

Stratégie des investisseurs

Aider les investisseurs à réaliser leurs objectifs de gestion de patrimoine à long terme

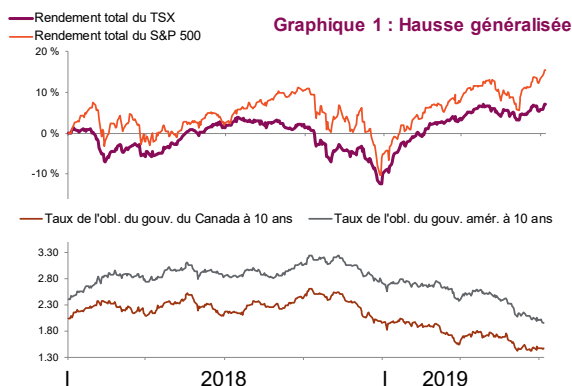


Une deuxième moitié plus compliquée

Craig Basinger, Chris Kerlow, Derek Benedet, Alexander Tjiang, Gerald Cheng

Résumé

- I. **Revue du marché – Une première moitié du tonnerre**
- II. **Cycle du marché**
 - a. Une période intéressante
 - b. Actions ou obligations – qui dit vrai?
 - c. Le point sur le cycle du marché
- III. **Les données fondamentales menacées**
- IV. **Emprunt des sociétés – Les comportements sont-ils en train de changer?**
- V. **Rachats – Un pilier qui s’effrite**
- VI. **Positionnement du portefeuille**



I. **Revue du marché – Une première moitié du tonnerre**

Malgré les perturbations géopolitiques constantes qui se répercutent sur les marchés, la première moitié de l'année a été exceptionnelle. Nous avons assisté à l'une des reprises les plus solides et les plus vastes en dix ans, qui a rallié l'ensemble des actifs. La conscience collective du marché a accepté sans sourciller le ralentissement de l'économie mondiale pour adopter une attitude optimiste du verre à moitié plein, ravivée par la rhétorique conciliante des banques centrales. Les marchés ont subi un léger repli en mai, avant que le S&P 500 n'enregistre son meilleur mois de juin depuis 1955 et atteigne des sommets encore inégalés.

Comme les obligations et les actions ont participé à la remontée, on ne pouvait rêver mieux, en particulier pour les investisseurs. Le S&P 500 a pris 18,5 % depuis le début de l'année, alors que l'indice composé S&P/TSX a avancé de 16,2 %. Les taux obligataires ont chuté précipitamment durant la première moitié

de l'année pour toucher des niveaux qui avaient été observés la dernière fois au lendemain de l'élection présidentielle de 2016 aux États-Unis. Alors que le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans tourne autour de 2 %, en Europe la limite inférieure de la fourchette a glissé en territoire négatif. Ce qui est stupéfiant, c'est que la valeur cumulée de la dette mondiale portant un taux négatif s'approche maintenant des 13 000 G\$ US (graphique 2).

La soif de rendement expose les investisseurs qui privilégient les titres à revenu fixe à une nouvelle menace. La triste vérité pour tous les investisseurs, c'est que les taux sont proches de creux records, que la durée a atteint de nouveaux sommets, que le niveau d'endettement des entreprises est élevé et que les déficits gouvernementaux sont importants. Tout cela a incité les investisseurs en quête de rendement à se tourner vers les marchés non traditionnels. Exploitant tantôt les primes d'illiquidité, tantôt les titres de créance non traditionnels, la composante à revenu fixe des portefeuilles n'offre plus la même protection qu'auparavant. Globalement, les obligations n'ont jamais été aussi vulnérables aux pertes, menacées notamment par une hausse des taux ou par un élargissement des écarts.

Certains actifs n'ont pas profité de la hausse, entre autres le groupe des produits de base, qui est celui qui a le plus souffert des inquiétudes à l'égard de la croissance mondiale, à commencer par le secteur de l'énergie. Malgré les baisses de production continues de l'OPEP et les sanctions contre le Venezuela et l'Iran du côté de l'offre, le pétrole est entré dans un marché baissier en raison des craintes de contraction de la demande après le sommet atteint à la fin du mois d'avril. Les mêmes craintes ont causé un repli des marchés des métaux, qui sont toujours pour la plupart en difficulté. Pendant ce temps, la chute des taux obligataires mondiaux et le fléchissement du dollar américain ont poussé l'or au-delà du seuil des 1 400 \$ l'once, son plus haut niveau depuis 2013.

Malgré tout, il demeure difficile de prévoir la trajectoire du marché en deuxième moitié d'année en raison de certaines questions assez vastes que nous examinons plus en détail dans ce rapport. Nous restons optimistes pour l'économie mondiale, même si nous craignons que le marché ait déjà escompté le meilleur scénario possible. L'un des risques, c'est que la détente monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed) soit beaucoup moins importante que ce qui est actuellement escompté par le marché. Ce qui est un peu particulier, c'est que ce risque pourrait se poser au moment où les statistiques économiques commencent à nous surprendre par leur vigueur. La deuxième moitié de l'année sera vraisemblablement moins favorable, malgré le penchant des banques centrales pour une politique conciliante. En conséquence, une approche plus défensive devrait continuer de bien servir les investisseurs si jamais la volatilité devait s'accroître.

