

Tableau de performance en dollars canadiens (en %)

	6 mois	3 ans (Annualisé)	5 ans (Annualisé)
Obligations	6,8%	2,5%	3,6%
Actions canadiennes	16,2%	8,4%	4,7%
Actions américaines	13,9%	14,5%	15,3%
Actions Europe et Pacifique	10,1%	10,1%	7,1%
Actions Marchés émergents	6,4%	11,4%	7,2%
Fiducies immobilières (REITS)	14,0%	8,9%	8,4%
Dollar canadien/américain	4,2%	-0,4%	-4,0%

Source : Bloomberg, 30 juin 2019

Sous l'impulsion de la bourse américaine la plupart des grandes bourses dans le monde ont monté de 15% à 20% au deuxième trimestre, sauf les marchés de pays en développement qui ont monté d'environ 10%. Le tableau de performance montre des chiffres un peu moins élevés sur 6 mois car la hausse du dollar canadien a réduit légèrement le rendement des actions étrangères depuis le début de l'année.

Ce redressement subit des bourses est entièrement dû à un revirement des attentes sur la politique de la Réserve Fédérale américaine quant aux taux d'intérêt au cours des prochains mois. Alors qu'une hausse était prévue, plusieurs dirigeants de la Fed ont laissé récemment entrevoir la possibilité d'une baisse. Les taux sur les obligations un peu partout dans le monde se sont mis à baisser et les bourses ont remonté.

La bourse américaine est retournée à un sommet et les taux d'intérêt sur les obligations 10 ans du Trésor américain sont à seulement 2% tandis que les obligations du Canada à 10 ans se transigent à 1,5% seulement. Les marchés peuvent paraître dispendieux mais ils ne le sont pas tant que ça lorsqu'on les

analyse en détail. Surtout ceci n'implique pas qu'il faille liquider des actions pour plusieurs raisons. D'abord les événements récents montrent que la banque centrale américaine (et c'est le cas aussi pour la Banque européenne) est prête à intervenir si la bourse baisse de plus de 15%. On appelait autrefois ce phénomène le 'Greenspan put' et on peut parler aujourd'hui du 'Powell put'. Deuxièmement, et c'est le facteur le plus important, le rendement des actions est intéressant par rapport aux obligations. Le rendement des dividendes est de 2% et les compagnies rachètent 1% de leurs actions chaque année, retournant ainsi un total de 3% aux actionnaires. Enfin il y a peu de risque qu'une accélération de l'inflation provoque une hausse subite des taux d'intérêt et une récession par la suite.

L'inflation

Les banques centrales en Amérique du Nord, en Europe et au Japon tentent de relancer l'inflation depuis plusieurs années mais avec un succès mitigé. Le taux d'inflation de base se situe à un peu moins de 2% aux États-Unis et à 2% au Canada. (Il est un peu plus élevé au Canada à cause de la faiblesse du dollar canadien.) Il est de 1,5% en Allemagne et de 1% au Japon. Avec le plein emploi en Amérique du Nord depuis deux ans, on se serait attendu à une accélération des salaires mais c'est à peine si les hausses dépassent 3% par an actuellement. Plusieurs facteurs sont mentionnés pour expliquer ce phénomène et le plus important est probablement le vieillissement de la population : les personnes de 50 ans et plus se contentent de leurs conditions d'emploi et de toute façon il est beaucoup trop risqué pour eux de changer. Les changements technologiques sont aussi mentionnés souvent comme facteur parce que le travailleur pourrait être remplacé par un robot mais ce phénomène est assez marginal. La technologie par contre a un impact considérable sur l'efficacité des travailleurs et ce phénomène est mal mesuré parce qu'il est diffus dans l'activité économique de tous les jours. Le coût unitaire de main d'œuvre aux États-Unis a baissé par rapport à l'année précédente le mois dernier. Il résulte de ces phénomènes que le taux d'inflation est non seulement bas mais aussi beaucoup plus stable qu'avant.

Les taux d'intérêt

Une étude économétrique de la Réserve fédérale de New York montre que les taux d'intérêt réels baissent depuis plusieurs années dans les principaux pays développés et que la corrélation entre les taux des pays a augmenté. Les chercheurs pensent que ceci est dû à un surplus d'épargne mondial créé par une pénurie d'actifs sûrs ('safe assets') mais aussi aux changements technologiques et à la mondialisation du marché des biens. On peut ajouter à ces facteurs le fait que l'inflation varie moins qu'avant et par conséquent le risque de détenir des obligations est plus bas qu'avant. C'est pour ces raisons qu'il ne faut pas s'attendre à une hausse importante des taux d'intérêt au cours des prochaines années. Selon notre estimation les taux sur les obligations gouvernementales devraient se maintenir entre 1% et 3%.

