

L'évènement financier le plus important du deuxième trimestre est l'annonce par la Réserve fédérale américaine qu'elle cessera graduellement sa politique d'accommodement quantitatif dans un avenir plus ou moins rapproché. Immédiatement les taux d'intérêt sur les obligations fédérales américaines ont débuté leur ascension et les taux sur les obligations de moins bonne qualité ont monté encore plus.

Cet évènement nous confirme que nous vivons la fin d'une époque. Celle-ci a débuté au début des années 1980 lorsque la Réserve fédérale américaine avait augmenté les taux d'intérêt à un niveau extraordinairement élevé pour juguler l'inflation, offrant ainsi aux investisseurs la possibilité d'investir à des rendements sans précédents pratiquement sans risque car ils savaient que la banque centrale était de leur côté. Les taux d'intérêt ont par la suite baissé pendant 30 ans.

Les taux d'intérêt américains ont atteint leur niveau le plus bas à 2 ½% à l'été 2012 et depuis ce temps même la politique d'accommodement quantitatif n'a pas réussi à les empêcher de remonter à 3 ½%. Il est peu probable que l'on revoie le niveau de 2 ½% dans la prochaine décennie puisque la banque centrale n'est plus du côté des détenteurs d'obligations. Les taux d'intérêt à long terme ont été en moyenne à 4,7% au cours du siècle dernier.

Performances en dollars canadiens

	Deuxième trimestre 2013	6 mois 2013
Actions canadiennes	-4,1%	-0,9%
Actions américaines	6,6%	20,4%
Actions Europe et Pacifique	2,5%	10,2%
Marchés émergents	-5,0%	-4,3%
Obligations	-2,6%	-2,0%
Fiducies immobilières (REITS)	-7,1%	-5,6%

Source : Bloomberg

Revue des marchés

Deuxième trimestre 2013

LES OBLIGATIONS

Nous avons assisté en mai 2013 à la première hausse subite des taux d'intérêt à long terme depuis longtemps. Les taux sur les obligations à long terme du Trésor américain sont passés de 2,8% à 3,5% en quelques semaines, entraînant une baisse de l'ordre de 10% de leur valeur. Ceci a aussi entraîné une hausse des taux d'intérêt sur les obligations partout dans le monde et des hausses encore plus importantes pour les emprunteurs plus risqués. En d'autres termes, non seulement les taux ont monté mais les primes de risque ont augmenté aussi.

Et pourtant, la Réserve fédérale n'a même pas fait référence à une politique plus restrictive, elle a simplement annoncé un adoucissement à la politique monétaire la plus expansionniste de ce siècle. Il faut regarder l'évolution du bilan de la Réserve fédérale pour se rendre compte qu'il n'y a aucun précédent à une telle politique depuis la fondation de la Fed et se rendre compte que la Fed devra non seulement cesser d'acheter des obligations mais elle devra en vendre constamment pendant des années. Ceci nous fait dire que nous venons de connaître un creux séculaire des taux d'intérêt.

LES FIDUCIES IMMOBILIÈRES (REITS)

Les fiducies immobilières canadiennes ont été fortement touchées par la hausse des taux d'intérêt à long terme. Elles ont baissé de 10% de leur sommet alors que la bourse canadienne a baissé de 6%. Cette baisse nous semble exagérée considérant les événements car le rendement des fiducies immobilières est confortablement plus élevé que celui des

obligations alors que nous avons déjà vu les fiducies se transiger à un rendement égal à celui des obligations.

Compte tenu du fait que le cycle favorable des taux d'intérêt est bel et bien terminé, il faudra réduire les positions dans les fiducies immobilières aussitôt que le prix sera plus favorable relativement aux obligations.

LE DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien a baissé de 3% au deuxième trimestre. À 95 cents USD le dollar canadien se rapproche de sa valeur d'équilibre que nous estimons à 90 – 92 cents USD dans un contexte où le prix des matières premières demeure faible. Pour le moment il s'agit du scénario le plus probable car la croissance économique mondiale n'est pas suffisamment forte pour faire monter les prix. C'est le cas surtout en Chine où le gouvernement tente de ralentir le rythme des investissements.

LA CHINE

Le rythme de croissance des exportations chinoises a ralenti récemment mais le rythme des investissements s'est maintenu et même accéléré. La Chine en est au point où les investissements comptent pour près de 50% du PIB. Évidemment les chinois peuvent se permettre un taux d'investissement élevé car leur taux d'épargne est aussi extraordinairement élevé.

Récemment par contre les autorités se sont rendu compte que les banques finançaient des

projets de moins en moins sérieux et la Banque de Chine a décidé de restreindre le crédit pour donner un solide avertissement au marché. Le passage d'une économie basée sur les exportations et les investissements à une économie basée sur la consommation n'est pas facile à faire et il y a donc lieu d'attendre avant d'ajouter aux placements en Chine même si la bourse de Shanghai a baissé de 17% depuis le début de l'année.