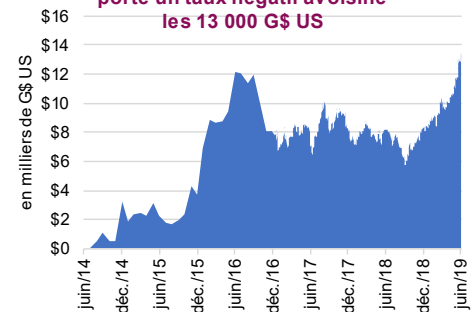
II. Cycle du marché

Une période intéressante

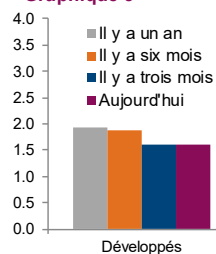
Supposons que vous ayez été enfermé dans la biosphère pendant un an, coupé du monde et de l'économie et des marchés financiers. À votre retour, vous apprenez que le taux de l'obligation du Trésor à 10 ans a chuté à 2,0 %, que la courbe des taux s'est inversée et qu'on s'attend à ce que la Fed commence à réduire les taux de manière drastique pour le reste de 2019. Cette information vous amènerait probablement à penser que nous sommes en récession, et non que la croissance devrait atteindre 2 % selon les prévisions consensuelles et que le taux de chômage est à des creux quasi records. Vous penseriez sans doute aussi que les marchés boursiers sont en chute libre, ou à tout le moins qu'ils ont baissé fortement. Au lieu de cela, le S&P 500 avoisine des sommets records. Avant que vous retourniez dans la biosphère pensant que le monde est devenu fou, permettez-nous de tenter une explication (*si c'est possible*).

Même si les marchés sont à des niveaux records, les choses ne vont pas si bien. L'activité économique a continué de décélérer cette année, le ralentissement au sein des marchés émergents s'étant propagé aux marchés développés. Même l'économie américaine, qui est moins sensible au commerce mondial, en ressent maintenant les effets. De plus, l'escalade des tensions commerciales crée une incertitude constante. Ce ne sont pas tant les tarifs douaniers qui sont dommageables, que l'incertitude qu'ils ont créée. Encore

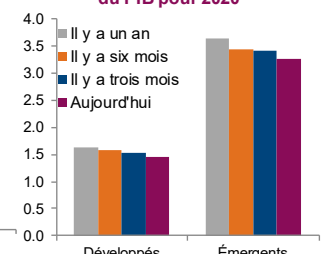
Graphique 2 : La dette mondiale qui porte un taux négatif avoisine les 13 000 G\$ US



Graphique 3 Prévisions consensuelles du PIB pour 2019



Prévisions consensuelles du PIB pour 2020



récemment, les progrès dans les pourparlers entre les États-Unis et la Chine ont été occultés par d'autres inquiétudes sur le commerce entre les États-Unis et l'Europe. De toute évidence, l'incertitude n'est pas une bonne chose pour la croissance mondiale ni pour le prix des actifs.

Comme les prévisions de croissance mondiale et d'inflation diminuent, d'autres banques centrales sont devenues plus conciliantes, et les États-Unis leur emboîtent le pas. Autrement, le dollar américain pourrait s'apprécier fortement, ce qui contribuerait à freiner encore plus la croissance mondiale. De plus, comme les prévisions inflationnistes sont très faibles, la Fed semble plus disposée à adopter un ton conciliant qu'à durcir le ton. Nous nous en réjouissons d'ailleurs, puisque cela aide à faire monter le prix des actifs. L'avenir nous dira peut-être qu'elle a eu tort, mais comme l'économie et les marchés sont très sensibles aux taux, il vaut mieux agir avec prudence.

Actions ou obligations – qui dit vrai?

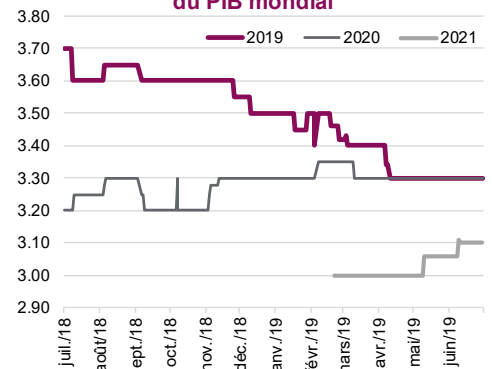
Durant la première moitié de 2019, les actions et les obligations se sont passablement appréciées. Il y a eu dans le passé des périodes où les deux ont évolué de concert; par contre, une divergence finit toujours par apparaître et à voir les niveaux actuels, on pense qu'on saura avant longtemps qui dit vrai. Les prix des obligations ont été soutenus par le ralentissement de la croissance économique, les faibles prévisions inflationnistes et l'attitude très conciliante des banques centrales. Quant aux cours boursiers, les niveaux survendus, le ralentissement progressif de l'économie mondiale et la contraction des taux obligataires ont contribué à leur remontée. Le problème maintenant, c'est que pour que les obligations se maintiennent aux niveaux actuels ou montent davantage, il faudrait que la décélération de la croissance économique se poursuive. Si cela devait se produire, les marchés boursiers réagiraient assez mal. À l'inverse, si l'activité économique s'améliore ou si les tensions commerciales s'apaisent, les prix des obligations chuteront, tandis que les cours des actions continueront de grimper.

