

CONNAISSANCES MONDIALES

Perspectives économiques mondiales Bill Cheney	Page 1
Perspectives tactiques mondiales Don Rich	Page 4
Perspectives des actions mondiales Christopher Conkey.	Page 7
Perspectives des actions américaines Roger Hamilton	Page 9
Perspectives des actions canadiennes Pat McHugh	Page 12
Perspectives des actions européennes David Hussey	Page 15
Perspectives des actions des marchés émergents Peter Mennie	Page 17
Perspectives des actions asiatiques Linda Csellak	Page 19
Perspectives des actions de la Chine élargie Matthew Lee	Page 21
Perspectives du marché japonais Kaoru Kurata and Keisuke Tsumoto	Page 23
Perspectives des titres à revenu fixe mondiaux Barry Evans.	Page 25
Perspectives des titres à revenu fixe nord-américains Terry Carr	Page 28
Perspectives des titres à revenu fixe asiatiques Endre Pedersen	Page 30

Perspectives économiques mondiales



Bill Cheney

Nous considérons que la faiblesse actuelle des économies développées n'est qu'un ralentissement temporaire et estimons qu'il est encore probable que la croissance mondiale accélère à l'approche de 2011.

Après s'être contractée en 2009, l'économie mondiale est remontée vers la croissance de façon décisive en 2010, croissance dont le taux prévu est maintenant d'environ 4 %. Bien qu'il y ait lieu de s'attendre à un léger ralentissement au second semestre de cette année, la part toujours grandissante des économies émergentes en plein essor semble assurer que la croissance mondiale demeurera robuste.

Nous considérons la faiblesse actuelle des économies développées comme un passage à vide plutôt que comme un signe de l'imminence d'une récession par à-coups. En dépit de la lenteur des dépenses de consommation aux États-Unis et de l'austérité budgétaire en Europe et au Japon, nous estimons qu'il est encore possible que la croissance mondiale accélère à l'approche de 2011.

Perspectives économiques mondiales (suite)

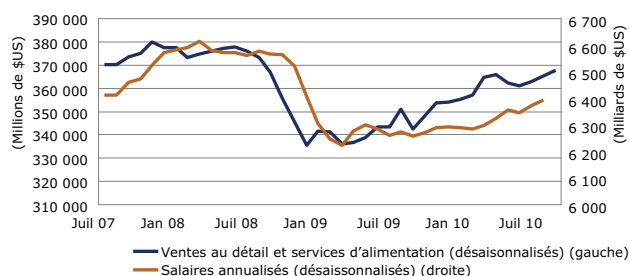
Les risques demeurent redoutables. Le cycle des stocks a en grande partie terminé son cours, et les pressions s'accumulent sur les gouvernements pour qu'ils réduisent leurs dépenses dans un contexte où les problèmes de dette souveraine sont menaçants. Le risque d'un ralentissement ou même d'une autre récession est réel, alors que les consommateurs et les entreprises font exceptionnellement attention à leurs dépenses. Les préoccupations liées à la déflation s'aggravent, étant donné les risques de baisse observés dans toutes les grandes économies.

La Chine pourrait bien exporter un peu d'inflation à ses partenaires commerciaux mais, compte tenu de l'énorme surcapacité économique des économies développées et d'un taux d'inflation déjà proche de zéro, la possibilité d'entrer dans une longue période de déflation est réelle.

Aux États-Unis, la consommation est fondamentale

Les entreprises américaines continuent de générer des bénéfices robustes, mais elles créent peu d'emplois. Les consommateurs épargnent davantage, ce qui peut dénoter un moins grand besoin d'accroître l'épargne à l'avenir et indique que la croissance de la consommation est plus susceptible de suivre la croissance des revenus. Les revenus disponibles des consommateurs augmentent et, par conséquent, les dépenses pourraient accélérer et entraîner une croissance de l'emploi importante – enfin. Dans l'intervalle, les investissements en capital des entreprises augmentent rapidement.

La remontée des revenus aux États-Unis soutiendrait la consommation



Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Bureau de recensement des États-Unis

Les politiques publiques sont un élément très imprévisible. La réforme des soins de santé, la réglementation financière et la politique budgétaire engendrent toutes de l'incertitude pour les entreprises. De manière plus tangible, la crainte des déficits budgétaires crée de la pression sur les gouvernements pour qu'ils réduisent leurs dépenses. Bien que nous doutions que les dépenses diminuent suffisamment pour faire dérailler la reprise économique, les considérations politiques liées à la dette sont un obstacle à toute mesure supplémentaire de relance budgétaire.

La reprise du Canada, qui semblait très vigoureuse au départ, a perdu de son élan en 2010. Toutefois, forte d'une situation financière, d'une balance commerciale et d'un système bancaire plus solides que dans la plupart des autres pays développés, la reprise du Canada semble relativement sûre, malgré qu'elle soit étroitement liée au cycle économique des États-Unis.

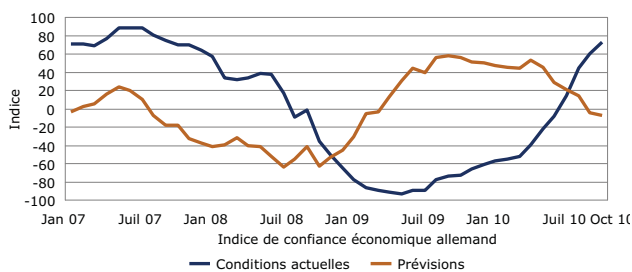
Reprise à deux vitesses en Europe

De manière générale, l'Europe septentrionale est généralement bien positionnée pour la croissance, soumise à une reprise graduelle de la demande intérieure. Le Portugal, l'Irlande, l'Italie, la Grèce et l'Espagne tentent désespérément de se sortir du fardeau de la dette et de coûts de main-d'œuvre

excessifs. La Grèce semble encore avoir peu de chances de pouvoir servir sa dette sans allègement, mais le reste de la zone euro est probablement tout juste capable de survivre sans avoir à défaillir sur ses paiements. À ce stade, la principale incertitude est d'ordre politique, les gouvernements démocratiques étant aux prises avec l'impopularité de l'austérité budgétaire.

L'industrie allemande demeure le principal moteur de la croissance, gagnant et perdant lorsque l'euro se déprécie ou se raffermi. Compte tenu du retour de l'inquiétude à l'égard des dettes souveraines européennes, on s'attend maintenant à ce que l'euro faiblisse, ce qui devrait donner un nouvel élan aux exportateurs de la région. À plus long terme, cependant, nous sommes toujours d'avis qu'un dollar américain en baisse entraînera une montée de l'euro. La politique de la Banque centrale européenne demeure expansionniste et elle le restera probablement pour l'année à venir.

L'industrie allemande – et la confiance en Allemagne – sont fondamentales



Source : Centre européen de recherche économique (ZEW)

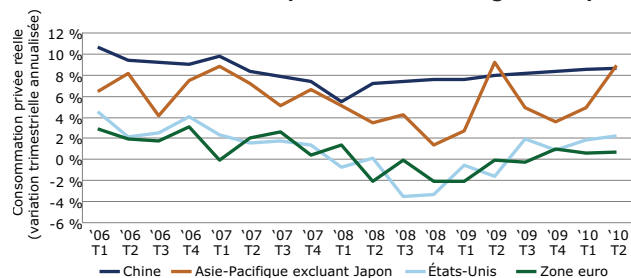
À court terme, la croissance au Royaume-Uni pourrait être limitée par les compressions budgétaires considérables imposées par le nouveau gouvernement, mais la monnaie distincte permet une politique monétaire indépendante pouvant compenser au moyen d'assouplissements supplémentaires.

L'Asie est le moteur de la croissance mondiale

C'est l'Asie tout entière qui récolte les fruits des mesures de relance et de la croissance de la Chine. En 2009, la Chine, l'Indonésie, le Vietnam et la Corée du Sud ont été parmi ceux qui ont le plus contribué à la croissance du PIB mondial, et le scénario se répétera en 2010. À plus long terme, l'expansion de l'Asie se poursuivra, mais pourrait ralentir.

Les consommateurs asiatiques sont en voie de devenir le moteur de la croissance de l'économie mondiale. Compte tenu de la hausse rapide de leurs revenus, leurs dépenses ont remonté plutôt rapidement. L'effet stimulant de la consommation en Asie sur la croissance mondiale ne fera que s'accroître au fil du temps.

La consommation asiatique a atténué « le grand repli »



Source : HIS

L'inflation augmente, mais elle devrait rester assez bien maîtrisée pendant un an ou deux en raison de la capacité manufacturière excédentaire et de la diminution de la demande refoulée. Néanmoins, la prudence exige une tendance au resserrement de la politique monétaire, puisque certains pays (la Chine et Taïwan) semblent avoir produit des déséquilibres dans leurs marchés de l'habitation en expansion.

