

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Septembre 2013

Sommaire

- Les déséquilibres structurels liés à la crise financière sont graduellement corrigés. La nécessité de mesures budgétaires et monétaires extraordinaires s'estompe.
- Une accélération de l'activité économique dans la plupart des régions du monde est prévue pour 2014.
- Les défis à court-terme dans certains pays en développement et les risques liés à l'exigüité des marchés du pétrole ne devraient pas avoir une incidence majeure sur la croissance mondiale.
- Les rendements obligataires demeurent inférieurs aux niveaux conformes avec une économie en croissance. Les taux d'intérêt en sont aux premiers stades d'une normalisation à la hausse.
- La durée de nos portefeuilles obligataires demeure courte et nous sous-pondérons les obligations dans nos mandats équilibrés.
- Les cours boursiers seront davantage dictés par une évaluation des enjeux relatifs aux entreprises que par les risques macro-économiques. Dans ce contexte, le choix de titres et la discipline en matière de prix s'avèreront indispensables.
- Notre préférence pour les actions se maintient ; le rendement prévu pour cette catégorie d'actifs dépasse celui des obligations et des quasi-espèces.

Au cours des cinq dernières années, l'économie mondiale a surmonté l'une des récessions les plus longues et profondes depuis celle des années 1930. Des mesures budgétaires et monétaires d'exception ont été adoptées pour rééquilibrer l'activité économique et rétablir le bon fonctionnement des marchés du crédit. Les progrès réalisés depuis suggèrent que les déséquilibres ont maintenant été éliminés ou sont en voie de l'être.

La capitalisation du secteur financier mondial a été renforcée et, mises à part quelques exceptions en Europe, les banques sont à nouveau disposées à consentir du crédit. Le consommateur américain vit maintenant selon ses moyens et, à Washington, les efforts d'encadrement des déficits budgétaires ont bien progressé. Au Canada, le processus d'ajustement des dépenses des ménages est en cours et devrait se poursuivre, mais la stabilité des finances publiques assure à l'économie de solides assises. Les déficits considérables des comptes courants et budgétaires de plusieurs pays de l'Europe méridionale ont baissé. Ces progrès ont amélioré l'équilibre et la santé structurelle de l'économie mondiale. L'activité économique devrait s'accélérer en 2014 ; la croissance aux États-Unis pourrait même dépasser les attentes, bien que nos prévisions tiennent compte de la possibilité d'une certaine instabilité dans certaines économies en développement et sur les marchés du pétrole.

Tout au long de cette période turbulente, les problèmes macroéconomiques ont contribué à la forte volatilité des cours des actifs financiers, qui, à notre avis, n'ont pas reflété leur valeur fondamentale. À l'égard des obligations, nous avons souvent répété que les grandes banques centrales ne pourraient pas continuer à manipuler artificiellement les taux d'intérêt et que les cours des obligations à long terme étaient sérieusement surévalués. Ces derniers se rapprochent maintenant peu à peu de la normale étant donné que les taux des obligations d'État

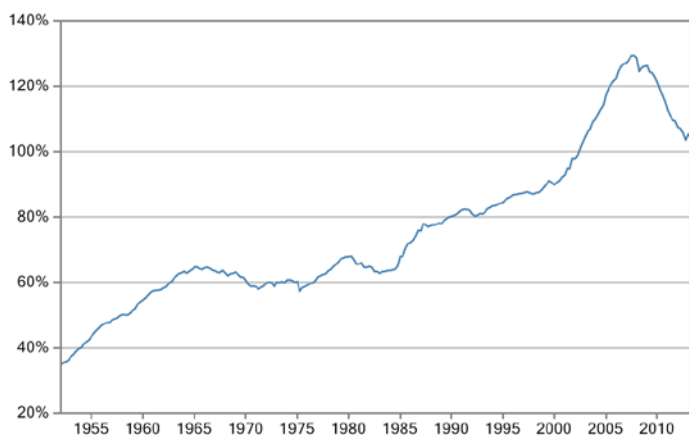
américaines et canadiennes d'échéance dix ans ont respectivement avancé de 65 p.b. et 75 p.b. depuis le début de l'année. Nous pensons en outre que ce processus de normalisation n'est pas terminé. Quant aux marchés boursiers mondiaux, ils ont beaucoup progressé depuis un an et les investisseurs attachent une importance renouvelée aux fondamentaux. Nous considérons que les actions sont solidement soutenues par le niveau attrayant des dividendes, que leurs cours sont raisonnables et qu'elles produiront à moyen terme des rendements supérieurs à ceux des quasi-espèces et des obligations.