Nous penchons pour la deuxième hypothèse. Même si la croissance économique a ralenti, le rythme du ralentissement semble diminuer. La prévision consensuelle pour le PIB mondial en 2019 et 2020 est stable depuis la fin du mois d'avril (graphique 4). Ce signe qui laisse croire que les choses se stabilisent devrait inciter les investisseurs à adopter à tout le moins une attitude modérément optimiste. De plus, les mesures de stimulation de la Chine commencent à donner des signes encourageants, qui pourraient prendre de l'ampleur dans les prochains mois (graphique 5). La croissance plus lente de l'économie chinoise avait été l'une des premières causes de ce ralentissement économique. Si la croissance reprend, cela pourrait avoir un effet d'entraînement sur l'économie mondiale, mais cette fois dans l'autre direction, c'est-à-dire vers le haut.

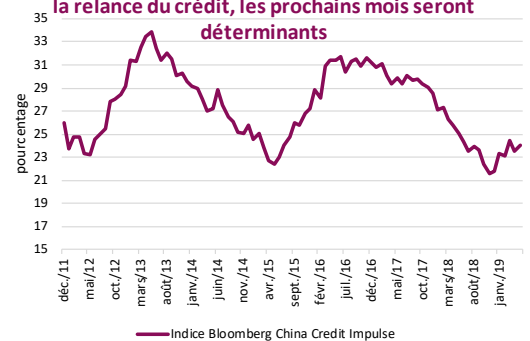
Il ne faut pas s'attendre pour autant à un retour au calme ou à la croissance prochainement. La fabrication mondiale est au plus bas selon les indices des directeurs d'achats (PMI) de presque toutes les grandes économies manufacturières. Cela reste un obstacle majeur, qui pourrait facilement avoir des répercussions sur d'autres secteurs de l'économie. Sur les 29 indices PMI suivis, il n'y en a aucun qui dépasse 52,5 et seulement 8 sont au-dessus de 50.

Par contre, le déclin récent des taux obligataires a donné un nouveau souffle aux indicateurs du marché résidentiel américain. Le marché du travail reste solide avec un faible taux de chômage et des salaires en hausse, et grâce aux faibles taux, les maisons sont devenues beaucoup plus abordables. De plus, le consommateur américain est en assez bonne situation financière. Après une période de morosité, on note enfin des signes d'amélioration pour le marché de l'habitation aux États-Unis. Il y a aussi les indicateurs avancés. En ce moment, 6 des 11 principaux indicateurs économiques avancés (G7 + BRIC) sont positifs sur la dernière période d'un mois ou de trois mois (graphique 6). Ce qui est intéressant – sans savoir si c'est bon ou mauvais – c'est que les économies émergentes comptent pour 4 de ces 6 indicateurs positifs. Selon la vision optimiste, la réaccélération de la

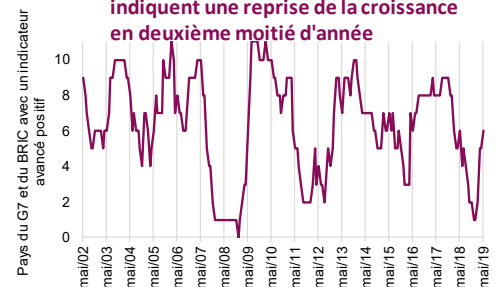
Graphique 4 : Prévisions médianes du PIB mondial



Graphique 5 : La Chine commence à accentuer la relance du crédit, les prochains mois seront déterminants

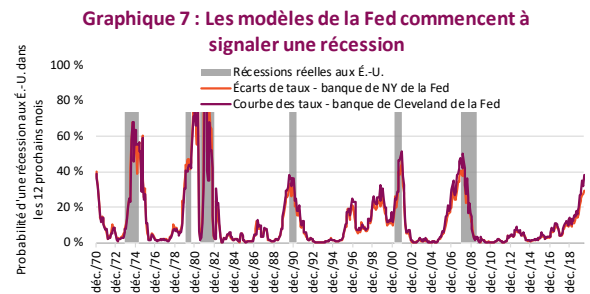


Graphique 6 : Les indicateurs avancés indiquent une reprise de la croissance en deuxième moitié d'année



croissance des marchés émergents est une bonne nouvelle pour l'économie mondiale, puisque c'est dans les marchés émergents que la croissance mondiale a commencé.