L'économie chinoise ralentit déjà dans la foulée des mesures de resserrement du crédit, mais il semble que les inquiétudes à propos d'un « atterrissage brutal » soient exagérées. Nous prévoyons un taux de croissance du PIB de 9 % en 2011, accompagné

Perspectives économiques mondiales (suite)

d'une tendance à long terme de baisse de la croissance accompagnant l'accroissement de la taille de l'économie. La croissance rapide de la demande accélère la hausse des salaires, mais la mise en œuvre de politiques contracycliques devrait permettre de contenir l'inflation.

Une crise provoquée par le secteur de l'habitation comme aux États-Unis est peu probable. L'interdépendance entre les dépenses des ménages, le marché de l'habitation et les marchés financiers est plus faible en Chine, et l'éclatement de la bulle immobilière dans ce pays serait beaucoup plus court et moins destructeur.

La monnaie s'est à peine appréciée depuis l'annonce des nouvelles mesures d'assouplissement des changes en juin. Compte tenu de la pression croissante du Fonds monétaire international, de l'Europe et des États-Unis, et aussi pour ralentir l'inflation intérieure, on s'attend à ce que Pékin permette à sa monnaie de s'apprécier par rapport au dollar américain à un rythme annuel de 5 % à 8 %.

Après la pire contraction qu'aient connue les économies du Groupe des sept¹, le Japon a fait un retour spectaculaire en raison d'une reprise rapide des exportations. Il semble qu'en 2011 la croissance sera beaucoup plus faible car les mesures d'intervention budgétaire expireront et le cycle mondial des stocks s'estompera. Les récentes mesures monétaires visant à empêcher la valeur de la devise de monter et à lancer une nouvelle phase d'assouplissement quantitatif devraient aider, mais il semble qu'une impasse politique réduira probablement le rôle actif du gouvernement dans la reprise de la demande intérieure. Le taux de chômage a atteint 5,3 % en juin et ne montre aucun signe de diminution imminente. La demande des consommateurs restera probablement faible, et la Banque du Japon devra garder une politique monétaire aussi expansionniste que possible.

Bill Cheney est économiste en chef de Gestion des placements mondiaux MFC. L'économiste Oscar Gonzalez a également contribué à la rédaction de ce rapport. Ils sont tous deux basés à Boston.

Perspectives tactiques mondiales



Don Rich

Dans le présent numéro de **Connaissances mondiales**, nous présentons Don Rich, responsable du

Comité de répartition tactique d'actifs de Gestion des placements mondiaux MFC. M. Rich donnera un aperçu des occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de répartition d'actifs pour les horizons de placement de six mois ou moins.

Au début du millénaire, on vantait la mondialisation comme représentant le mécanisme qui allait permettre d'intégrer les économies, les sociétés et les cultures des

régions par le truchement d'un réseau de communication, de commerce et de transport. En conséquence, les cycles économiques du monde entier sont devenus de plus en plus synchronisés, aboutissant à des corrélations élevées entre les marchés financiers (les coefficients de corrélation ont augmenté de 70 % pendant la dernière décennie). Cette situation a créé un contexte à court terme « risque/non-risque » qui a des conséquences sérieuses sur la gestion des risques des portefeuilles.

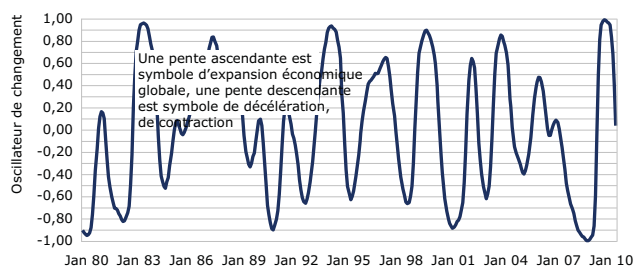
Le facteur de risque macroéconomique mondial lié à la production mondiale est le plus important de ces facteurs de risque à court terme. Il permet d'évaluer si l'économie mondiale est en expansion ou en contraction.

Pourquoi le facteur de risque macroéconomique mondial est-il important pour les marchés financiers ? Les sociétés dégagent leurs bénéfices de la vente de produits, produits qui doivent être fabriqués avant d'être vendus. En conséquence, c'est l'évolution de l'activité macroéconomique fondamentale qui dicte les bénéfices des sociétés.

Risques accrus jusqu'en février

Le graphique ci-dessous représente l'approximation composite du facteur de risque macroéconomique de GPM MFC. Il s'agit d'une mesure mensuelle unique de la variation de la production mondiale calculée à partir de 28 pays. À l'heure actuelle, le graphique nous indique que, à l'intérieur du cycle économique mondial en cours, nous nous situons dans la phase baissière qui, à notre avis, a débuté en novembre 2009. Toutes les phases baissières sont uniques, mais elles tendent à durer de 12 à 16 mois. Vu la durée moyenne des phases baissières précédentes, nous prévoyons que la perturbation des marchés culminera entre novembre 2010 et février 2011. Cependant, il importe de noter que nous ne nous attendons pas à une répétition des événements de 2008.

L'économie mondiale continue de décélérer



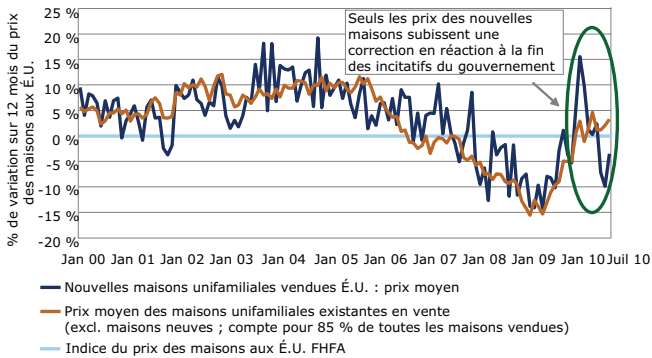
Source : Bloomberg, GPM MFC

Alors que nous atteignons le creux de la phase baissière actuelle, il faut répondre à deux questions : de quels secteurs les maux économiques viendront-ils et quelles classes d'actifs seront vraisemblablement victimes de la prochaine perturbation ?

Premièrement, nous nous attendons à ce que les maux proviennent des marchés américains de l'habitation et de l'industrie manufacturière, qui devraient tous deux se contracter de nouveau ces prochains mois. Le déséquilibre entre l'offre et la demande de logements disponibles aux États-Unis se situe à un niveau record – autrement dit, il est plus important qu'au sommet de la crise de 2007-2008 ! Ce déséquilibre n'a pas fait l'objet d'une large couverture médiatique car les prix sont stables. Cependant, le graphique ci-dessous illustre la récente diminution rapide de la croissance des prix des logements aux États-Unis, et nous prévoyons un rajustement comparable des prix des maisons existantes.

Perspectives tactiques mondiales (suite)

Les prix des maisons existantes nécessitent encore une correction



Source : Bloomberg, GPM MFC

En plus de l'habitation, nous nous attendons à pouvoir observer une contraction du secteur manufacturier américain en réaction au ralentissement de la croissance mondiale. Certains des chiffres régionaux sur l'industrie manufacturière, tels que l'indice manufacturier Philadelphia Fed, sont déjà entrés dans une phase de contraction. Nous prévoyons que l'indice manufacturier national, l'ISM, reculera ces deux ou trois prochains mois.

En conséquence, nous nous attendons à ce que la consommation américaine se ramollisse en raison de la dégradation des bilans personnels, ce qui mènera à une croissance mondiale plus faible. Bien que nous ne prévoyions pas que les doubles creux des secteurs de l'habitation et de l'industrie manufacturière conduiront à un double creux de la croissance globale, nous nous attendons à ce que le PIB stagne, avoisinant 1 % aux États-Unis.

Une croissance lente, cependant, est dangereuse, car elle peut facilement se transformer en croissance négative. Cette transition dépend ultimement de la réaction des consommateurs à la lenteur de la croissance, ce que l'on appelle « l'effet de second tour ». Si les consommateurs sont préoccupés par la sécurité d'emploi dans un tel contexte, ils

pourraient faire baisser la demande globale et faire basculer la situation de croissance lente vers une croissance négative.

Les produits de base et les titres de créances sont les plus vulnérables

Deuxièmement, quelles classes d'actifs sont les plus vulnérables aux changements prévus dans le paysage économique ? Nous pensons que les produits de base, le pétrole en particulier, sont vulnérables à un ralentissement mondial. La décélération ou la contraction de la production mondiale entraîne une diminution de la demande de produits de base et une baisse de leurs prix. En plus des produits de base, les titres de créances figurent parmi nos plus grandes sources de préoccupations. Récemment, les titres de créances ont profité de la plus grande période de surperformance relative aux actions de l'histoire. L'histoire indique que les actions devraient commencer à surclasser les titres de créances et que cette surperformance devrait durer plusieurs périodes. Il y a également d'autres raisons de s'inquiéter des titres de créances. Nous croyons que la sécurité fondée sur la performance enregistrée pendant les perturbations de mai est illusoire. Le marché est extrêmement encombré d'investisseurs à la recherche de rendements et, vu le manque relatif de liquidité dans la classe d'actifs, les prix pourraient faire l'objet d'une chute abrupte en cas de correction, les investisseurs se précipitant vers la sortie. Puisque les titres de créances ont profité de la période de surperformance relative la plus importante et la plus longue, nous prévoyons une période de retour vers la moyenne pendant laquelle le rendement des titres de créances sera plus faible.