États-Unis : la croissance est soutenue par le dynamisme du secteur privé

Les plus récentes statistiques américaines confirment notre prévision d'un ralentissement à la suite des compressions budgétaires de 2013. Par rapport à 2012, le PIB réel a progressé de 1,6 % au deuxième trimestre. Les dépenses publiques ont baissé de 1,5 % et la consommation n'a augmenté que de 3 % en termes nominaux en raison de l'impact des hausses d'impôts. La croissance repose sur trois piliers principaux : le logement, les investissements des entreprises et le commerce extérieur. L'expansion a atteint 20,2 % dans le logement, 3,5 % dans le segment de l'investissement non résidentiel, et le déficit des échanges avec l'étranger est passé de 558 milliards \$ à 506 milliards \$ au cours de la dernière année, soit une amélioration de 9,3 %.

Graphique 1

É.-U. - Dette des ménages en % du revenu disponible



Source: Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis

Les déséquilibres structurels qui ont causé la crise de 2008 s'estompent et cet ajustement soutiendra à moyen terme la croissance de l'économie américaine. L'endettement des ménages a progressivement baissé de 954 milliards \$, ou 6,9 %, tandis que le revenu disponible a augmenté de 1 225 milliards \$, ou 11 %. Le ratio d'endettement des ménages a donc pu fléchir de 125 % à 105 % (graphique 1). Parallèlement, le taux d'épargne est remonté à 4,6 % et les dépenses de consommation (y compris les investissements dans le logement) qui avaient plafonné à 102,9 % du revenu disponible au troisième trimestre de 2005, se situent maintenant à 96,1 %, nettement dans leur fourchette historique de 95 à 100 %. Les ménages pourront désormais envisager des augmentations de

dépenses du même ordre que la croissance du revenu disponible. Nous pensons donc que les dépenses des consommateurs soutiendront la croissance au cours des prochaines années.

Le profil financier des entreprises s'est aussi amélioré depuis cinq ans. Les bénéfices après impôts ont progressé de 8,9 % par an en moyenne et l'endettement (excluant le secteur financier) reste faible car les entreprises ont hésité à emprunter en dépit de la modicité des taux d'intérêt. L'accroissement des investissements en immobilisations demeure en-deçà de celui des bénéfices, mais nous prévoyons qu'ils s'accéléreront au fur et à mesure que les sociétés profiteront de la solidité de leur bilan pour saisir les occasions qu'entraînera l'accélération de l'économie. Ces facteurs devraient, en outre, favoriser une expansion du marché du travail. Dans le secteur privé, l'emploi a augmenté de 2,1 % depuis douze mois, créant 2,3 millions nouveaux emplois, et la rémunération horaire a progressé de 2,2 %. Cette conjoncture favorise globalement une forte hausse des masses salariales du secteur privé (+4,6 %) qui soutiendra l'amélioration des revenus des ménages.

