et c'est la troisième année qui est la plus intéressante : la probabilité de hausse et le rendement sont les plus élevés des 4 années du cycle durant cette année-là.

De plus les investisseurs peuvent compter sur le soutien de la Fed si la bourse se corrige comme ce fut le cas récemment. Autrefois on appelait cela le 'Greenspan put', du nom du président de la Fed.

Les actions canadiennes

La bourse canadienne est moins chère que la bourse américaine et c'est peut-être pour cette raison qu'elle se comporte aussi bien que cette dernière depuis un peu plus d'un an. Évidemment les perspectives pour les actions canadiennes en général dépendent de l'évolution du prix du pétrole au cours des prochains mois et à cet égard les développements récents sont positifs : la consommation mondiale a monté suffisamment pour faire baisser les inventaires mondiaux. Habituellement une baisse d'inventaires s'accompagne d'un raffermissement des prix dans les mois qui suivent. Par contre le prix des matières premières en général demeure encore plutôt faible.

Le prix des maisons au Canada

Nous continuons de suivre de près le prix des maisons parce les ménages canadiens sont parmi les plus endettés dans le monde. Le fardeau de la dette a encore augmenté pour accaparer 15% des revenus des ménages. À ce niveau il ne faudrait pas une grosse baisse du prix des maisons pour provoquer une récession. En ce moment les prix baissent dans les régions productrices de pétrole et demeurent stables au Québec, en Ontario et en Colombie-Britannique.

C'est dans un tel contexte que M. Morneau a introduit dans son dernier budget un programme d'aide pour l'achat d'une première maison...Le message est pour le moins conflictuel : depuis des années le gouvernement fédéral a resserré le crédit hypothécaire dans le but d'empêcher la formation d'une bulle spéculative dans le résidentiel et voici que le ministre des Finances envoie le message qu'il appuie l'achat d'une maison par ceux qui n'en ont pas les moyens.

Les marchés émergents

Les marchés émergents se sont mieux comportés depuis que les discussions entre Donald Trump et la Chine sur le commerce entre les deux pays se sont améliorées. Mais l'ultime résultat demeure imprévisible et compte tenu du risque que représente l'impulsivité du président américain il faut conclure qu'il est trop tôt pour augmenter les placements dans ce secteur. D'ailleurs les exportations chinoises ont chuté le mois dernier.

Les actions privilégiées

L'inquiétude qui règne sur les marchés boursiers a causé une baisse du prix des obligations de sociétés et des actions privilégiées, mais les actions privilégiées ont baissé beaucoup plus que les obligations de sociétés. À moins qu'une récession soit imminente il n'y a pas de raison que ce soit le cas et, par conséquent, les actions privilégiées sont très intéressantes en ce

moment, en particulier celles qui se transigent à escompte par rapport à leur valeur de rachat.

Les REITs

Les REITs canadiens ont atteint de nouveaux sommets récemment, poussés par la baisse des taux d'intérêt. Il est certain qu'une baisse des taux est favorable aux entreprises qui sont endettées, mais on ne peut pas s'attendre en même temps à ce que la valeur des actifs continue de s'apprécier si l'économie ralentit. Alors sans être nécessairement surévalué ce secteur est pleinement évalué en ce moment.

Tableau de bord au 31 mars 2019

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 Japon	=
Marchés émergents	
MSCI Marchés émergents	=

= : neutre + : surpondéré - : sous-pondéré