Des corrélations plus élevées et des rendements du capital en dents de scie sont la conséquence attendue des vents de face qui s'annoncent, dont :

- la faiblesse de l'expansion mondiale consécutive au démantèlement de l'expansion sans précédent des politiques budgétaires et monétaires ;
- l'alourdissement de la réglementation et l'intensification des interventions gouvernementales ;
- l'accroissement de l'impôt des riches (y compris, aux États-Unis, l'expiration des crédits d'impôt de l'ère Bush)
- la diminution de la consommation des particuliers, notamment aux États-Unis ;
- le vieillissement des populations ;
- l'augmentation des déficits budgétaires partout dans le monde ;
- des niveaux soutenus de chômage supérieur à la moyenne ;
- la diminution de la recirculation des comptes courants.

Nous prévoyons un hiver caractérisé par la mauvaise performance des marchés financiers alors que nous

atteindrons le creux de la phase baissière actuelle. La préservation du capital fait partie intégrante du scénario des prochains mois. Il se peut que d'importants rendements négatifs surviennent pendant les ralentissements de la phase baissière, ce qui pourrait causer une escalade vers un « événement queue » (les événements queue sont des événements rares dont l'impact est élevé, comme la crise du marché américain de l'habitation en 2007-2008 ou la crise du financement de banques européennes en mai 2010).

À plus long terme, nous prévoyons des rendements du capital faisant montre d'agitation à mesure que les déséquilibres mondiaux se corrigeront, accompagnés de valeur ajoutée par la gestion active des risques pour parer aux tournants du cycle.

Don Rich, Ph.D., est responsable du Comité de répartition tactique d'actifs de Gestion des placements mondiaux MFC. Il est basé à Toronto.

Perspectives des actions mondiales



Christopher Conkey

Il semble que les actions mondiales tiennent bien compte du risque de ralentissement et de diminution des bénéfices. Les sociétés de qualité aux valorisations raisonnables dont

l'avantage concurrentiel peut être soutenu commencent à présenter de bonnes occasions.

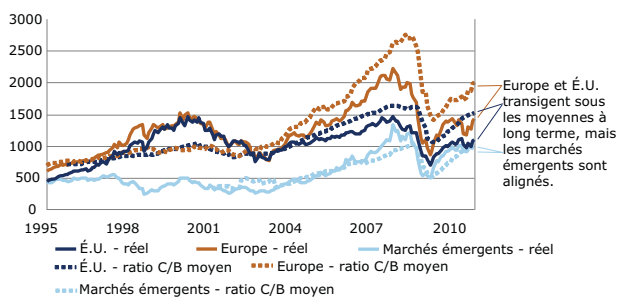
Au début du quatrième trimestre de ce qui est une année volatile pour les actions mondiales, les grands titres continuent de dépendre un mur de crainte décourageant. Manifestement, les leviers du démarrage de la reprise économique – les mesures de relance budgétaire et monétaire et le réapprovisionnement des stocks – tirent à leur fin. Les moteurs de croissance durables – les investissements des entreprises et la création d'emplois – demeurent faibles. L'activité moribonde

Perspectives des actions mondiales (suite)

des consommateurs aux États-Unis, le moteur traditionnel de la croissance mondiale, a servi de plancher à la demande mondiale. Entre-temps, la voie future du marché américain de l'habitation n'est pas encore tracée, et un virage défavorable pourrait facilement retarder la reprise. Les problèmes d'endettement perdurent au Royaume-Uni et partout en Europe, tandis que le gouvernement chinois a récemment freiné les mesures de relance en réaction à la flambée des marchés immobiliers.

En outre, il semble que les grandes économies industrialisées aient entrepris des dévaluations compétitives de leurs devises, supposant qu'elles pourront ainsi dévaluer leurs déficits budgétaires importants et grandissants. Aux États-Unis, le risque politique prédomine, compte tenu de l'incertitude relative aux élections de mi-mandat de novembre et des changements éventuels que le résultat pourrait apporter sur les fronts réglementaire et fiscal.

Les titres américains et européens sont sous-évalués comparativement à leurs moyennes à long terme



Source : MSCI Barra, Factset, GPM MFC

Alignement de facteurs favorisant une remontée des actions

Toutefois, au-delà de ces grands titres, nous croyons que les fondations d'une reprise des marchés boursiers mondiaux sont en train d'être posées, et nous nous approchons d'une harmonisation intéressante des valorisations, de la confiance et des données

fondamentales des entreprises. Nous reconnaissons bien l'existence de vents contraires et ne prétendons absolument pas que les risques à court terme sont minimes, mais nous voyons apparaître une occasion d'obtenir des rendements excédentaires des actions mondiales, tant sur une base absolue que relative.

D'abord, la conjoncture d'affaires s'améliore. Utilisant les sociétés américaines comme approximation, les rapports sur les bénéfices continuent d'atteindre ou de dépasser les attentes, et la création de liquidités disponibles fait de même. La plupart des prévisions de croissance sectorielle se situent sur les médianes à long terme ou au-dessus pour 2011 et 2012 et, bien que les estimations diminuent généralement au fil du temps, l'attrait des valorisations d'actions par rapport aux autres classes d'actifs indique que les cours renferment un potentiel d'appréciation, même à des taux de croissance inférieurs à la médiane. À titre d'exemple, les primes de risque des actions, telles que mesurées par l'écart entre les ratios bénéfice/cours et les taux sans risque, sont presque aussi élevées qu'en mars 2009.

Hors du secteur financier, les bilans des sociétés sont bons. Les soldes d'encaisse sont élevés ; plusieurs entreprises technologiques à grande capitalisation se classeraient parmi les 50 plus grandes sociétés de l'indice S&P 500 si on ne tenait compte que du solde de leur encaisse.

Les activités de fusions et d'acquisitions pourraient catalyser la reprise

Les directions des entreprises commencent à se servir de cet actif. Par exemple, les dividendes commencent à augmenter ; les activités de fusions et d'acquisitions semblent également reprendre vie, comme en témoignent l'acquisition de 3Par par Hewlett-Packard et l'offre de BHP Billiton pour la canadienne Potash

Corp. Si, comme prévue, la croissance des chiffres d'affaires des sociétés demeure modeste, nous nous attendons à ce que les activités de fusions et d'acquisitions tirent parti des valorisations raisonnables et puissent donner l'impulsion d'un mouvement de redressement des marchés des actions.

Les actions mondiales continuent d'être soumises aux mouvements en dents de scie des facteurs macroéconomiques. Comme c'est apparemment toujours le cas après une période de volatilité élevée, l'incertitude règne. Dans cette incertitude, toutefois, nous voyons des signes clairs de l'apparition d'excellentes occasions parmi les sociétés de qualité aux valorisations raisonnables qui sont rentables et profitent d'un avantage concurrentiel pouvant être soutenu.

Un nouveau ralentissement est certainement possible et peut-être même probable. D'un point de vue ascendant, toutefois, nous sommes raisonnablement optimistes quant à la prise en compte satisfaisante de ce risque dans les cours des actions mondiales. Même en prenant en compte la diminution des attentes relatives aux bénéfiques, si la reprise ralentit dans les mois à venir, les actions mondiales seront encore bon marché par rapport à leur valeur historique et, de manière générale, à toutes les classes d'actifs à revenu fixe.

Christopher Conkey, CFA, est chef des placements, Actions mondiales, de Gestion des placements mondiaux MFC.

Perspectives des actions américaines



Roger Hamilton

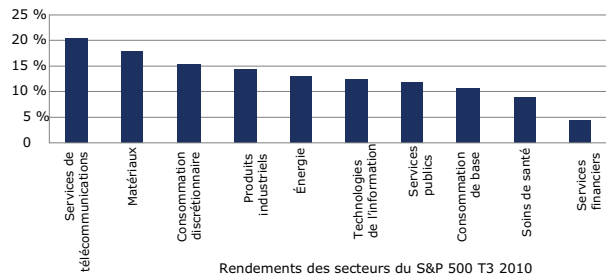
Étant donné nos perspectives positives à plus long terme, les investisseurs y trouveront peut-être leur compte en se servant d'un ralentissement sur le marché comme d'une occasion d'ajouter à leur exposition au marché américain des actions.