Alors que le secteur privé est florissant, le secteur public subit les effets des coupures de dépenses imposées lors de l'impasse touchant les finances publiques à Washington. Les dépenses fédérales ont baissé de 3,2 %

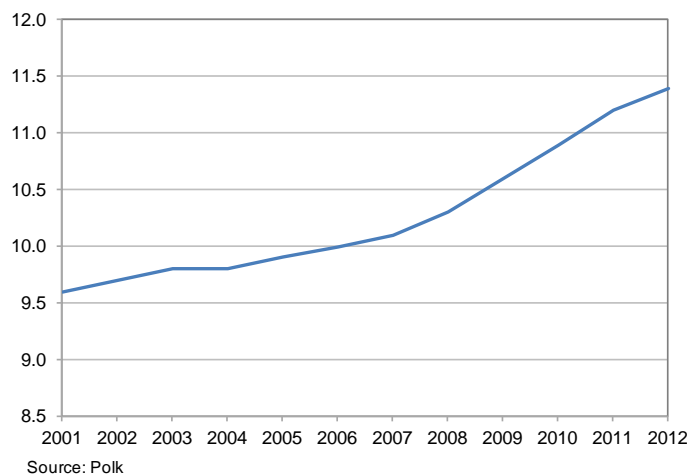
par rapport à l'année dernière. La hausse de l'impôt sur le revenu et celle des cotisations à la sécurité sociale ont sensiblement réduit le déséquilibre budgétaire. Combinées, les nouvelles rentrées de fonds et les compressions des dépenses ont abaissé de 519 milliards \$ le déficit fédéral par rapport à l'année dernière. Au deuxième trimestre, le déficit incluant les investissements se situe à 4,3 % du PIB, comparativement au sommet de 11 % atteint au deuxième trimestre de 2009, au creux de la récession. Le poids du secteur public sur la croissance devrait donc s'alléger en 2014 du fait de l'assouplissement des contraintes budgétaires.

Les incidences positives de ces importants ajustements structurels permettent de prévoir une croissance économique plus normale en 2014. Nous maintenons à 1,5 % notre prévision pour la croissance du PIB réel américain en 2013, et nous estimons qu'elle devrait atteindre de 2,5 % à 3,0 % en 2014.

L'économie américaine pourrait même dépasser nos attentes si les secteurs du logement, de l'énergie ou de l'automobile se redressent plus rapidement que prévu. Ce dernier, notamment, pourrait bénéficier d'un élan causé par une détente de la demande accumulée. Les ventes d'automobiles ont maintenant atteint 16,4 millions d'unités, soit la moyenne de 2000 à 2007, or l'âge moyen du parc automobile a beaucoup augmenté et se situe maintenant à 11,4 ans (graphique 2). Si cet âge moyen retombe à 10,8 ans, les ventes annuelles pourraient grimper de 18 à 22 millions d'unités par an au cours des trois ou quatre prochaines années.

Graphique 2

Âge moyen du parc automobile aux États-Unis en années



Canada : le rééquilibrage de l'économie implique une croissance inférieure à la tendance

L'économie canadienne a ralenti. Au deuxième trimestre, le PIB réel a augmenté de 1,4 %, comparativement à 2,6 % en 2012. Nous avons traité, dans nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* de juin, du rééquilibrage de l'économie au détriment des secteurs de la consommation et du logement, ainsi que des effets de la fermeté du dollar canadien sur le commerce extérieur et du ralentissement des investissements des entreprises. Ces facteurs continuent de freiner la croissance. Les dépenses de consommation ont légèrement augmenté – de 3,2 % en termes nominaux – en raison du dynamisme du marché de l'automobile, mais la croissance a été faible dans la plupart des autres secteurs.

La croissance dans le secteur des investissements résidentiels a été quasi nulle : 0,2 % comparativement à 11 % l'année dernière. Le commerce extérieur reste déficitaire ; les exportations de pétrole ne permettant pas de compenser pour les importations massives de biens de consommation. Les investissements des entreprises en outillage et matériels ont baissé de 1,1 % du fait d'un ralentissement de l'activité dans les secteurs pétrolier, gazier et manufacturier.