Les bénéficiers des sociétés

Nous avons mentionné fréquemment que nous vivons dans une ère qui favorise les sociétés et que les bénéficiers des sociétés américaines vont se maintenir à un niveau historiquement élevé en pourcentage du PIB. Le rendement sur le capital investi dépasse de loin le coût des fonds même pour les sociétés qui ont un moins bon crédit et il y a donc une hausse des investissements des entreprises aux États-Unis, et ceci en dépit du fait que les investissements à long terme sont dangereux dans un contexte de changement technologique rapide. Le phénomène du 'winner takes all' par lequel une nouvelle technologie fait disparaître la majorité des producteurs sur un marché en quelques années se répète encore continuellement. Prenons comme exemple l'industrie du taxi dans les grandes villes suite à l'arrivée d'Uber.

Les bourses

Si les bénéficiers se maintiennent et progressent au rythme du PIB, les bourses ne sont pas trop dispendieuses, compte tenu du rendement de 3% que procurent les dividendes et les rachats d'actions. La bourse américaine se transige à un multiple de 18 fois, ce qui représente un niveau d'évaluation

élevé sans être excessif tandis que l'évaluation des autres bourses est de seulement 14 fois. Le rendement des prochaines années dépendra du scénario qui se développera.

Nous envisageons deux scénarios de progression de la bourse américaine. Dans le premier scénario, le marché progresse graduellement jusqu'à son sommet dans quelques années et procure un rendement annuel de l'ordre de 5-6% par an, soit son rendement à long terme. Le deuxième scénario est celui qui s'est produit lors des derniers sommets : une vague de spéculation pousse un petit nombre de titres très populaires à des évaluations exagérées et le tout se termine par un crash. C'est le scénario de la bulle spéculative. Il s'est produit en 1999-2000 avec les titres de technologie et de nouveau en 2007-2008 suite à la chute du prix des maisons.

Alan Greenspan disait qu'il est impossible de savoir quand nous sommes dans une bulle spéculative parce que, par définition, la grande majorité des participants sur le marché pensent la même chose. Nous devons donc être vigilants au cours des prochaines années.

Une source de perturbation possible

Une crise financière est toujours provoquée par des emprunts excessifs. Suite à la grande crise de 2008-2009, les grosses banques mondiales sont beaucoup plus réglementées mais celles-ci continuent quand même à structurer des prêts plus risqués à des entreprises pour les revendre ensuite sur le marché. Beaucoup de ces prêts sont faits à des entreprises qui sont possédées par des sociétés de capital d'investissement privé qui ont l'habitude d'opérer avec beaucoup de dettes. En ce moment il n'y a pas d'indication que ces financements posent problèmes car ces dettes se transigent à des niveaux normaux.

Le modèle de répartition d'actifs

Les études montrent que deux des facteurs les plus puissants à utiliser pour la sélection des actifs sont le momentum et le suivi des tendances ('trend following'). Suite à ces études nous avons construit un modèle de répartition d'actifs qui sélectionne 7 classes d'actifs parmi les 16 grandes classes disponibles pour un investisseur canadien. Ceci inclut les actions canadiennes et étrangères, les obligations, les REITS, les commodités et l'or.

Nous nous attendons à ce qu'à long terme le portefeuille génère un rendement aussi élevé que les actions mais avec des baisses beaucoup plus limitées parce que le modèle élimine assez rapidement les actifs qui viennent d'entrer dans un 'bear market'. Depuis le début de l'année le portefeuille est à la hausse de 10%. Il est investi dans les actions américaines, les REITS américains, les obligations à long terme et il vient d'acheter de l'or.

Les actions privilégiées

Les actions privilégiées dont le taux est ajustable à tous les 5 ans ont beaucoup baissé cette année suite à la baisse du taux d'intérêt sur les obligations du Canada 5 ans. Les actions privilégiées de BCE par exemple se transigent à 14\$ alors que leur valeur nominale est 25\$. À ce prix ces titres procureront un rendement de 6% par an au cours des 6 prochaines années même si le taux d'intérêt sur les Canada 5 ans ne change pas.

Tableau de bord au 30 juin 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