Globalement, nous sommes d'avis que même si cette période de faible croissance se poursuit, les taux obligataires plus bas, la politique conciliante des banques centrales, les mesures de stimulation de la Chine et le fait que presque toutes les économies sont toujours en expansion laissent présager de meilleures conditions économiques plus tard cette année. Ce serait bon pour les actions, mais moins bon pour les obligations. Nous reconnaissons cependant que si les données continuent de se détériorer, nous devons tous être prêts à changer d'avis. Keynes pourrait en être fier.



Le point sur le cycle du marché

Le taux de l'obligation à 10 ans est passé de 2,83 % à 2,0 % en un an, un signe clair que les porteurs d'obligations anticipent des conditions économiques beaucoup moins favorables pour la suite. Par ailleurs, à 2,20 %, les taux à court terme – pour les échéances de trois mois – ont provoqué une inversion de la courbe des taux, un autre présage de difficultés à venir. Ces conditions ont fait passer les indicateurs de récession des banques régionales de New York et de Cleveland de la Réserve fédérale américaine de 11 % et 16 % respectivement il y a un an, à des niveaux plus préoccupants de 30 % et 38 % aujourd'hui (graphique 7). Ce ne sont pas de bonnes nouvelles, mais rappelons que ces données concernent uniquement les taux des obligations du Trésor et rien d'autre.

Nous ne prétendons pas que notre modèle du cycle du marché est meilleur que celui de ces banques de la Fed, qui comptent d'ailleurs beaucoup plus de doctorants qu'il n'y en a chez nous.

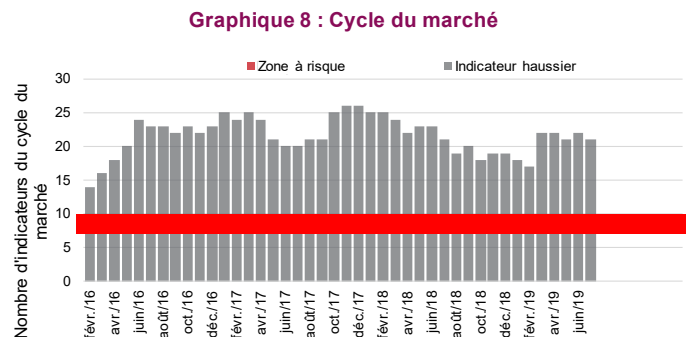
Tendance du marché	
Canada	✓
É.-U.	✓
Modèle de comportement des consommateurs	✓
Écarts de taux des obl. à rdt élevé	✓
Économie américaine	
Indicateur avancé (3m)	✓
Indicateur avancé (6m)	✓
Indice PMI	✓
Indice PMI des nouvelles commandes	✓
Confiance des consommateurs	✓
Automobiles	✓
Habitation	✓
Crédit	✓
Activité chimique	✓
Transport ferroviaire	✓
Demande d'énergie	✓
Transport par camion	✓
Indice Philii Coincident	✓
Taux de chômage aux É.-U.	✓
Taux	
Taux des fonds fédéraux	✓
Courbe des taux	✓
Variation de la courbe des taux	✓
Fondamentaux	
Valorisations au Canada	✓
Valorisations aux É.-U.	✓
Croissance des bénéfices	✓
Croissance du chiffre d'affaires	✓
Marges	✓
Économie mondiale	
Indice CRB	✓
Pétrole	✓
Cuivre	✓
Indice Baltic Freight	✓
Indice KOSPI	✓
Marchés émergents	✓
Indice PMI mondial	✓
Total	5 10 11 7

Par contre, nous préférons nous fier à un éventail plus large de données. Notre modèle du cycle du marché utilise

30 indicateurs qui

incluent, entre

autres, les taux et la courbe des taux, en plus d'indicateurs sur l'économie, les produits de base, les tendances et les données fondamentales. En ce moment, 21 des 30 indicateurs demeurent positifs, ce qui est bien au-dessus de la zone de risque de 10 indicateurs ou moins.



En y regardant de plus près, on constate que les indicateurs des tendances du marché et des données fondamentales sont haussiers, alors que les indicateurs des taux sont clairement baissiers. Quant aux données économiques, elles sont plus contrastées, l'économie américaine affichant des signaux plus positifs, alors que l'économie mondiale penche davantage vers une contraction.

Malgré le fléchissement des données, notre modèle du cycle du marché pointe toujours vers une poursuite du cycle haussier actuel. Une autre preuve que les obligations ont peut-être tort.