Contrairement aux États-Unis, où la stabilisation de l'économie crée les bases pour une amélioration de l'activité économique, au Canada, la période d'ajustement devrait se prolonger. La dette des ménages atteint 167,4 % du revenu disponible et les consommateurs continuent de vivre au-delà de leurs moyens : les dépenses totales (y compris pour le logement) demeurent élevées à 101,6 % du revenu disponible. Une diminution de la consommation des ménages est requise pour que ces deux ratios retombent à des niveaux

plus normaux ; d'ailleurs, les statistiques récentes indiquent que ce processus est amorcé. Alors que les salaires dans le secteur privé ont augmenté de 4,0 % au deuxième trimestre par rapport à l'année dernière, les ventes au détail n'ont progressé que de 2,7 % (1,2 % sans le secteur automobile).

Nous pensons que ces obstacles freineront la croissance au Canada à moyen terme et nous maintenons donc à 1,5 % notre prévision de base pour la croissance du PIB réel canadien en 2013 et 2014.

Europe : des signes de reprise

Pour la première fois depuis 2011, le PIB réel de la zone euro a augmenté par rapport au trimestre précédent – une hausse de 0,3 % – signe potentiel d'un revirement de la tendance économique des dernières années. Par rapport à l'année dernière, le PIB a diminué de 0,5 %, mais l'Allemagne et la France ont toutes deux retrouvé la croissance avec des PIB en hausse de 0,5 % et 0,3 % respectivement. Dans les autres principaux pays, la croissance économique demeure négative: Irlande -1,1 %, Espagne -1,6 %, Pays-Bas -2,0 % et Italie -2,1 %. Hors de la zone euro, l'économie a cru de 1,5 % en Grande Bretagne et de 2,1 % en Suisse.

Cette amélioration de la conjoncture se reflète dans les prévisions encourageantes des entreprises. Les indicateurs de confiance de la Commission européenne pour le secteur industriel révèlent tous une amélioration des carnets de commandes et des attentes de production. À 51,1 pour septembre, le PMI (Indice prévisionnel des directeurs d'achat) du secteur manufacturier annonce une accélération de l'activité. Le commerce extérieur a aussi contribué à cette amélioration puisque l'excédent commercial de la région a atteint 3,5 % du PIB, comparativement à 1,1 % en 2011.

Les perspectives s'améliorent au niveau des entreprises, mais le secteur de la consommation demeure morose. Le taux de chômage demeure élevé à 12,0 %, ce qui se répercute directement sur les possibilités d'achat de biens et de services des consommateurs, si bien que les volumes de ventes sont en baisse dans de nombreux secteurs. Celui de l'automobile en est un exemple : en août, les ventes de voitures ont baissé de 5,0 % par rapport à l'année dernière et leur niveau demeure nettement inférieur à la tendance. De 2000 à 2007, les ventes d'automobiles atteignaient en moyenne 11,5 millions d'unités par an tandis que, de janvier à août de 2013, elles n'ont pas dépassé un rythme annualisé de 8,6 millions d'unités.

La morosité des dépenses des consommateurs est également aggravée par le resserrement du crédit. Dans la zone euro, les prêts aux particuliers et aux sociétés non financières ont baissé en août de 2,8 % par rapport à l'année dernière. Selon la Deutsche Bank, bien que les banques européennes aient augmenté leur capital de 160 milliards € entre 2007 et 2012, elles devront encore mobiliser 45 milliards € pour se conformer aux tests de sensibilité au risque de la Banque centrale européenne (la BCE) en 2014, ainsi qu'aux normes réglementaires de Bâle 3. Le processus d'assainissement des bilans tire donc à sa fin, mais le crédit bancaire demeurera modeste et continuera à freiner l'économie. Selon Mario Draghi, le gouverneur de la BCE, cette situation est l'un des principaux obstacles à la croissance dans la zone euro et la BCE envisage l'adoption de diverses nouvelles mesures pour assouplir le crédit, notamment pour encourager les banques à prêter aux petites entreprises.