LE GAZ DE SCHISTE

Nous avons mentionné plusieurs fois au cours des dernières années que le développement des nouvelles techniques d'extraction des gaz de schiste représentait l'une des pierres angulaires du renouveau économique des États-Unis. Les réserves sont énormes. Les États-Unis deviendront des exportateurs d'hydrocarbures très bientôt et le prix du gaz se situe actuellement à 3,50\$ comparativement à 8,00\$ en moyenne juste avant cette révolution technologique et à 10\$ en Europe encore aujourd'hui. Le prix de l'énergie demeurera donc peu élevé pendant encore plusieurs années et ceci soutiendra la croissance économique.

La disponibilité du gaz à bas prix pourra aussi avoir un impact favorable sur d'autres pays lorsque ceux-ci décideront d'utiliser ces nouvelles techniques car des réserves de gaz immenses se situent un peu partout dans le monde.

Enfin la chute du prix du gaz a beaucoup d'autres impacts. Pour les québécois par exemple, il serait facile de démontrer que la

Revue des marchés

Deuxième trimestre 2013

valeur à long terme d'Hydro-Québec, le plus gros actif du gouvernement du Québec, a été coupée de moitié depuis quatre ans car l'hydro-électricité est beaucoup moins compétitive qu'avant.

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE

Les États-Unis ont provoqué la crise financière de 2007-08, ils ont été les premiers à en sortir et le pays demeure celui qui offre les meilleures perspectives pour les prochaines années.

Les consommateurs ont réduit leurs dettes, le prix des maisons et les mises en chantier remontent et, depuis trois ans, les entreprises engrangent d'énormes liquidités puisqu'elles profitent de marges bénéficiaires historiquement très élevées. L'indicateur à court terme le plus intéressant publié récemment est l'indice de confiance des consommateurs qui vient d'atteindre son niveau le plus élevé depuis 4 ans.

Mais l'aspect le plus impressionnant de la progression récente de l'économie américaine est qu'elle s'est faite malgré le frein que représente la chute spectaculaire du déficit budgétaire du gouvernement fédéral qui est passé de 10% du PIB à 4% récemment. Une baisse à 2% en 2015 est prévue sans augmentation d'impôts.

L'ÉCONOMIE CANADIENNE

La croissance économique canadienne et américaine ont été à peu près les mêmes depuis

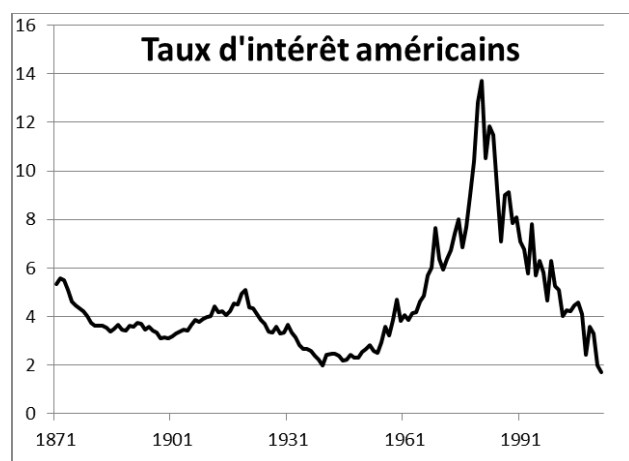
2010 mais les perspectives pour les deux prochaines années ne sont pas aussi bonnes pour le Canada.

Au Canada les consommateurs sont encore aux prises avec le niveau d'endettement le plus lourd de leur histoire. Le prix des maisons est l'un des plus élevés dans le monde par rapport au revenu selon le magazine « The Economist » et l'arrivée de nouveaux condominiums à Montréal Toronto et Vancouver prévus pour les prochains 12 mois donne l'impression d'une bulle spéculative. Pendant ce temps les bénéfices des entreprises sont plutôt bas surtout à cause du prix des matières premières et les exportations nettes n'augmentent pas même si notre principal partenaire commercial est en reprise. Dans ce contexte, il est probable que la Banque du Canada laissera glisser le dollar canadien.

TABLEAU DE BORD

30 juin 2013	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	-
Obligations sociétés	0
Obligations long terme, gouvernement	-
S&P/TSX 60	0
Small Cap	0
REITS	-
États-Unis	
Dollar américain vs euro	+
Obligations long terme, Trésor	-
S&P 500	+
Nasdaq	+
Europe	
Euro vs dollar américain	-
MSCI Europe	+
Asie	
Yen vs dollar américain	0
MSCI Japan Index	0
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	-

0 : neutre + : surpondéré - : sous-pondéré



Source : Robert J. Shiller, www.irrationalexuberance.com