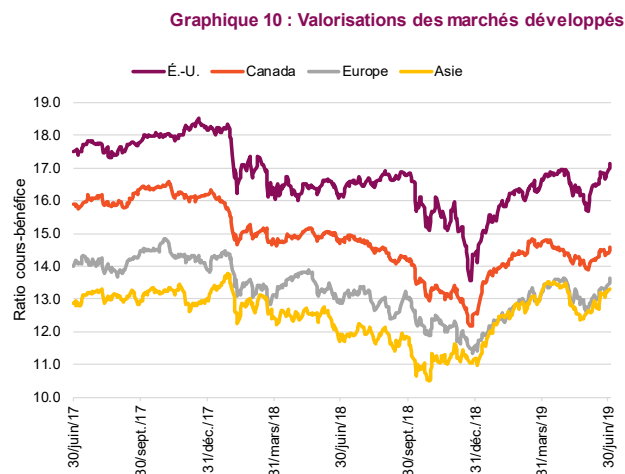
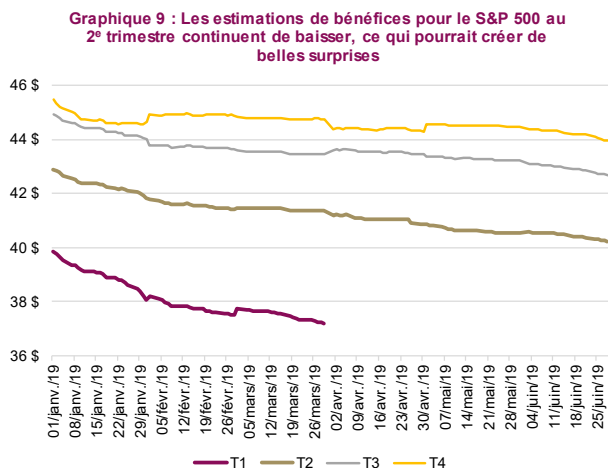
III. Les données fondamentales menacées

Le S&P 500 a connu une excellente séquence jusqu'ici en 2019, enregistrant des marques records et progressant de 18,5 % jusqu'à la fin juin. Ce gain est attribuable aux dividendes, à raison de 1,2 %, à la croissance (très faible) des bénéfices, à raison de 0,8 %, et à l'expansion des ratios, à raison de 16,5 %, les ratios C/B étant passés de 14,4 à 16,8. Il est possible que les ratios poursuivent leur progression en deuxième moitié d'année (mais ce ne sera pas facile). Quoi qu'il en soit, les valorisations se situent actuellement à leur niveau d'avant le début de la correction du quatrième trimestre. Tout au long de ce cycle, les ratios ont franchi à répétition des niveaux de 17 à 18 fois les bénéfices. C'est donc dire qu'il faudra compter sur les dividendes – qui peuvent sans doute ajouter encore des gains de 1,2 % – et sur la croissance des bénéfices pour nous mener vers des niveaux encore plus élevés. *C'est ici que les choses se compliquent.*

En ce moment, les estimations consensuelles de croissance des bénéfices du S&P 500 pour les deuxième et troisième trimestres sont de seulement 3,3 % et 2,6 %, respectivement, par rapport aux mêmes trimestres de l'année dernière. Même si les prévisions pour le quatrième trimestre sont robustes à 25 %, il ne faut pas s'emballer trop vite ni tenir cela pour acquis. Les estimations pour les prochains trimestres continuent d'être revues à la baisse, et les annonces préliminaires négatives semblent se multiplier. Cela pourrait avoir pour effet d'augmenter le nombre de belles surprises, par contre les révisions à la baisse de prévisions déjà plus prudentes ne sont guère encourageantes (graphique 9).

Les choses pourraient même devenir plus préoccupantes. Les marges des sociétés du S&P 500 sont restées relativement stables et proches des sommets cycliques. Par contre, celles des indices des sociétés à petite capitalisation ont diminué. Cela peut s'expliquer par le pouvoir de négociation limité des petites sociétés sur le plan des salaires, qui pourrait contribuer à réduire les marges. De plus, la croissance du chiffre d'affaires global ralentit. Or il est beaucoup plus facile de maintenir des marges élevées lorsque le chiffre d'affaires augmente rapidement, mais ça devient plus difficile lorsque les activités tournent au ralenti.

Du point de vue des fondamentaux, les perspectives ne semblent pas très favorables. Les pressions plus fortes sur les marges, le ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires, les annonces préliminaires plus négatives, les valorisations élevées (graphique 10) et les niveaux records des marchés créent une combinaison dangereuse.



IV. Emprunt des sociétés – Les comportements sont-ils en train de changer?

Comme au jeu de la Tour infernale (ou Jenga), au début il est plus facile de déplacer un bloc sans craindre que la tour ne s'effondre. Par la suite toutefois, chaque déplacement devient plus risqué et inquiétant et peut vous faire perdre la partie. Est-ce que c'est Jerome Powell et la Fed, le compte Twitter du président américain Donald Trump, ou encore une accumulation de petites décisions prises par les entreprises américaines au début de la partie qui provoqueront la fin de cette expansion économique? Difficile à dire. Ce que nous savons, par contre, c'est que ce marché haussier dure depuis plus de 10 ans, que la période de l'argent facile est terminée (d'accord, ça n'a peut-être pas été si facile) et que chaque jour qui passe nous rapproche de la fin inévitable du cycle.

