



Suite à une hausse de l'ordre de 60% à 100% entre mars 2009 et mars 2010, les marchés boursiers se sont repliés au deuxième trimestre de cette année. Jusqu'ici les baisses peuvent être caractérisées de « corrections » dans un marché haussier puisqu'on définit les corrections comme des baisses moyennes de 10%. Au deuxième trimestre, les baisses ont été de l'ordre de 5% pour le Canada jusqu'à 15% pour l'Europe.

Les marchés se sont inquiétés de la capacité de crédit de la Grèce et les analyses montrent qu'il sera très difficile pour ce pays de s'en sortir sans support financier important. Il devra probablement restructurer sa dette. C'est pour cette raison que les autorités européennes ont offert un support financier aux membres de la zone euro, visant surtout les pays du type Club Med comme l'Italie, l'Espagne et le Portugal.

Pendant ce temps, l'activité économique dans le monde continue de s'améliorer. La production industrielle mondiale est presque revenue à son dernier sommet de 2008. Plus intéressant encore, le volume de commerce mondial est en forte hausse depuis 1 an et au rythme actuel il dépassera son dernier sommet avant la fin de l'année. Toute cette reprise s'est faite sans inflation. En fait, l'inflation est en baisse depuis maintenant 2 ans dans la plupart des pays développés malgré le fait que les banques centrales aient maintenu des politiques monétaires très expansionnistes et que le loyer de l'argent soit encore à son niveau le plus bas depuis 50 ans.

Dans ces conditions, les taux d'intérêt à court terme devraient rester bas pendant encore au moins six mois car les banques centrales voudront être certaines de deux choses avant de remonter les taux : (1) s'assurer que l'économie n'a plus besoin de stimulus et (2) s'assurer que le risque de déflation est éliminé (voir « le mal japonais » plus loin).

	<b>2009</b>	<b>2010</b>
	<b>En \$ canadien</b>	
S&P/TSX Composite	+34%	- 3%
S&P 500	+8%	- 5%
Europe & Pacifique	+13%	-11%
Marchés émergents	+53%	- 5%
Monde	+12%	- 8%



### LE « MAL JAPONAIS »

---

Au début des années 1990, le Japon a connu une baisse du prix des actions et du prix des maisons en même temps. Le système bancaire japonais est passé près de la faillite et l'économie japonaise a connu une forte récession suivie d'une timide reprise. Depuis ce temps, le Japon connaît une croissance économique lente accompagnée d'une légère déflation, caractérisée par une baisse continue du prix des actions et des maisons et une baisse des prix de consommation de l'ordre de 1% à 2% par an. Depuis presque 20 ans, le gouvernement et la Banque du Japon ont tenté de relancer l'économie mais sans succès.

Les États-Unis et l'Europe de l'Ouest ont aussi subi récemment une baisse du prix des actions et des maisons en même temps, leur système bancaire est passé près de la faillite et leur économie est tombée en récession. Les autorités fiscales et monétaires ont réagi par des politiques économiques expansionnistes comme au Japon mais les gouvernements des pays de l'Ouest ont tenté d'intervenir le moins possible dans les décisions du secteur privé.

Nous ne savons pas si les pays de l'Ouest vont suivre la même direction que le Japon et les banques centrales sont très conscientes de ce risque. Pour les investisseurs, il est important de surveiller le prix des maisons, surtout aux États-Unis, et les prix des biens de consommation pour déceler les premiers signes de déflation.

### LA REPRISE AUX ÉTATS-UNIS

---

La controverse sur la reprise économique aux États-Unis est surtout reliée à l'emploi. Au cours des derniers mois, l'emploi a cessé de baisser mais il n'augmente toujours pas alors qu'on devrait observer une hausse de l'emploi six à neuf mois après la fin d'une récession. Les pessimistes disent que l'économie va

retomber en récession aussitôt que les programmes gouvernementaux de soutien vont cesser. Il existe pourtant une explication à la situation actuelle : la productivité est tellement forte que les entreprises n'ont pas besoin d'engager de personnel supplémentaire pour augmenter leur chiffre d'affaires. Cette hypothèse est aussi supportée par le fait que les bénéfices des entreprises dépassent les anticipations et les nouvelles commandes d'équipement de la part des entreprises sont à un niveau record.