Le marché boursier américain a terminé le troisième trimestre de manière spectaculaire, le dernier mois ayant

été le plus performant des mois de septembre depuis 1939, s'inscrivant en hausse de 8,92 % en termes de rendement total en dollars américains. Le rendement du trimestre est encore plus élevé, en hausse de 11,29 %. Les rendements ont été dictés par la recherche de dividendes, par une croissance industrielle acceptable, par l'apaisement des préoccupations soulevées par la possibilité d'une nouvelle récession et par la perspective d'une nouvelle phase d'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale. Les quatre secteurs les plus performants comprenaient à la fois le secteur des télécommunications, stable et versant de gros dividendes, et trois secteurs cycliques – les matériaux, les biens de consommation discrétionnaire et les produits industriels. Le secteur financier est à la traîne en raison des craintes que les taux d'intérêt bas et la nouvelle réglementation n'exercent des pressions sur les bénéfiques. Puisque la plupart des titres financiers sont des titres de style valeur, ils ont été facilement surclassés par les titres de croissance pendant le trimestre.

Perspectives des actions américaines (suite)

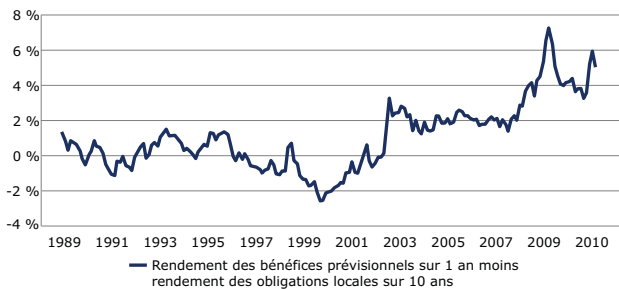
Les actions cycliques et les actions de style revenu ont été à la proue des gains du T3



Source : Factset

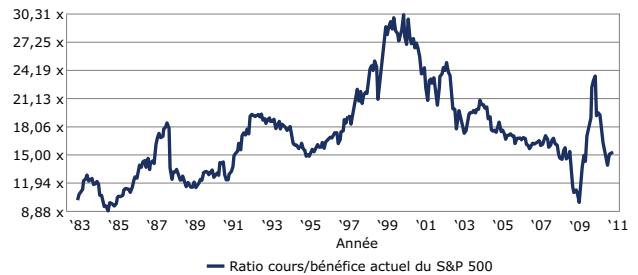
Les perspectives à plus long terme du marché des actions sont prometteuses pour deux raisons. Premièrement, les valorisations sont basses ; secondement, la période prolongée de croissance modérée que nous prévoyons pourrait s'avérer être très favorable aux rendements des placements. En ce qui concerne les valorisations, les actions sont bon marché par rapport aux rendements des obligations et sur le plan historique. Le graphique suivant montre comment le ratio bénéfice/cours du marché boursier a évolué au fil du temps par rapport aux rendements des obligations à 10 ans, tandis que le graphique suivant montre que le ratio cours/bénéfice du marché boursier est relativement bas sur le plan historique.

Les actions américaines demeurent bon marché comparativement aux obligations...



Source : MSCI, FactSet, Moody's, Bloomberg, analyse de GPM MFC

...et sur la base des ratios C/B actuels



Source : Morningstar Research Inc.

Les données économiques fondamentales sont favorables

Les valorisations des actions ont été réduites par les craintes d'une nouvelle récession et même, dans une certaine mesure, par les craintes déflationnistes. Nous pensons qu'aucun de ces événements ne se produira. Ce sont des événements rares. La seule récession par à-coups de l'histoire des États-Unis est celle de la Grande Dépression, et il est permis de croire qu'elle a été attribuable à des erreurs stratégiques. Il se peut que les marchés de l'habitation et de l'emploi restent faibles, mais les reprises sont naturelles, et l'économie se rétablit lentement. Le secteur industriel de l'économie est solide, les bénéfices des sociétés ont bondi, les taux d'intérêt sont bas et la courbe de rendements est positive. Le gouvernement des États-Unis a rapidement agi sur son plus grand risque de déflation, l'effondrement du système bancaire, en comptabilisant rapidement les pertes et en offrant l'aide financière nécessaire pour les éliminer.

Même si les craintes de déflation récentes découlent probablement des perspectives d'un fléchissement des dépenses des gouvernements de tous les paliers, qui sont accablés par les déficits, nous ne croyons pas que la déflation s'ensuivra. En fait, cela s'enchaîne à la seconde raison pour laquelle nous sommes optimistes quant au marché – une période prolongée de croissance économique modérée. Ces perspectives

sont fonction de la neutralisation de l'effet modérateur de l'austérité des gouvernements par la croissance des marchés émergents. Autre élément rassurant pour l'économie, la Fed a déjà déclaré qu'elle entend recourir à une nouvelle ronde d'assouplissement quantitatif si nécessaire (peut-être bientôt) afin de stimuler l'inflation et l'économie.

Les risques à court terme perdurent

Nous avons moins confiance dans l'orientation à court terme du marché. Le marché vient de connaître un fort mouvement de redressement à un moment où les données sur l'habitation et le chômage sont peut-être encore assez mauvaises pour alimenter les craintes que l'économie ne se contracte encore une fois. De surcroît, le discours protectionniste s'est enflammé, et le problème du crédit souverain pourrait effrayer les marchés encore une fois. La saison des ventes pour raisons fiscales peut entraîner certains titres à revenir à la moyenne. Le marché pourra peut-être faire bonne figure une fois que nous connaîtrons les résultats des élections de mi-mandat aux États-Unis et le sort des allègements fiscaux de l'ère Bush, qui dépendent d'un projet de loi actuellement à l'étude au Congrès. De plus, le quatrième trimestre est souvent un temps fort pour le marché.

Étant donné nos perspectives positives à plus long terme, les investisseurs pourraient trouver leur compte en se servant d'un ralentissement sur le marché comme d'une occasion d'ajouter à leur exposition au marché américain des actions lorsque cela est approprié. Peu importe l'orientation générale du marché, toutefois, il y a plusieurs occasions de placement intéressantes. Dans une économie en croissance modérée, les titres de croissance devraient surclasser les titres de valeur. Les dividendes sont intéressants comparativement aux rendements des obligations de sociétés. Tenant compte de ces deux

facteurs, les sociétés aux dividendes croissants et qui sont bien positionnées auprès des consommateurs des marchés émergents, un secteur de croissance très évidente, sont peut-être celles qui présenteront des occasions de premier ordre. Les sociétés industrielles ayant le vent en poupe (énergie et efficacité énergétique), la croissance des téléphones intelligents, le coût élevé de la production du pétrole, la négociation des titres bancaires à un niveau proche de leur actif corporel et les sociétés s'appêtant à retourner de l'argent à leurs actionnaires sont d'autres exemples de thèmes prometteurs. Si le marché de l'habitation pouvait montrer des signes d'affermissement, de nombreuses autres occasions intéressantes se présenteraient.

Roger C. Hamilton est gestionnaire de portefeuille de MFC Global Investment Management (U.S.), LLC. Il est basé à Boston.

Perspectives des actions canadiennes



Pat McHugh

Selon les ratios cours/valeur comptable et cours/bénéfice, de solides rendements sont en réserve pour le marché canadien ces 12 prochains mois.

Le marché canadien des actions est incontournable puisqu'il offre aux investisseurs une exposition à l'économie américaine de même qu'à l'exportation des produits de base. Des ratios bénéfice/cours et des rendements en dividendes intéressants, combinés à la prévision d'une hausse des bénéfices de 25 % et de 12 % pour 2011 et 2012¹ respectivement, nous portent à croire que des rendements très supérieurs à 10 % sont possibles ces 12 prochains mois. Bien que l'opérateur habile puisse peut-être tirer parti des périodes de volatilité, l'investisseur patient, dont l'horizon de placement est long et à qui cela convient, devrait constituer un volet surpondéré sur ce marché et tenir le cap.

À mesure que les préoccupations à l'égard d'un éventuel retour de la récession s'estompaient, les marchés n'ont cessé de s'améliorer, et l'indice boursier canadien a fait un saut de 10,3 % au troisième trimestre pour inscrire un cumul de 7,5 % à ce jour, alors que débute le quatrième trimestre.

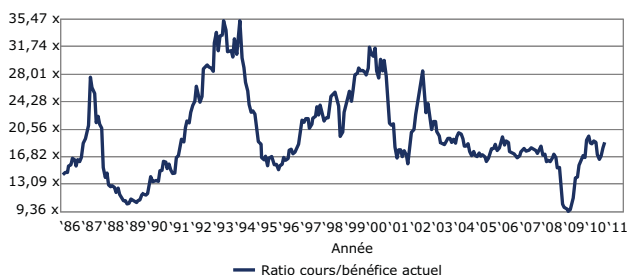
Plusieurs facteurs possibles peuvent expliquer ce mouvement de redressement. Les rendements obligataires se situant à des creux historiques, les

investisseurs ont commencé à attendre une autre ronde d'assouplissement quantitatif – un scénario auquel ajoutent foi les déclarations de différents gouverneurs régionaux de la Réserve fédérale américaine. De surcroît, les reculs du marché du trimestre précédent ont contribué à ramener les rendements en dividendes et les ratios bénéfice/cours à des niveaux intéressants sur le plan historique lorsqu'on les compare aux autres options. Enfin, un certain nombre d'annonces économiques ont dépassé les attentes et donné aux investisseurs l'espoir que l'économie, bien que ne connaissant pas un nouvel essor, allait au moins atteindre un creux, menant à des estimations révisées du taux de croissance du PIB américain du troisième trimestre à 3 % ou plus (considérablement supérieures aux estimations révisées à 1,7 % pour le deuxième trimestre). Si ces estimations se réalisent, l'économie américaine pourra vraisemblablement écartier le risque d'une nouvelle récession.