Au cours des 10 dernières années, les entreprises partout dans le monde ont alourdi leur bilan d'une dette de 5 000 G\$ et annoncé en même temps des rachats d'actions de montants similaires; en 2019, les rachats annoncés totalisaient 1 100 G\$. L'approche libérale consistant à augmenter la dette au bilan des sociétés était une conséquence bien connue de la réduction des taux d'emprunt par les banques centrales pour stimuler la croissance. Les taux plus bas qui en ont résulté ont incité les entreprises à emprunter, investir et prendre de l'expansion, ce qui a créé des emplois et aidé à soutenir l'activité économique. Une augmentation de l'emprunt des consommateurs ou des entreprises contribue à stimuler l'économie. Les taux plus bas ont aussi poussé les investisseurs en quête de rendement à étendre leurs recherches et à se tourner vers les obligations de sociétés. Le comportement des entreprises, par contre, pourrait être en train de changer.

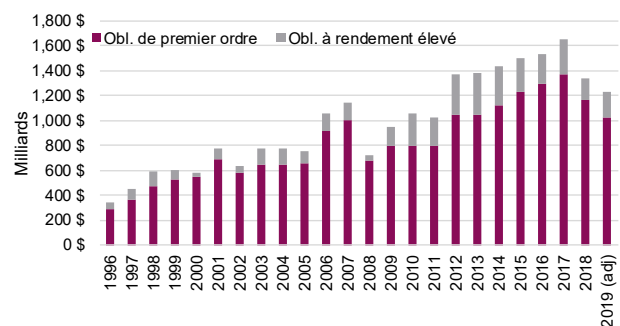
Comme à chaque expansion économique, les entreprises s'endettent inévitablement; nous avons cependant noté qu'au cours de ce cycle le rythme et l'ampleur de cet endettement ont été importants. La dette nette globale des sociétés qui composent le S&P 500 a augmenté assez rapidement depuis 2012, mais la tendance a ralenti au cours de la dernière année. On peut dire la même chose des émissions de titres de créance qui ont été très élevées pendant des années et qui ont aussi diminué au cours de la dernière année civile complète (graphique 11). Les entreprises américaines pourraient-elles être les premières à renverser la tendance et à amorcer un désendettement, ou à tout le moins à réduire leur endettement? Au sein du marché des titres de créance à rendement élevé, après la crise, un niveau record d'environ 80 % des émissions était associé à un refinancement et à un remboursement de dette, ce qui donne à penser que les *nouvelles émissions nettes* sont en déclin.

Par conséquent, même si les taux obligataires et les écarts de taux sont au plus bas, les entreprises ne semblent pas réagir en accumulant de la dette comme elles l'ont fait dans le passé. Pour une entreprise individuelle, ce serait la bonne chose à faire. L'assainissement du bilan et la stabilisation de la structure du capital lui procureront une plus grande souplesse financière par la suite. En conséquence, les sociétés surendettées pourraient être particulièrement vulnérables durant la prochaine récession, et les obligations de sociétés pourraient toucher le fond. Aussi, nous nous sommes intéressés davantage au passif du bilan, en incluant la notation de la dette et les probabilités de défaillance dans notre analyse fondamentale.

Devant le ralentissement de la croissance des bénéfices, la fin de cycle imminente, les inquiétudes sur le commerce et les nombreuses autres préoccupations, on pourrait difficilement blâmer une société de gérer son bilan d'une manière un peu plus prudente. De plus, le marché semble récompenser les efforts de désendettement. L'accumulation de dette pour procéder à des rachats d'actions n'a plus le même effet sur le cours des actions qu'auparavant (*voir la prochaine section*). Les conditions pour l'acquéreur semblent aussi changer. Pendant de nombreuses années, souvent le prix de l'action de la société acquéreuse augmentait après l'annonce de l'acquisition. Évidemment, l'action de la société visée par l'acquisition augmentait aussi, et souvent davantage. Cela a certainement incité beaucoup d'entreprises à s'endetter et à rechercher les occasions d'acquisition. Cette tendance semble toutefois avoir disparu depuis le début de 2018. L'action de la société ciblée monte toujours, par contre celle de la société acquéreuse se replie après l'annonce de l'offre d'achat. Il devient donc moins intéressant d'acheter un concurrent, comme en témoigne la baisse de 7 % des fusions et acquisitions jusqu'ici cette année.

La réduction de la dette par une société est souvent perçue comme une bonne chose, mais ce qui est bon dans un cas ne l'est pas dans un autre. Si un mouvement massif de désendettement et de ralentissement du crédit s'enclenche, cela entraînera une diminution de l'activité économique et une boucle de rétraction pas très favorable. Même si nous pensons toujours que le cycle est dans sa phase finale et que les marchés boursiers offrent encore un potentiel de gains, le marché des obligations de sociétés pourrait toucher le fond au moment où ce cycle prendra fin.