Le redressement des finances publiques se poursuit mais les pays de la zone euro ont convenu de donner aux membres plus de temps pour atteindre leurs objectifs de déficit. Comme les dépenses publiques représentent en moyenne 48 % du PIB de la zone, cet allègement de l'austérité favorisera une amélioration du contexte économique.

Au niveau des ajustements structurels, les réformes visant à libéraliser les marchés du travail et à accroître la productivité progressent. Les coûts unitaires de la main-d'œuvre s'améliorent, les disparités dans les échanges entre les pays membres se résorbent et l'excédent commercial de la zone augmente. Les déséquilibres des balances des paiements se sont fortement améliorés. Par exemple, le compte courant de

l'Espagne a enregistré au deuxième trimestre un excédent de 1,2 % du PIB, comparativement à un déficit de 10 % en 2007. Ces ajustements sont structurellement positifs, mais nous prévoyons que la croissance économique demeurera faible tant que les conditions du crédit ne se seront pas améliorées. L'augmentation du PIB réel devrait se situer entre 0 % et 1,0 % en 2014.

La croissance mondiale : accélération en 2014

La croissance économique demeure plus forte dans les pays émergents que sur les marchés développés. Le FMI prévoit pour ces derniers une croissance de 1,2 % en 2013 et de 2,0 % en 2014, contre 4,5 % et 5,1 % pour les marchés émergents. Au deuxième trimestre, le PIB réel a augmenté de 7,6 % en Chine, de 3,3 % au Brésil, de 2,4 % en Inde et de 1,2 % en Russie.

Par rapport à 2012, la croissance ralentit dans la plupart des pays en développement, Au deuxième trimestre, elle s'est chiffrée à 0,3 % au Mexique et à 4,1 % au Chili. En Asie, la Thaïlande a progressé de 2,8 %, la Malaisie de 4,3 % et la Corée du Sud de 2,3 %. En Europe de l'Est, la croissance demeure modérée : 4,0 % en Pologne et 4,4 % en Turquie.

Selon le FMI, le PIB réel mondial augmentera de 2,9 % en 2013 et de 3,6 % en 2014 avec l'appui de la reprise aux États-Unis et en Europe. Les risques potentiels pour la reprise mondiale incluent un ralentissement prononcé de certains marchés en développement importants, de même qu'un choc pétrolier lié à un accroissement des tensions géopolitiques et des sanctions internationales.

Facteur d'incertitude : risque de perturbations sur les marchés émergents

Les pays en développement requièrent généralement des apports de capitaux importants pour financer leurs investissements (dépenses en immobilisations) et l'accroissement de la consommation intérieure (importations). Étant donné que les ressources domestiques de capital sont généralement limitées et que les marchés financiers sont moins développés, ces pays ont souvent recours aux capitaux étrangers, ce qui entraîne le solde de leur compte courant en territoire négatif. Bien que ces flux puissent stimuler la croissance intérieure quand ils sont positifs, ils peuvent aussi déstabiliser l'économie s'ils s'inversent.

Tableau 1 – Compte courant* en % du PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brésil	0,1%	-1,7%	-1,5%	-2,2%	-2,1%	-2,3%
Inde	-0,7%	-2,4%	-2,1%	-3,2%	-3,4%	-5,1%
Indonésie	1,6%	0,1%	2,0%	0,7%	0,2%	-2,8%
Afrique du Sud	-7,0%	-7,2%	-4,0%	-2,8%	-3,4%	-6,3%
Turquie	1,8%	1,6%	1,3%	0,1%	-1,7%	-1,5%

Note: Flux nets des transactions courantes, incluant les biens, services et paiements d'intérêts entre les pays.

