

Tableau de performance en dollars canadiens (en %)

	9 mois	3 ans (Annualisé)	5 ans (Annualisé)	10 ans (Annualisé)
Obligations	8,1%	2,6%	3,7%	8,3%
Actions canadiennes	19,1%	7,4%	5,3%	7,0%
Actions américaines	17,2%	13,7%	14,6%	15,7%
Actions Europe et Pacifique	10,2%	7,4%	7,4%	7,8%
Actions Marchés émergents	4,6%	6,3%	6,1%	6,0%
Fiducies immobilières (REITS)	24,1%	13,4%	10,6%	12,5%
Dollar canadien/américain	3,0%	-0,4%	-3,3%	-2,1%

Source : Bloomberg, 30 septembre 2019

Les bourses ont terminé le trimestre à peu près au même niveau qu'au début du trimestre. Même chose pour les taux d'intérêt canadiens à long terme tandis que les taux américains ont baissé légèrement. Ceci n'empêche pas les marchés financiers de montrer des chiffres intéressants cette année comme le montre le tableau récapitulatif des rendements.

Le tableau montre aussi les performances à plus long terme. Le rendement réel de la bourse américaine sur 10 ans a été de plus de 13% par an (en soustrayant 2% d'inflation) soit l'un des plus élevés pour n'importe quelle période de 10 ans depuis 125 ans. Il est très peu probable que cet exploit se réalise à nouveau. Au mieux on peut s'attendre au rendement réel à long terme des actions qui est de 5,8% par an. En fait, une anticipation réaliste serait plutôt de l'ordre de 4% par an, soit un taux légèrement plus élevé que le rendement des dividendes. Nous sommes peut-être d'ailleurs déjà dans cette nouvelle ère de rendements moins élevés car si on analyse le comportement des bourses depuis le début de 2018 on s'aperçoit que la bourse américaine a monté d'environ 10% sur les 7 trimestres mais que les bourses canadiennes et européennes n'ont à peu près pas monté. En fait, si

on exclut les titres de technologie, les bourses ont fait du surplace depuis 18 mois.

Du côté des revenus fixes il faut aussi rajuster les anticipations à la baisse. Les taux d'intérêt baissent depuis maintenant 37 ans. Sur les obligations à 10 ans du Trésor américain le taux d'intérêt est passé de 14% en 1982 à 6% en 2000 pour atteindre un creux de 1,45% récemment. Dans plusieurs pays le taux à long terme est négatif. Les facteurs qui ont amené les taux à des niveaux que personne ne croyait possibles il y a vingt ans sont les suivants :

1—Un excédent d'épargne au niveau mondial conjugué à une offre insuffisante de 'safe assets', soit des titres liquides que l'on considère sans risque de crédit comme des obligations gouvernementales. Les investisseurs sont même prêts à accepter un taux d'intérêt modérément négatif sur ces obligations pour éliminer le risque de crédit. Regardons les alternatives : un certificat de dépôt dans une banque comporte le risque de crédit de la banque et garder des centaines de millions de dollars en billets comporte aussi des risques.

2—Des pressions déflationnistes qui affectent une industrie après l'autre. Ces pressions viennent surtout des changements technologiques mais aussi de la mondialisation des marchés et du vieillissement de la population dans les pays développés.

3—La proximité du 'lower bound'. Les banques centrales ont deux moyens d'influencer l'économie : imprimer de la monnaie et influencer les taux d'intérêt. Ces deux mécanismes sont efficaces pour enrayer l'inflation comme il a été maintes fois démontré mais très peu efficaces pour contrer les pressions déflationnistes comme le suggère l'expérience du Japon depuis 20 ans. Les banques centrales savent qu'elles sont démunies devant la déflation et c'est pour cette raison qu'elles agissent avec vigueur au moindre signe de ralentissement économique. C'est ce qui s'est passé aux États-Unis récemment. La Fed a abaissé son taux directeur à deux reprises alors que les indications de ralentissement étaient très ténues. À cause de ce phénomène

les banques centrales vont tolérer des taux d'intérêt plus bas qu'elles ne le feraient autrement au cours des prochaines années.