Graphique 11 : Les émissions de dette ont ralenti



V. Rachats – Un pilier qui s’effrite

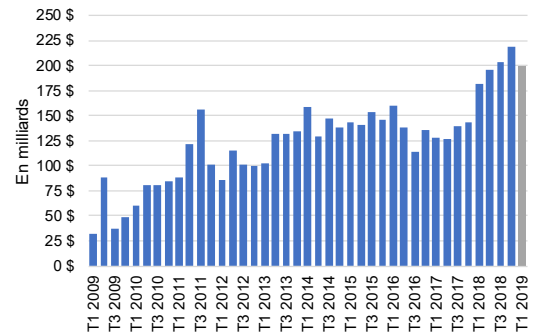
Difficile de nier que le cycle actuel a profité de l’accélération des rachats d’actions. L’année 2018 a été celle des rachats, les sociétés du S&P 500 ayant racheté pour environ 800 milliards \$ de leurs propres actions. Si cela vous semble beaucoup, vous n’avez pas tort. Pour mettre les choses en contexte, Morningstar a estimé à 207 milliards \$ les actifs qui ont convergé vers les FNB d’actions en 2018. On a noté une légère diminution de l’activité jusqu’ici en 2019, ce qui était prévisible puisque les résultats de l’année dernière ont été gonflés par les baisses d’impôt que les dirigeants ont transmis aux actionnaires. Il s’agit d’un premier déclin trimestriel des activités de rachat depuis les deux dernières années (graphique 12). Fait intéressant, Apple a compté à elle seule pour plus de 10 % du total, rachetant ses propres actions pour une valeur de 23,7 milliards \$. D’un point de vue sectoriel, les entreprises de technologie ont représenté un peu plus de 66 milliards \$ du total des rachats du trimestre.

Il semble également que le marché commence à récompenser moins généreusement les entreprises pour leurs activités de rachat. Le graphique 13 montre l’évolution du S&P 500 et de l’indice des rachats du S&P 500. L’indice des rachats mesure le rendement des 100 titres affichant les ratios de rachat les plus élevés. Ce qu’on remarque, c’est que même si 2018 a été l’année des rachats en termes de dollars, pour ce qui est du rendement, 2012 et 2013 ont été les meilleures années. Les investisseurs ne semblent plus récompenser aussi bien qu’avant les entreprises qui s’engagent dans des opérations de rachat.

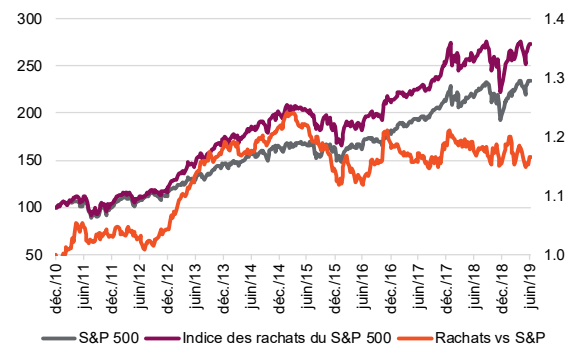
De plus, les rachats d’actions deviennent un enjeu politique, alors que certains candidats démocrates aux primaires présidentielles de 2020 projettent de restreindre les rachats d’actions. Les baisses d’impôt ont augmenté les bénéfices des sociétés, mais les entreprises ont utilisé une bonne partie de l’argent pour racheter leurs actions. Une aura d’opulence entoure souvent les détenteurs d’actions, de sorte que le geste est souvent interprété comme un cadeau aux riches, alors que les employés peinent à obtenir les avantages auxquels ils pourraient s’attendre. Pour obtenir le soutien des électeurs, les démocrates promettent d’exercer une certaine influence sur les entreprises, qui les forcera à consentir des avantages à leurs employés. Si les entreprises commencent à réduire leurs rachats, cela pourrait affaiblir un pilier important du marché. Même si ce pilier résiste encore, il semble commencer à s’effriter à la base.

Le ralentissement de la croissance des bénéfices, les avertissements de bénéfices décevants plus nombreux, les pressions qui s’exercent sur les marges et la disparition de l’élan donné par les baisses d’impôt pourraient faire diminuer l’activité de rachat au cours des prochains trimestres. Étant donné le volume considérable de rachats, tout changement pourrait facilement rendre les cours des actions plus volatils. De plus, le caractère saisonnier des rachats dicté par les périodes d’« interdiction » de la saison des bénéfices pourrait provoquer de la morosité sur le marché boursier pour les bonnes (ou les mauvaises) raisons (graphique 14).