Source: IMF

À la suite de la crise financière, d'énormes liquidités ont été injectées dans le système financier par les banques centrales et une partie de ces liquidités s'est retrouvée investie dans les marchés émergents. En 2012, les comptes courants de plusieurs grands pays en développement ont été déficitaires (tableau 1) : -6,3 % du PIB pour l'Afrique du Sud, -5,1 % pour l'Inde, -2,8 % pour l'Indonésie, -2,3 % pour le Brésil et -1,5 % pour la Turquie. En 2013, la hausse des taux obligataires a encouragé le rapatriement de capitaux vers les marchés développés, ce qui a entraîné de douloureux ajustements dans plusieurs économies émergentes tout en freinant la croissance dans ces pays. La progression du PIB réel a baissé de 7,5 % en 2010 à 3,3 % au T2 de 2013 au Brésil, de 9,2 % à 4,4 % en Turquie, de 3,1 % à 1,8 % en Afrique du Sud, de 10,6 % à 2,4 % en Inde et de 6,2 % à 5,8 % en Indonésie. Comme l'inflation est forte dans plusieurs de ces pays, ceux-ci ne peuvent guère baisser leurs taux d'intérêt pour stimuler monétairement l'économie. En fait, les banques centrales de plusieurs d'entre eux ont, au contraire, haussé les taux courts pour freiner les risques d'inflation.

Le ralentissement de la croissance et l'exode des capitaux étrangers ont aussi eu des effets négatifs importants sur les taux de change. Parallèlement à la hausse des taux obligataires des pays développés, de la fin avril à la fin septembre, les taux de change en dollars US ont baissé de 15,6 % pour la roupie indonésienne, de 13,6 % pour la roupie indienne, de 12,0 % pour la lire turque, de 11,2 % pour le rand sud-africain et de 9,8 % pour le réal brésilien. Les cours boursiers ont également réagi (en dollars US) : -31,4 % en Indonésie ; -23,2 % en Turquie ; -15,0 % en Inde ; -12,8 % au Brésil ; et 0 % en Afrique du Sud.

Ce processus d'ajustement n'a pas lieu de surprendre : une croissance reposant sur un afflux de capitaux étrangers est rarement soutenable. Bien que l'assainissement des déséquilibres externes risque de causer un ralentissement cyclique dans ces pays, l'impact sur la croissance mondiale devrait être mineur. Selon nos calculs, l'apport de ces cinq pays à l'augmentation du PIB réel mondial en 2014 sera de 10 %. Si leur croissance ralentit encore de 2 %, la réduction de la croissance mondiale sera de l'ordre de 0,2 %. En outre, avec la reprise des marchés développés, l'accélération de la demande de biens stimulera leurs exportations et atténuera les effets de ces ajustements.

Dans nos efforts d'appréciation des perspectives à long terme de ces pays, nous constatons que les bases fondamentales de leur croissance demeurent inchangées. L'augmentation de la population, une réorientation progressive vers la consommation intérieure, les besoins d'infrastructures et autres immobilisations sont tous des facteurs structurels qui soutiendront la croissance à long terme de ces pays, de sorte que leur croissance devrait demeurer supérieure à celle des pays développés. Les besoins latents de ces marchés offrent d'énormes opportunités, et nous sommes convaincus qu'un portefeuille bien diversifié en termes de pays, d'industries et de compagnies permettra de produire d'excellents rendements à long terme.

Facteur d'incertitude : Risque de perturbations du marché du pétrole

Malgré les signes d'un assouplissement de l'attitude de l'Iran et le recul du risque d'une confrontation armée en Syrie, les tensions persistent au Moyen-Orient et la crainte d'interruptions dans les approvisionnements en énergie ont soutenu les prix du pétrole.

Bien que le marché mondial soit bien approvisionné, la capacité de production excédentaire est limitée. La demande mondiale de pétrole est de l'ordre de 91 millions de barils par jour (Mb/j) et l'excédent mondial de capacité est évalué à 2 à 4 Mb/j. Malgré les crises géopolitiques survenues depuis 2008, les membres de l'OPEP sont parvenus à maintenir à environ 37 % leur apport à la production mondiale de pétrole. La répartition de la production entre les 12 membres a toutefois changé : quatre d'entre eux produisent moins de pétrole qu'il y a cinq ans et cinq sont exposés à des perturbations civiles ou à des sanctions (tableau 2). La baisse de leur production, estimée à 1,9 à 2.4 Mb/j, a été compensée par des augmentations dans d'autres pays producteurs membres de l'OPEP, de même que dans d'autres pays non membres.