Les obligations 10 ans du Trésor américain ont touché 1,45% trois fois depuis quelques années pour ensuite rebondir. Nous pensons que ce taux représente un niveau de résistance important qui ne sera pas traversé au cours des prochaines années. Par contre il ne faut pas s'attendre à une hausse importante des taux et nous prévoyons que le taux américain à 10 ans se situera entre 1,45% et 3,00% au cours des prochaines années.

Ralentissement économique mondial

La chicane entre les deux plus grandes économies mondiales ne peut pas faire autrement que de provoquer un ralentissement des échanges et les tergiversations sur le Brexit ajoutent aux difficultés. Tout se passe comme si les politiciens pensent que leurs actions n'auront aucun effet sur l'économie et pourtant le ralentissement est déjà amorcé. Au mieux la croissance économique mondiale sera de l'ordre de 3% l'an prochain alors qu'il y a quelques années un taux de 5% était facile à atteindre.

Le dollar américain

La valeur du dollar américain suit un cycle d'environ 15 ans et celui-ci se trouve actuellement à un nouveau sommet. La force du dollar a pour effet de ralentir l'économie mondiale car beaucoup de pays en développement ont des dettes en dollars. Plus le dollar monte plus les étrangers ont de la difficulté à rencontrer leurs obligations. Or le niveau d'emprunts en dollars de sociétés établies dans les pays en développement est à un niveau record présentement.

Évidemment les tentatives de Donald Trump de réduire le déficit commercial des États-Unis a pour effet de renforcer encore plus le dollar et cette situation pourrait durer encore plusieurs mois puisque la Chine n'a aucun intérêt à céder quoique ce soit à un président en fin de terme.

Les REITS

Une combinaison de baisse des taux d'intérêt et de hausse des bourses représente le parfait environnement pour une bonne performance des REITS et c'est ce qui s'est produit récemment : les REITS ont été le meilleur secteur de placement au Canada et aux États-Unis jusqu'ici cette année. En fait la combinaison existe plus ou moins depuis 10 ans et c'est pourquoi les REITS affichent un rendement de 12,5% par an sur les 10 dernières années. Mais il faut se souvenir que le levier financier (financer des actifs avec des dettes) fonctionne des deux côtés et une hausse des taux d'intérêt devrait freiner la progression de ce type d'actif au cours des prochaines années.

Les titres de type valeur

On sait depuis une cinquantaine d'années que des groupes de titres cotés en bourse se comportent différemment d'autres groupes. Le premier groupe a été découvert par Eugène Fama dans les années 1970. Fama a montré que les petits titres se comportent différemment des gros titres et que leur performance à long terme est supérieure. On a identifié depuis des dizaines de groupes de titres avec des caractéristiques différentes. Deux groupes très bien identifiés et suivis de près sont les titres de valeur et les titres de croissance.

Les titres de valeur étaient censés mieux performer à long terme que les titres de croissance. Or ce n'est pas le cas depuis maintenant 11 ans alors que les titres de croissance ont surperformé les titres de croissance de 60% aux États-Unis et de 80% en Europe. On met de l'avant plusieurs facteurs pour expliquer ce phénomène. D'abord la baisse des taux d'intérêt car un taux d'intérêt plus bas avantage les titres dont le rendement est plus éloigné dans le temps. Deuxièmement les bons titres de technologie sont de plus en plus rares, ce qui les rend de plus en plus dispendieux.

Cette tendance ne durera pas éternellement car il viendra un jour où les titres de croissance deviendront trop dispendieux. Un exemple d'un tel

renversement s'est produit en septembre dernier lorsque les titres de type valeur ont monté de 6% en deux jours alors que la bourse en général n'a pas monté. Il est trop tôt pour dire qu'il s'agit d'une nouvelle tendance mais si c'était le cas les rendements des bourses européennes et canadiennes seront meilleurs que ceux de la bourse américaine car il y a plus de titres de valeur dans ces marchés.

Modèle de répartition d'actifs

Notre modèle de répartition d'actifs sélectionne parmi les principaux actifs mondiaux ceux qui ont la meilleure tendance récente. Il a été démontré que cette approche permet de capturer environ 75% des hausses de marchés tout en limitant les risques à la baisse. Le portefeuille du modèle est en hausse de 14,4% jusqu'ici cette année. Il détient des obligations américaines, des REITS, des obligations de sociétés et de l'or.

Tableau de bord au 30 septembre 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