Les ratios cours/bénéfice prévisionnels du marché sont proches d'un creux sur 20 ans

D'après les prévisions des analystes, les actions se négocient actuellement à des valorisations alléchantes qu'on n'a pas vues depuis la fin des années 1980. Les actions de l'indice composé S&P/TSX s'échangent à 13,9 et 18,8 fois les bénéfices projetés et réels respectivement. Même si les prévisions des analystes subiront sans doute des révisions à la baisse au cours des 12 prochains mois et si la saison des bénéfices actuelle apporte des corrections des cours en raison des diverses déceptions causées par les bénéfices, les creux des valorisations ont déjà été établis par rapport aux bénéfices des 12 derniers mois et ils devraient se maintenir.

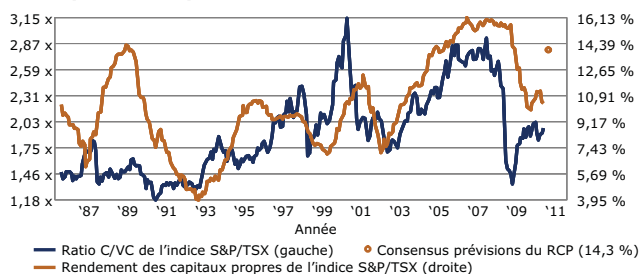
Les ratios C/B actuels canadiens ne sont pas exigeants



Source : Morningstar Research Inc.

À l'heure actuelle, le marché génère un rendement des capitaux propres actuel de 10,4 %, légèrement en baisse comparativement à 11,1 % il y a trois mois. Toutefois, les prévisions des analystes sous-entendent actuellement un RCP de 14,3 % pour l'année civile 2011. La dernière fois que le marché a généré un rendement de ce genre, c'était au milieu de 2005, et les titres inscrits à l'indice se négociaient à 2,6 fois leur valeur comptable. La dernière fois que les actions de l'indice s'échangeaient à deux fois la valeur comptable (au milieu de 2003), le marché produisait des rendements actuels similaires. Ainsi, au regard d'un cours actuel d'un peu moins de deux fois la valeur comptable, le marché canadien peut arriver à des multiples beaucoup plus élevés au fil de l'amélioration de l'économie et de la rentabilité.

Les perspectives des bénéfices favorisent des multiples C/VC plus élevés



Source : Morningstar Research Inc.

Dans le dernier numéro de *Connaissances mondiales*, nous avons affirmé que, à notre avis, « le risque de

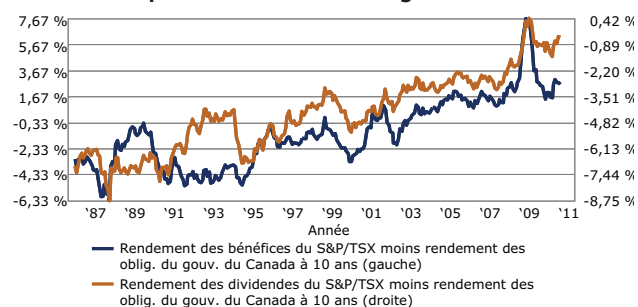
baisse des rendements obligataires est limité et que, dans un contexte d'amélioration continue de l'activité économique mondiale, les paramètres fondamentaux du marché reprendront la place qui leur revient et donneront aux investisseurs le feu vert pour réinvestir dans des actifs plus risqués ». Bien que nous ayons eu raison – les investisseurs ont manifestement réinvesti dans le secteur des actions –, nous avons eu bien tort pour ce qui est des obligations. Les rendements des obligations du gouvernement du Canada ont baissé de 10 % environ ces trois derniers mois ! La détermination du Japon, qui a annoncé des mesures d'assouplissement quantitatif réduisant les taux à presque zéro, ainsi que la prise de conscience que, pour reprendre les mots du ministre des Finances du Brésil, « nous sommes en pleine guerre internationale des devises », et la conviction implicite qu'une seconde ronde d'assouplissement quantitatif n'est qu'une question de temps ont contribué à faire baisser les taux beaucoup plus bas que nous ne l'aurions imaginé. Bien que les États-Unis semblent gagner la course à la dépréciation des devises, les répercussions n'ont pas échappé aux investisseurs : un dollar en baisse donne aux États-Unis un avantage concurrentiel (les exportations américaines ont fait un bond pour atteindre un sommet en 20 mois), et la plupart des prix des produits de base sont très élevés, étant donné qu'ils sont pratiquement tous libellés en billets verts. Le marché américain de l'habitation nous met encore mal à l'aise, mais il indique que les taux d'intérêt ne sont pas près de bouger et que les taux hypothécaires devraient rester stables. Nous remarquons également que le rapport du nombre d'achats au nombre de baux a diminué de moitié pour atteindre un creux depuis 2006, 0,92, sur la base des 12 derniers mois. Cela signifie que les versements hypothécaires sont maintenant inférieurs aux loyers ; ce n'est qu'une question de temps avant que ce segment du marché atteigne un creux puis s'améliore.

Perspectives des actions canadiennes (suite)

Les actions demeurent intéressantes par rapport aux obligations

Somme toute, le marché canadien des actions semble fort intéressant. Notre exposition à l'économie américaine, qui s'améliore lentement, et notre secteur exportateur de produits de base nous donnent un avantage que peu de marchés boursiers peuvent concurrencer. Les rendements en dividendes et les ratios bénéfice/cours des actions du S&P/TSX se comparent favorablement au rendement des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans. En effet, exception faite de la brève période qui a suivi l'effondrement de Lehman Brothers il y a deux ans, les investisseurs doivent remonter jusqu'au milieu des années 1950 pour trouver sur le marché canadien un écart des taux de rendement aussi intéressant. Les attentes d'annonces de hausses de dividendes par les banques canadiennes avant la fin de l'année embellissent encore la situation ; nous nous attendons à ce que les hausses surprennent favorablement.

Les rendements des actions sont toujours proches des records comparativement aux obligations



Source : Morningstar Research Inc.

Bien que la Banque du Canada soit probablement appelée à court terme à suspendre les hausses de taux d'intérêt, elle sera parmi les premières à recommencer à les élever lorsque la conjoncture le justifiera. Nous sommes d'avis que cela permettra de soutenir la demande de dollars canadiens chez les investisseurs et de récompenser les investisseurs et les fonds qui auront surpondéré les actions canadiennes. Selon les ratios cours/valeur comptable et cours/bénéfice, de solides rendements sont en réserve pour le marché canadien ces 12 prochains mois.

Le principal risque que nous prévoyons, étant donné les perspectives d'une croissance économie mondiale plus lente que la normale, est que les marchés boursiers sont susceptibles de dépasser leur potentiel à plus long terme, surtout après des périodes de performance élevée comme le dernier trimestre. Les opérateurs habiles pourront peut-être profiter de ces occasions, mais il est possible que de nombreuses actions canadiennes connaissent de longues périodes d'illiquidité ou de « grèves de vendeurs » aux moments les plus inopportuns. Nous encourageons fortement les investisseurs patients dont l'horizon de placement est long, qui sont à l'aise avec ce risque et dont le niveau de diversification du portefeuille est approprié, à constituer un volet surpondéré dans cette classe d'actifs et à garder le cap.

Pat McHugh, CFA, est gestionnaire de portefeuille principal de Gestion des placements mondiaux MFC (Canada). Il est basé à Toronto.

Perspectives des actions européennes



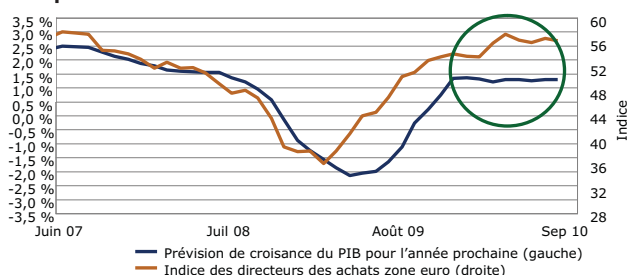
David Hussey

De manière générale, les actions européennes paraissent bon marché lorsqu'on les compare aux ratios bénéfice/cours et aux rendements obligataires, et nous nous attendons à ce qu'elles demeurent intéressantes par rapport aux actions d'autres marchés développés.