Tableau 2 – Membres de l'OPEP dont la production de pétrole a diminué ou qui pourraient être exposés à des perturbations

Membre de l'OPEP	Production en 2008 (Mb/j)	Production en 2013 (Mb/j)	Augm./dim.nette (Mb/j)	Motif
Iran	3,9	2,7	-1,2	Sanctions américaines
Libye	1,7	0,5-1,0	-0,7-1,2	Guerre civile
Algérie	1,4	1,1	-0,3	Troubles civils
Iraq	2,5	3,0	+0,5	Troubles civils
Nigéria	1,9	1,9	0	Troubles civils
Qatar	0,9	0,7	-0,2	Épuisement
Total	12,3	9,9-10,4	-1,9-2,4	

Sources: Petroleum Economist, OPEP, Agence internationale de l'énergie

Divers petits producteurs non membres de l'OPEP, notamment la Syrie, le Yémen et le Soudan, ont une production totalisant 0,8 Mb/j qui est également sujette à des fluctuations baissières. En outre, les perturbations civiles en Égypte pourraient entraver le transit de 2 Mb/j par le canal de Suez, et la Syrie est proche de Ceyhan, un important port de Turquie où 1,3 Mb/j sont chargés sur des navires pétroliers.

Ces risques sont toutefois atténués par le potentiel d'intervention de l'Arabie Saoudite, le principal producteur d'appoint, qui n'opère pas à pleine capacité. Ce pays affirme qu'il peut produire jusqu'à 12,5 Mb/j, ce qui ajouterait 2,5 Mb/j à la production actuelle. Enfin, la production de pétrole de schiste et celle provenant des sables bitumineux canadiens ajoutent 3 Mb/j à la production mondiale et demeurent en croissance, surtout dans les formations de schistes aux États-Unis, ce qui contribue à équilibrer le marché.

Les stocks de pétrole sont en majeure partie situés et surveillés dans des pays développés, et ils sont abondants, si bien que des perturbations dans le transport pourraient retarder l'arrivée du pétrole aux points de consommation mais ne l'interrompraient pas. L'Agence internationale de l'énergie estime que les stocks sont suffisants pour 58 jours, chiffre conforme aux moyennes historiques.

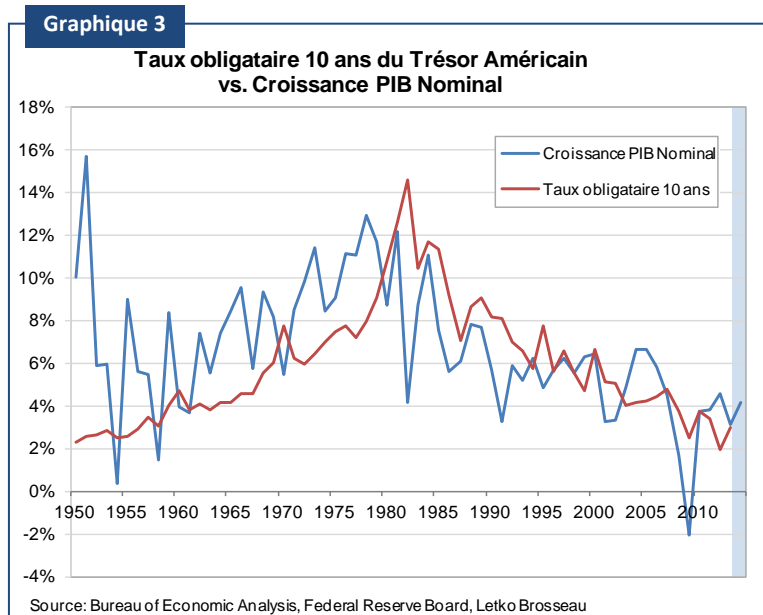
Tout en conservant un œil attentif sur l'évolution de la situation au Moyen-Orient, nous croyons qu'il serait prématuré de craindre une hausse imminente des prix du pétrole.

