

Nous avons prévu des rendements plutôt bas pour la bourse américaine durant une bonne partie de 2005 à cause du resserrement de la politique de la Fed et c'est ce qui est en train de se produire. Toutes les périodes de resserrement de la Fed comme celles que nous vivons en ce moment ont été accompagnées d'une hausse des taux d'intérêt sur les obligations à 10 ans et plus. Ce ne fut pas le cas jusqu'ici durant le présent épisode : contrairement à notre prévision, les taux d'intérêt sur les 10 ans ont baissé au deuxième trimestre. Que se passe-t-il?

Les diverses explications sur la baisse des taux d'intérêt à long terme se divisent en deux camps : l'argument séculaire d'un côté et l'argument de liquidité de l'autre. Selon l'argument séculaire, les taux d'intérêt baissent parce que les investisseurs sont de plus en plus convaincus que le risque d'inflation est nul et que les pays développés pourraient même connaître la déflation dans 5 ans à cause des changements technologiques, du développement accéléré de « low cost producers » et du vieillissement de la population. Malgré la pertinence de ce scénario, il ne permet pas d'expliquer pourquoi les taux d'intérêt sur les obligations à rendement réel sont si bas actuellement, étant donné que ce type d'obligations ne procure aucune protection en cas de déflation.

La deuxième explication apparaît plus plausible : la Fed a été tellement expansionniste entre 2000 et 2004 que la liquidité créée durant cette période continue d'influencer les marchés malgré la politique légèrement plus restrictive adoptée depuis l'été 2004. Durant la période de grande liquidité, on a vu les Fed funds baisser aussi bas que 1%, les taux d'intérêt à long terme baisser jusqu'à leur plus bas niveau depuis 50 ans, la bourse remonter, et le dollar américain chuter. L'économie américaine a été dynamique au point de produire un déficit record du compte courant et en fait, l'économie mondiale a connu une solide expansion en 2004 caractérisée par une forte pression sur les prix des matières premières. Tout cela a aussi permis une hausse du prix des maisons à peu près partout dans les grandes villes du monde au point où on peut parler de bulle spéculative dans certains marchés.

La politique plus restrictive appliquée par la Fed depuis un an a été très timide. Certes la masse monétaire a cessé d'augmenter mais la hausse du taux des Fed funds depuis 1 an est à peu près la même que la moyenne des hausses des périodes restrictives précédentes et pourtant le taux des Fed funds à 3¼% demeure encore en deçà du taux de 4% considéré comme le taux « neutre » qui n'aurait pas d'effet stimulant sur l'économie. Certaines variables financières ont été affectées, la plus importante étant le taux de change. On a en effet vu le dollar américain se raffermir vis-à-vis de l'Euro et du Yen depuis le début de l'année même si la balance commerciale a montré peu d'amélioration. On peut aussi noter que la bourse américaine fait du surplace depuis décembre dernier.

Il est à peu près certain que la politique de la Fed sera modérément restrictive durant les prochains mois. Cette politique devrait finir par avoir un effet sur les taux d'intérêt à long terme.

En résumé, nous prévoyons une hausse des taux d'intérêt d'ici à la fin de l'année et un ralentissement économique en 2006 accompagné d'un plafonnement du prix des matières premières.

LES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS

Les taux d'intérêt sur les obligations à rendement réel sont à 1,7% aux États-Unis et à 1,8% au Canada. Le taux canadien est le plus bas que nous ayons connu depuis les premières émissions de ce type d'obligations. Pour les États-Unis par contre, le taux le plus bas a été atteint en 2004 à 1,5%. Il est difficile d'envisager que les taux d'intérêt réels aux États-Unis demeurent aussi bas pendant que le déficit budgétaire américain atteint 3% du PIB et que l'encours des hypothèques résidentielles atteint des niveaux records.

LA COURBE DE RENDEMENT

La courbe de rendement est la différence entre les taux d'intérêt à long terme et les taux à court terme. Lorsque cette différence atteint des niveaux extrêmes, elle produit alors un signal très fiable sur l'activité économique pour les 6 à 12 mois suivants. Comme les taux longs ont baissé et les taux courts ont beaucoup monté depuis un an, la différence s'est beaucoup amenuisée. En fait une telle réduction signale habituellement un ralentissement économique. La réduction n'est toutefois pas suffisante pour signaler une récession.

LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Nous prévoyons une hausse des taux d'intérêt obligataires aux États-Unis mais une hausse moindre pour le Canada. Les taux d'intérêt canadiens sont déjà inférieurs aux taux correspondants américains et nous prévoyons que la différence va augmenter au cours des prochains mois. Les facteurs favorables au Canada sont : la vigueur du dollar canadien, une politique monétaire plus accommodante et un meilleur équilibre des budgets gouvernementaux.

LES FIDUCIES DE REVENU

Nous avons continué de garder environ 20% des portefeuilles équilibrés investis dans les fiducies de revenu canadiennes. Ce marché croît rapidement et plusieurs commentateurs continuent d'inciter les investisseurs à la prudence. Nous avons terminé une analyse de ce marché (voir sur notre site) qui conclue que les fiducies de revenu qui ont de bonnes caractéristiques de stabilité ne sont pas trop dispendieuses, en particulier si on les compare aux REITS américains. De plus, des changements légaux rendent plus facile l'achat de fiducies de revenu par les caisses de retraite. Enfin, les fiducies de revenu feront partie de l'indice S&P TSX plus tard cette année, ce qui augmentera de beaucoup leur liquidité.

LES BOURSES CANADIENNES ET AMÉRICAINES

La bourse américaine à 20 fois les bénéfices n'est pas dispendieuse mais les bénéfices sont déjà à leur niveau le plus élevés en pourcentage du PIB. On ne peut donc pas s'attendre à ce qu'ils augmentent fortement au cours des 2 ou 3 prochaines années.

Les bénéfices des sociétés sont aussi à leur plus haut niveau au Canada mais ici les perspectives sont encore moins intéressantes parce que le dollar canadien a beaucoup monté depuis 2½ années. En tenant compte du décalage habituel, la hausse du dollar canadien devrait commencer à affecter les bénéfices des sociétés à partir de maintenant.

Il faut donc s'attendre à ce que la bourse canadienne sous-performe la bourse américaine au cours des prochains 2 ou 3 ans.

LE DOLLAR AMÉRICAIN

Le dollar américain s'est redressé de 12% vis-à-vis de l'Euro et 7% vis-à-vis du Yen. L'échec du référendum sur la constitution européenne a sûrement eu un impact défavorable à court terme sur l'Euro mais il reste que le dollar américain s'est raffermi en général. Nous attribuons ce renversement à deux facteurs : la hausse du prix du pétrole au deuxième trimestre et la politique de la Fed. Les États-Unis sont moins affectés par le prix du pétrole que l'Europe, le Japon ou l'Australie. D'autre part, la politique de la Fed est beaucoup plus restrictive que celle de la Banque Européenne ou la Banque du Japon.

Malgré la hausse récente, nous pensons que la tendance à long terme reste la même : le dollar américain doit continuer à baisser.

TABLEAU DE BORD

30 juin 2005	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	0
Obligations court terme	0
Obligations long terme, gouvernement	-
S&P/TSX 60	0
Small Cap	-
États-Unis	
Dollar américain vs euro	-
Obligations long terme, Trésor	-
S&P 500	0
Nasdaq	0
Small Cap	-
Europe	
Euro vs dollar américain	+
Obligations long terme	0
Dow Jones Euro Stoxx 50	+
Asie	
Yen vs dollar américain	+
MSCI Japan Index	+
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	+