Les marchés européens ont enregistré une forte hausse au troisième trimestre, alors que l'indice MSCI Europe montait de 19,40 % en dollars américains. Le sentiment est passé à l'optimisme après que les tests de tolérances du système bancaire de l'Union européenne n'eurent produit aucune surprise désagréable et que la force des indicateurs économiques du cœur de l'Europe eut fait monter la valeur des actifs à risque. Les rendements des obligations allemandes ont beaucoup diminué, et l'euro s'est raffermi considérablement en dépit d'un nouvel élargissement des écarts de taux par rapport aux niveaux de crise observés en mai sur les marchés périphériques de l'UE.

La vigueur de la reprise en Europe en a surpris plus d'un. Le graphique ci-dessous illustre la forte avance des indicateurs manufacturiers européens sur les prévisions de reprise du PIB par les analystes. Les données soutiennent la perspective pour la zone euro d'une croissance qui restera facilement supérieure à la prévision consensuelle de 1,4 % pour 2011.

Les prévisions du PIB sous-estiment l'activité réelle



Source : Consensus Economics, Markit

L'industrie manufacturière a été stimulée par un euro toujours concurrentiel et par l'exposition commerciale de l'Europe à une Chine qui connaît un nouvel essor ainsi qu'aux marchés émergents. La confiance des entreprises et les indicateurs avancés demeurent positifs. Les niveaux d'endettement assez bas des consommateurs du cœur de l'Europe et la nette reprise de l'inflation des salaires dans la zone euro recèlent la possibilité que le flambeau de la reprise au cœur de l'Europe puisse en fait passer des exportateurs aux consommateurs.

L'austérité et la force de l'euro représentent les risques clés

Les principaux risques pour une reprise durable sont : (a) la réduction des déficits au moyen de programmes d'austérité ; (b) le resserrement des conditions monétaires par rapport aux autres pays ; (c) un nouvel essor de l'euro. Considérons-les à tour de rôle :

(a) L'austérité est-elle vraiment positive ? L'opinion la plus répandue veut que l'austérité budgétaire puisse réduire le PIB de la zone euro d'environ 0,5 %. Toutefois, une autre école de pensée suggère que l'austérité pourrait être propice à la croissance puisque les compressions budgétaires diminuent la nécessité d'augmenter les impôts à plus long terme.

On s'attend également à ce que les programmes d'austérité permettent d'accélérer l'intégration

Perspectives des actions européennes (suite)

politique de la zone euro, par exemple en augmentant la souplesse de la main-d'œuvre italienne et en diminuant les salaires et les prestations de retraite en Espagne et en Irlande afin de les aligner sur le reste de la région. La Banque centrale européenne (BCE) croit manifestement qu'une reprise viable passe par des budgets équilibrés plutôt que par des rondes supplémentaires d'assouplissement quantitatif financées par endettement pour faire baisser les taux réels.

(b) La BCE songe-t-elle vraiment à resserrer les conditions monétaires ? La BCE arguerait que, selon la théorie académique classique, des hausses auraient déjà dû avoir lieu. Toutefois, vu que la reprise paraît prendre appui sur des mesures de relance par injection massive de liquidité et sur des taux d'intérêt proches de zéro, l'argument ne semble pas tenir.

Des taux d'intérêt plus élevés pourraient causer de graves dommages à la compétitivité de la périphérie de la zone euro parce qu'ils forceraient vraisemblablement l'euro à s'apprécier par rapport aux devises des partenaires commerciaux. À notre avis, la BCE devra accepter un peu d'inflation et établir ses politiques en gardant à l'esprit la vulnérabilité de la périphérie, à condition que ces pays continuent d'appliquer des mesures d'austérité.

(c) La force de l'euro pourrait-elle ralentir la reprise ? Le Fonds européen de stabilité financière, doté de 750 milliards d'euros, a réussi à rassurer le marché qui s'inquiétait des perspectives de démantèlement de l'euro et a permis de concentrer l'attention sur le fait que la reprise est plus forte en Europe qu'aux États-Unis. L'inconvénient est que la remontée à venir de l'euro menace la reprise, qui dépend des exportations. L'effet sur le PIB d'un mouvement de l'euro de 5 % par rapport à un panier de monnaies pondérées en fonction des échanges pourrait être de 0,3 % à 0,5 %.

La remontée de l'euro menace les exportations



Source : Bloomberg

Suivant sa philosophie, la BCE ne s'engagera vraisemblablement pas dans la voie d'une course à la dévaluation, et de toute façon il n'est pas clair qu'elle dispose des moyens pour mettre en œuvre une politique d'assouplissement quantitatif de portée générale comme aux États-Unis.

Cela porte le risque que l'euro devienne une monnaie forte par défaut comme le yen, ce qui est remarquable vu l'opinion du marché dans la foulée de la crise grecque de mai selon laquelle les jours de l'euro étaient comptés et le fait que, en périphérie, les écarts de taux par rapport aux obligations du gouvernement allemand se sont creusés davantage depuis la crise.

La dernière chose dont l'Europe de la périphérie ait besoin est un euro plus ferme et des taux réels plus élevés, ce qui rendrait ces pays encore moins concurrentiels. La BCE pourrait ainsi faire face à un dilemme stratégique. Si l'euro devait s'apprécier pour dépasser 1,40 \$US, nous nous attendrions à ce que les Français, le lobby des exportateurs et les pays périphériques exercent des pressions politiques sur la BCE pour qu'elle entre à contrecœur dans la course mondiale à la dévaluation des devises, peut-être en réduisant les taux d'intérêt.

De manière générale, les actions européennes paraissent bon marché lorsque l'on compare les ratios bénéfice/cours et les rendements obligataires. Le

secteur européen des télécommunications, où les rendements des flux de trésorerie disponibles et les rendements en dividendes sont maintenant supérieurs aux rendements des obligations de qualité, en est un exemple manifeste. Prenant en compte la reprise de la croissance des chiffres d'affaires, les occasions de ce genre semblent intéressantes pour les investisseurs.

L'Europe semble relativement intéressante

Nous nous attendons à ce que les actions européennes demeurent intéressantes par rapport aux autres marchés développés. Depuis les années 1960, il n'est pas rare que le PIB de l'Europe dépasse celui des États-Unis. De plus, les actions européennes ont surclassé les actions américaines pendant la dernière décennie.

La force actuelle de l'euro, si elle persiste, pourrait ralentir la reprise en Europe, mais nous nous attendons à une tendance à l'affaiblissement à plus

long terme, étant donné les attentes d'un essoufflement prolongé des économies européennes périphériques.

L'Europe n'aborde pas la reprise de la même façon que les États-Unis. Les autorités monétaires européennes ne sont pas encore convaincues de la nécessité de procéder à une autre ronde de manipulation des marchés financée par endettement au moyen d'assouplissement quantitatif, préférant plutôt l'austérité et le conservatisme budgétaire à court terme, dans l'espoir qu'ils amèneront la stabilité et la croissance. Nous estimons que cette démarche est préférable à long terme et qu'elle favoriserait la diminution de la volatilité des actifs à risque dans le futur.

David Hussey est chef des actions pan-européennes de MFC Global Investment Management (Europe) Limited et est basé à Londres. Gregor Rappich, CFA, gestionnaire de portefeuille, Actions européennes, ainsi que les analystes de placement David Dugdale, CFA, et Will Hamlyn, CFA (tous basés à Londres), ont également contribué à la rédaction de ce rapport.

Perspectives des actions des marchés émergents



Peter Mennie

Les politiques d'assouplissement quantitatif et de taux d'intérêt nul des pays développés créent

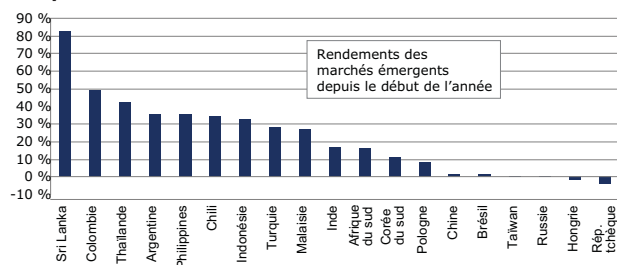
d'énormes pressions, poussant les capitaux vers les marchés émergents, qui sont structurellement attractifs à long terme.

Les marchés émergents ont connu un excellent troisième trimestre, s'inscrivant en hausse de plus de 18 % en dollars américains (selon la mesure de l'indice MSCI Marchés émergents), surclassant les marchés développés par plus de quatre points de pourcentage. Depuis le début de l'année, les marchés émergents enregistrent une hausse de plus de 11 %, une forte

Perspectives des actions des marchés émergents (suite)

avance sur les marchés développés. Selon EPFR Global, les fonds d'actions des marchés émergents ont enregistré des entrées de fonds de 45 milliards de dollars cette année.