Il reste quand même des problèmes dans l'économie américaine. Malgré les programmes d'assistance pour l'achat d'une maison, leur prix n'a pas encore remonté et l'inventaire de maisons invendues demeure élevé. Il est clair qu'il faudra à un moment donné que l'emploi augmente pour que les gens puissent acheter une maison. D'autre part, les banques n'ont pas encore recommencé à prêter malgré le fait que leurs liquidités soient à un niveau record.

### LA CROISSANCE MONDIALE

---

Le PIB américain devrait augmenter au rythme de 2,0% à 2,5% en 2010-11, ce qui est la moitié du rythme moyen d'une reprise économique américaine. En Europe, la croissance sera encore moins forte. Malgré cela, la croissance mondiale devrait atteindre 4% en moyenne au cours de cette période parce que l'Asie devrait maintenir une croissance de 6% à 8% alors que l'Amérique latine devrait atteindre 3% à 4%. Les pays développés ont des populations vieillissantes et sont criblés de dette, alors ils ne seront pas les moteurs de la croissance. Ils comptent pour 50% de l'économie mondiale et c'est dans l'autre 50% que se situera la croissance.

### LES OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

---

Les taux d'intérêt à long terme ont baissé pour les meilleurs crédits et ont monté pour les



crédits secondaires. Du côté des meilleurs crédits, la palme va sûrement aux obligations de l'Allemagne (les bunds 10 ans) qui se sont transigés à un rendement aussi bas que 2,5% récemment. Pour le Canada et les États-Unis, le rendement des obligations de 10 ans s'est maintenu entre 3¼% et 3¾% depuis 1 an. Il est actuellement dans le bas de cette fourchette.

Dans un environnement où l'inflation se maintient entre 1½% et 2%, les obligations fédérales présentent peu d'intérêt, sauf à titre de police d'assurance contre une possible déflation au cours des prochaines années. La déflation est un scénario extrême mais il est bien possible que la tendance de l'inflation passe du 2% que nous avons connu depuis 1990 à une tendance de 1%. Dans ces conditions les obligations gouvernementales redeviendraient intéressantes.

#### LES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS

Les obligations de sociétés demeurent attrayantes dans le contexte actuel pour plusieurs raisons. D'abord elles offrent un rendement beaucoup plus élevé que les obligations gouvernementales. Deuxièmement, nous n'entrevoyons pas de volume élevé de nouvelles émissions au cours des prochaines années dans ce secteur alors que les gouvernements devront financer des déficits records. Enfin, les sociétés représentent le secteur de l'économie le mieux pourvu en liquidités actuellement et cette situation devrait continuer car les bénéficiaires des sociétés sont solides et les gains de productivité semblent profiter beaucoup plus aux sociétés qu'aux individus ou aux gouvernements.

#### LE PRIX DES MAISONS

Le prix des maisons aux États-Unis a cessé de chuter depuis un an mais il se maintient à un niveau 35% plus bas que son sommet de 2007 et ne donne aucune indication de remonter. En

## Revue des marchés Deuxième trimestre 2010

fait, les statistiques qui sous-tendent le marché sont loin de donner une indication claire. D'un côté, le nombre d'emprunteurs hypothécaires en défaut continue d'augmenter, ce qui suggère qu'il y aura plus de saisies au cours des prochains mois. De l'autre côté les maisons sont beaucoup plus abordables, le rythme de vente augmente un peu et ce ne semble pas être seulement des ventes faites à des spéculateurs puisque la formation des ménages a recommencé à augmenter au cours des derniers mois.

On estime que 14% des hypothèques sont délinquantes aux États-Unis et ce pourcentage est encore en train d'augmenter. L'offre totalise plus de 7 millions de maisons, ce qui représente environ 1 ½ année de ventes au rythme actuel.

Les perspectives sont donc encore incertaines dans ce secteur.

#### TABLEAU DE BORD

30 juin 2010	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	+
Obligations sociétés	+
Obligations long terme, gouvernement	-
S&P/TSX 60	++
Small Cap	+
REITS	++
États-Unis	
Dollar américain vs euro	0
Obligations long terme, Trésor	-
S&P 500	+
Nasdaq	+
Small Cap	+
Europe	
Euro vs dollar américain	0
MSCI EMU	+
Asie	
Yen vs dollar américain	--
MSCI Japan Index	0
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	++

0 : neutre      + : surpondéré      - : sous-pondéré