Pour les titres financiers, les données fondamentales reprennent la priorité

Après plusieurs années d'inquiétudes d'ordre macro-économique, l'attention se reporte progressivement sur les données fondamentales des entreprises. Les occasions de placement seront désormais déterminées surtout par les circonstances touchant directement les entreprises, plutôt que par des considérations d'ordre économique général. Nous retournons vers un environnement plus *normal* dans lequel une sélection de titres rigoureuse et une attention particulière au niveau des cours joueront un rôle déterminant.

Les cours des titres commencent à refléter ce retour à un monde plus normal. Les cotes boursières atteignent des multiples de bénéfices conformes aux moyennes à long terme et les taux obligataires commencent à remonter, échappant ainsi à des bas sans précédent.

Depuis le début de l'année, le rendement total du MSCI Monde atteint 21,3 %, tandis que le S&P 500 a avancé de 23,8 % et le S&P/TSX de 5,3 %. En Europe, le FTSE 100 est en hausse de 15,8 %, le DAX, de 19,8 % et le CAC-40, de 24,0 %. Ailleurs, le Nikkei a gagné 28,9 % tandis que l'indice MSCI Marchés émergents est en baisse de 0,9 % (tous les rendements en dollars canadiens).



Les deux déterminants fondamentaux des taux obligataires à moyen et long termes sont l'inflation anticipée et la croissance économique : sur de longues périodes, les taux des obligations d'échéance dix ans évoluent selon le rythme de croissance nominal de l'économie (graphique 3). L'année dernière, les taux obligataires se sont nettement éloignés du niveau implicite établi d'après cette méthode simplifiée de calcul de la juste valeur. Les obligations du Trésor d'échéance dix ans

produisaient 2,0 % alors que la croissance prévue pour l'économie américaine en 2013 était de 1,5 %. Si l'on ajoute 2,0 % pour l'inflation, le taux juste aurait dû être de l'ordre de 3,5 %.

Depuis le début du deuxième trimestre, les taux se rapprochent peu à peu de la normale ; le taux des obligations d'échéance dix ans a atteint 2,61 % à la fin de septembre. Toutefois, comme nous prévoyons une accélération à 2,5 % environ de la croissance aux États-Unis, leur juste valeur a grimpé à 4,5 % environ. Ainsi, d'après nos calculs, les taux sont encore inférieurs à ceux qu'implique leur juste valeur et devraient continuer à augmenter. Au Canada, malgré une inflation faible et des prévisions de croissance modérée, le taux des obligations fédérales canadiennes d'échéance dix ans, qui est présentement de 2,54 %, demeure inférieur au juste niveau de 3,2 % environ. Au fur et à mesure que les taux d'intérêt se rapprocheront du niveau correspondant aux fondamentaux, le cours des obligations devrait continuer à baisser.

Conséquemment, nous maintenons une durée très courte dans nos portefeuilles obligataires et nous sous-pondérons les obligations dans les mandats équilibrés. Nous continuons de croire qu'un portefeuille d'actions de haute qualité produira des rendements supérieurs aux quasi-espèces et aux obligations.

Dans ce texte, le « dollar » est le dollar US, sauf indication contraire.

*Vous pouvez consulter les éditions précédentes de nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers sur notre site Web au **www.lba.ca***

Les présents renseignements ont été obtenus de sources que nous croyons fiables mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et notre interprétation de ces renseignements. L'analyse de Letko, Brosseau et Associés Inc. comprend des prévisions explicites ou implicites qui pourraient ne pas se réaliser et même différer sensiblement de la réalité future. Il va de soi que, de par sa nature même, tout énoncé prévisionnel est incertain et comporte des risques inhérents.