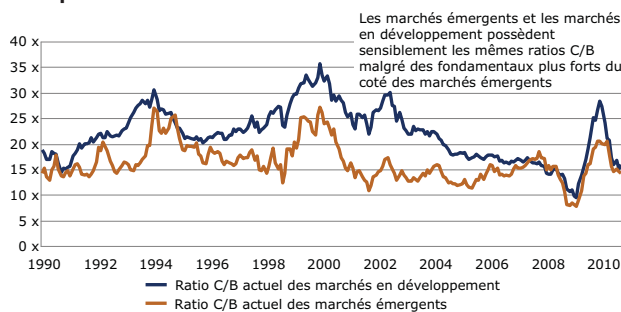
Suspects inhabituels



Source : MSCI Barra

Pourquoi les marchés émergents ont-ils connu un mouvement de redressement aussi énergique ? C'est la croissance mondiale relative qui livre l'explication la plus simple. Les économies du Brésil, de l'Inde et de la Chine connaîtront probablement toutes une croissance de plus de 7 % en 2010, tandis que dans le monde industrialisé les économies de certains pays se contracteront, et même les plus performantes ont peu de chances de croître de plus de 3 %. La croissance est généralement chère, mais en fait les marchés émergents sont comparables aux marchés développés,

Les marchés émergents sont sous-évalués comparativement aux données fondamentales



Source : MSCI Barra, UBS

le ratio cours/bénéfice et le rendement en dividendes des actions inscrites à l'indice MSCI Marchés émergents étant de 14,8 % et de 2,26 % respectivement, par comparaison avec 15,5 % et 2,54 % pour les actions suivies par l'indice MSCI Monde¹.

Les crises passées se reflètent toujours dans les cours

Les marchés sont-ils donc désespérément inefficients, apposant le même prix aux perspectives de croissance importante et faible, ou bien cet écart trouve-t-il une explication rationnelle ? La réponse réside dans l'histoire des marchés émergents, qui ont déjà subi de nombreuses crises. Depuis 1997, les actions du monde développé ont inscrit six rendements mensuels plus mauvais que 10 %, tandis que les marchés émergents en ont inscrit 16.

La prise en compte de crises de ce genre explique peut-être pourquoi la croissance attendue sur les marchés émergents ne se traduit pas par une prime. Mais quelle est la probabilité que ces événements se reproduisent en ce moment ? De nombreux marchés émergents ont constitué d'importants fonds d'investissement souverains qui les protégeraient en cas de récession mondiale et qui permettraient la mise en œuvre de mesures de relance budgétaires sans endettement. Pendant que la Réserve fédérale américaine envisage une nouvelle ronde d'assouplissement quantitatif, les banques centrales de pays comme le Brésil et l'Inde doivent vivre avec une inflation raisonnablement élevée. Les taux directeurs qui en résultent donnent aux banques centrales de ces pays émergents la possibilité de réduire au besoin les taux d'intérêt afin d'atténuer les effets d'une nouvelle récession dans les économies développées.

Le risque politique diminue

Les inquiétudes politiques ont freiné l'essor de certains marchés, le Brésil étant peut-être ralenti en raison des élections, et la Turquie par une certaine nervosité concernant la tenue d'un référendum constitutionnel. Cependant, la plupart des principaux événements politiques de cette année sont derrière nous et la plupart des gouvernements sont stables, plus prudents que certains de leurs prédécesseurs et, en général, respecteront probablement la propriété privée.

De manière générale, les marchés émergents admettent donc des perspectives de croissance plus avantageuses, ainsi que des valorisations et des contextes politiques raisonnables. À la différence de nombreux marchés développés, où la population en

âge de travailler diminue, l'évolution démographique de pays comme l'Inde et la Turquie est très avantageuse. Les marchés émergents ne sont pas des paris à sens unique, même s'ils sont extrêmement attractifs depuis dix ans. Si une seconde récession importante a lieu à l'échelle mondiale, les investisseurs vendront probablement les actions des marchés émergents presque instinctivement. Mais les politiques d'assouplissement quantitatif et de taux d'intérêt nul dans le monde développé créent d'énormes pressions, poussant les capitaux vers les marchés émergents. Aussi, comme classe d'actifs, les marchés émergents sont structurellement très attractifs à long terme.

Peter Mennie est gestionnaire de portefeuille principal de MFC Global Investment Management (Europe) Limited. Il est basé à Londres.

Perspectives des actions asiatiques



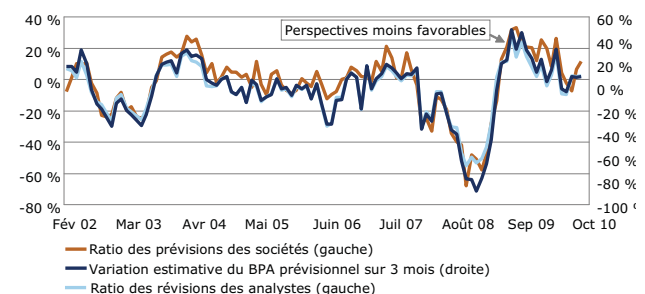
Linda Csellak

La forte consommation intérieure devrait devenir le thème structurel clé des marchés pendant un bon moment.

Nous croyons que, suite à des bénéfices plus élevés que prévus au premier semestre de 2010, l'évaluation des marchés asiatiques est juste, et nous continuons de croire que les investisseurs devraient se préparer pour une réduction des attentes relatives aux bénéfices pour 2011. Toutefois, nous ne nous attendons pas à ce que ce scénario conduise à vraiment plus qu'une pause santé pour les marchés asiatiques, après une période de volatilité cette année.

Certaines sociétés ont quelque peu réduit leurs prévisions de bénéfices pour l'ensemble de 2010, et nous prévoyons une réduction plus généralisée des prévisions pour 2011. Nous estimons que, lorsque cela se reflétera dans les cours, les marchés asiatiques présenteront une occasion d'achat aux investisseurs avisés. En attendant, nous mettons l'accent sur la sélection individuelle des titres.

À court terme, l'Asie est vulnérable à un fléchissement des bénéfices



Note : Ratio des prévisions de la société = (prévisions à la hausse moins prévisions à la baisse)/Prévisions totales

Ratio des révisions des analystes = (Révisions à la hausse moins révisions à la baisse)/Révisions totales

Source : Macquarie Securities Group

Perspectives des actions asiatiques (suite)

Si l'on se penche sur ce que la saison des bénéfices nous révèle des marchés de la région, il est clair que le thème dominant demeure celui de la forte consommation intérieure dans les pays de l'ASEAN¹. Ces pays dépassent sans difficulté les attentes de bénéfices – particulièrement les Philippines, où la vigueur de la demande intérieure est conditionnée par la résilience de la confiance des consommateurs. L'importance de la consommation devrait devenir le thème structurel clé des marchés pendant un bon moment.

Le renforcement de la stabilité politique, déjà un soutien important pour le marché boursier d'Indonésie, donne aussi confiance aux consommateurs des Philippines après les élections de cette année. En outre, les consommateurs et les investisseurs des marchés plus turbulents comme celui de la Thaïlande ont pu se relever après l'agitation connue plus tôt cette année et continuent d'aller de l'avant. Cette résilience montre peu de signes d'affaiblissement.

Importance de la consommation intérieure

L'importance de la consommation intérieure ne se limite pas aux marchés du Sud-Est asiatique, mais est également le thème dominant au nord de l'Asie. À Taïwan et en Corée du Sud, nous avons sous-pondéré le secteur technologique généralement solide, mais qui a connu dernièrement une sous-performance, pour nous concentrer plutôt sur certains titres individuels du secteur de la consommation qui offrent une valeur relative. Nous effectuons avec succès une rotation entre ces titres là où nous trouvons de la valeur, et nous avons commencé à rajouter au secteur technologique dans certains segments thématiques, les sociétés de la chaîne de produits d'Apple, par exemple.

Alors, qu'est-ce qui pourrait miner la confiance des consommateurs et des investisseurs en Asie ? Certains commentateurs économiques murmurent au sujet de la reprise des tensions inflationnistes mais, bien qu'il

soit important de la surveiller, nous croyons que l'inflation a peu de chances de nuire aux marchés dans un avenir proche.

La liquidité est une source de préoccupation qu'il ne faut pas oublier. Toute fissure dans le marché obligataire américain pourrait provoquer de gros mouvements vers les actions américaines qui, à notre avis, présentent quelques valorisations intéressantes. Il est possible que les investisseurs des marchés émergents d'Asie en fassent autant et qu'ils tournent leur attention vers les actions américaines si les valorisations demeurent bon marché. Tout mouvement soudain et important vers l'ouest causerait à la région asiatique des problèmes de liquidité. Dans l'ensemble, toutefois, nous sommes d'avis que c'est là un risque assez secondaire, puisque la croissance asiatique est une grande orientation à long terme pour nombre d'investisseurs, et la région est sortie tout à fait intacte de la crise financière mondiale.