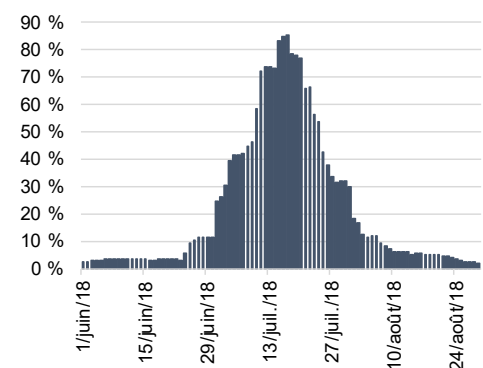
Graphique 12 : L’activité de rachat pour le S&P 500 reste très vigoureuse



Graphique 13 : Les rachats ne semblent plus être une source de rendement supérieur



Graphique 14 : Pourcentage de sociétés dont les rachats sont interdits



VI. Positionnement du portefeuille

Malgré notre ton nettement plus prudent par rapport aux derniers trimestres et même si nous pourrions expérimenter une autre correction ou un autre épisode de faiblesse boursière dans les prochains mois, nous ne pensons pas que le cycle actuel est sur le point de rendre son dernier souffle. Les données économiques ont été faibles, mais sans baisse abrupte; on commence même à voir des signes de stabilisation. Compte tenu des conditions de faibles taux et l'attitude conciliante des banques centrales, si les données s'améliorent, la deuxième moitié de l'année pourrait être beaucoup plus positive.

C'est pourquoi nous continuons de surpondérer légèrement les actions, principalement au Canada et aux États-Unis. Nous pensons en effet que les marchés boursiers américains vont continuer de dominer le présent cycle jusqu'à la fin. Pour ce qui est du Canada, notre position est un peu plus nuancée. Les valorisations sont attrayantes et notre économie a bien fait au premier semestre. Nos données ont été raisonnables par rapport aux prévisions. À long terme cependant, la dépendance à l'égard du marché de la construction et de l'habitation nous inquiète, ainsi que les problèmes qui perdurent, comme les contraintes entourant les pipelines.

Nous maintenons une pondération neutre dans les marchés développés internationaux et nous excluons les marchés émergents. Ceux-ci pourraient enregistrer une bonne performance si la Chine maintient ses mesures de stimulation et que sa croissance continue de s'améliorer, mais notre légère surpondération du marché canadien en profiterait également. Ce qui nous inquiète dans le cas des marchés émergents, c'est l'état d'avancement du cycle et le niveau d'endettement des sociétés. Soyez cependant assurés qu'à long terme, et après le prochain marché baissier, nous allons investir plus activement dans les marchés émergents et les marchés internationaux.

Du côté des obligations, nous restons prudents en raison des taux bas et des faibles écarts de taux des obligations de sociétés. Rien de très excitant, je vous l'accorde, mais nous continuons de privilégier les échéances courtes et une qualité supérieure. Malheureusement, cela ne crée pas beaucoup de rendement, mais encore une fois dans le contexte actuel, le rendement tend à venir davantage des actions que des obligations.

En résumé, nous pourrions connaître une correction ou une période de faiblesse durant l'été, suivie de marchés robustes à l'automne. Évidemment, si les données économiques continuent de faiblir, nous pourrions changer d'avis.

Répartition générale de l'actif - +				
Actions				
Titres à revenu fixe				
Liquidités				
Actions mondiales - +				
Canada				
É.-U.				
Zone euro				
Japon				
Marchés émergents				
Titres à revenu fixe - +				
Canada				
É.-U.				
Gouvernement				
Premier ordre				
Rendement élevé				
Dette des marchés émergents				
Actions privilégiées				
Duration				
Obligations de sociétés				

Les graphiques ont été fournis par Bloomberg L.P., à moins d'indication contraire.

Cette publication est fournie à titre d'information générale et ne constitue pas une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat de titres. Le rendement passé des titres ne garantit pas les résultats futurs. Malgré tous les efforts pour produire cette publication à partir d'information obtenue auprès de sources jugées dignes de foi, nous ne faisons aucune déclaration ni ne fournissons aucune garantie, explicite ou implicite, quant à son exactitude ou à son intégralité. Les opinions, estimations et projections contenues dans cette publication peuvent changer en tout temps en fonction du marché et d'autres conditions, et elles sont fournies de bonne foi, mais sans aucun engagement juridique. Cette publication ne tient pas compte des circonstances ou des besoins de ceux qui pourraient la lire et elle ne saurait tenir lieu de conseils financiers ou fiscaux. Avant de prendre une décision sur la base de l'information contenue dans cette publication, nous vous invitons à consulter votre conseiller financier. Richardson GMP Limitée n'assume aucune responsabilité pour les erreurs ou les omissions que pourrait contenir cette publication ou pour toute perte ou tout dommage que son utilisation ou la confiance qui lui est accordée pourrait entraîner. En qualité de mandataire, Richardson GMP Limitée peut acheter et vendre les titres mentionnés dans cette publication, incluant des options, des contrats à terme ou d'autres produits dérivés.

Richardson GMP Limitée est membre du Fonds canadien de protection des épargnants. Richardson est une marque de commerce de James Richardson & Fils, Limitée. GMP est une marque de commerce déposée de GMP Valeurs Mobilières S.E.C. Les deux marques sont utilisées sous licence par Richardson GMP Limitée.