L'Inde et l'Australie méritent une surveillance attentive

Concernant les marchés pris individuellement, nous conservons une surpondération prudente en Inde, où les préoccupations soulevées par la surchauffe des valorisations pèsent sur l'esprit des investisseurs. Notamment, nous remarquons des titres de sociétés à grande capitalisation qui se négocient au moins à leur pleine valeur.

Même si les investisseurs domestiques sont vendeurs, c'est la forte demande des investisseurs étrangers qui soutient les valorisations des actions indiennes. Toutefois, vu que les placements de portefeuilles étrangers peuvent soudainement exposer des marchés comme celui de l'Inde à d'importants afflux de liquidités, les investisseurs auraient avantage à surveiller tout signe de renversement de ces flux, car cela pourrait annoncer des replis sur le marché.

L'Australie a fait parler d'elle ces dernières semaines alors que les investisseurs attendaient le résultat final des élections. Même si le parti travailliste au pouvoir a reçu l'appui de suffisamment d'indépendants pour former un gouvernement minoritaire, la victoire serrée laisse encore planer beaucoup d'incertitude. Le pays est un cas d'économie à deux vitesses, poussée par une industrie des ressources en plein essor mais freinée par le secteur des services moribond.

S'il y a un point auquel, à notre avis, les investisseurs doivent faire attention, c'est l'impôt controversé sur l'exploitation minière. Suite à des pressions exercées sur le nouveau premier ministre par une industrie minière mécontente, l'impôt actuel est une version diluée de l'impopulaire impôt sur les superprofits du secteur des ressources proposé à l'origine par le gouvernement sortant. Même si les marchés semblent croire que le problème est pratiquement disparu en raison de ces changements, nous estimons que, compte tenu de l'imminence de la prise du contrôle du Sénat par les Verts et de l'appui des indépendants, cet impôt pourrait très bien revenir à l'avant-plan. Une chose est certaine, tout signe de nouvelle intervention

de la part du gouvernement en termes de hausse des taux d'imposition et de mise en place d'une série d'impôts supplémentaires dans un secteur rentable nuira probablement aux placements dans ce secteur.

En Chine et à Hong Kong, l'incertitude domine sur les marchés, ce qui encourage les sociétés à mobiliser des fonds. Nous observons donc une véritable ruée des sociétés vers les marchés pour y émettre des titres. Il se peut que cette situation soit un signe de nervosité générale causée par les niveaux des cours, alors que les sociétés veulent faire passer leurs opérations pendant que le marché est encore bon. L'opinion selon laquelle une certaine correction est dans les cartes est appuyée par le fait que le volume des opérations est relativement bas. Cela indique que d'importantes sommes d'argent sont peut-être sur la touche, attendant d'acheter sur ces marchés en cas de repli.

Linda Csellak est chef des actions de la région Asie-Pacifique de MFC Global Investment Management (Asia) et est basée à Hong Kong. MFC Global Investment Management (Asia) est une division de Manulife Asset Management (Hong Kong) Limited.

Perspectives des actions de la Chine élargie



Matthew Lee

Les tendances d'urbanisation et de rééquilibrage économique actuellement à l'œuvre en Chine

devraient profiter aux titres de consommation et d'infrastructure.

L'urbanisation rapide de la Chine et son passage d'une croissance tournée vers l'exportation à une croissance fondée sur la consommation sont parmi les tendances lourdes qui ont continué d'influer sur l'orientation des marchés boursiers de la Chine élargie au troisième trimestre de 2010.

La consommation intérieure est en partie soutenue par la hausse des salaires. Toutefois, la hausse des frais de main-d'œuvre exerce à son tour une pression

Perspectives des actions de la Chine élargie (suite)

sur les fabricants et les sociétés liées à l'exportation – diminuant leur compétitivité par rapport à celles des autres pays asiatiques. En réaction, les flux d'investissements se déplacent vers l'intérieur de la Chine, puisque que les sociétés cherchent une main-d'œuvre moins chère et l'avantage d'être parmi les premiers à exploiter la demande naissante des consommateurs dans les parties du pays qui sont en développement. Nous nous attendons à voir d'importantes améliorations infrastructurelles, le gouvernement cherchant à encourager et à appuyer ce mouvement.

En Chine, les salaires sont en hausse



Salaires dans les centres manufacturiers les plus importants

	Salaires 2010 (RMB/mois)	Var. sur 12 mois % ch.
1. Beijing	960	20%
2. Tianjin	920	12%
3. Nanjing	960	13%
4. Shanghai	1120	17%
5. Hangzhou	1100	15%
6. Chengdu	750	15%
7. Guangzhou	1100	28%
8. Shenzhen	1100	22%

Source : HSBC

Les occasions sont fonction des tendances lourdes

La hausse des frais de main-d'œuvre pourrait nuire aux manufacturiers et aux titres liés à l'exportation dans la Chine élargie. Par contre, les actions de cimenteries et de sociétés liées à la consommation du continent devraient profiter des tendances à l'urbanisation, à l'augmentation des salaires et au rééquilibrage économique. Le secteur des services informatiques devrait profiter de la pénétration accrue des services informatiques en Chine. Enfin, les opérateurs de télécoms chinois devraient connaître une arrivée imminente d'afflux de trésorerie et de croissance du chiffre d'affaires des services de données car les investissements en capital dans

l'infrastructure mobile de troisième génération (3G) semblent avoir atteint leur sommet.

À Hong Kong, le marché se concentre sur quelques thèmes principaux. Le premier et peut-être le plus important est le développement du marché extraterritorial des changes pour le renminbi (RMB) que devient Hong Kong. Ces derniers mois, nous avons vu de grandes entreprises comme la chaîne de restaurants à service rapide McDonald's émettre à Hong Kong des obligations libellées en RMB à l'intention des investisseurs institutionnels et des particuliers.

On estime que les bénéfices nets de l'ensemble du système bancaire de Hong Kong augmenteront de manière très importante ces cinq prochaines années, en partie en raison de l'internationalisation du RMB. L'incidence des activités liées au renminbi sur les bénéfices nets sera probablement faible à court terme (1 % à 2 % du bénéfice net des banques), mais nous croyons que la tendance sera positive à long alors que l'assouplissement de la réglementation se poursuivra.

Refroidissement du marché immobilier

La poursuite de la bonne fortune du marché immobilier de Hong Kong, longtemps source de gros titres dans les tabloïdes et aussi de spéculation, est une autre grande orientation importante. Bien que les prix des propriétés continuent de monter, nous nous attendons à ce que les cours des actions des promoteurs immobiliers commencent à accuser un retard sur le marché ces prochains mois. En octobre, le chef de l'exécutif de Hong Kong a annoncé une série de mesures visant à calmer la montée en flèche des prix des propriétés immobilières.

À plus long terme, les observateurs du marché surveillent la transition politique, alors que le comité central du Parti communiste chinois se réorganisera

en 2012. On prévoit généralement que, dans le cadre de cette transition, sept des neuf membres permanents du Politburo se retireront, mais on ne s'attend pas à ce que ces changements modifient le modèle économique. Le gouvernement continuera d'accorder la priorité à une croissance stable et durable, et il s'attachera à dégager graduellement l'économie des forces extérieures. Nous nous attendons à ce que la nouvelle génération de

dirigeants, à l'administration centrale ou à l'échelle locale, tienne à maintenir le statu quo d'ici 2012 et, par conséquent, nous ne prévoyons pas de changement de politiques important dans l'intervalle.

Matthew Lee est chef des actions de la Chine élargie de MFC Global Investment Management (Asia), une division de Manulife Asset Management (Hong Kong) Limited. Il est basé à Hong Kong.

Perspectives du marché japonais



Kaoru Kurata



Keisuke Tsumoto

Marché des actions japonaises

Kaoru Kurata

L'appréciation marquée du yen donne lieu de s'inquiéter des révisions à la baisse des estimations des bénéfices du second semestre de 2011 et de l'exercice 2011.

L'économie japonaise a poursuivi sa modeste reprise au cours du troisième trimestre de 2010. De manière générale, il semble que la consommation privée ait été forte pendant l'été, grâce au temps extrêmement chaud et à la demande de dernière minute d'automobiles éconergétiques avant l'expiration des programmes d'incitation à l'achat. En conséquence, les résultats de l'enquête Tankan réalisée en septembre révèlent que la confiance des entreprises s'est améliorée dans l'ensemble des secteurs depuis l'enquête de juin, mais ils montrent également que la

confiance se dégrade à l'approche de la fin d'année, en raison de l'expiration des mesures d'incitation à l'achat d'une voiture écologique et de l'augmentation subite du yen.

En septembre, le gouvernement est intervenu sur le marché des changes pour la première fois depuis 2004, craignant que l'appréciation du yen ne menace la reprise. L'intervention du Japon trouve peu d'appui dans autres pays, qui dévaluent leurs propres devises pour aider à encourager les exportations, et elle devrait avoir peu d'effet sur la force du yen.

Les actions japonaises ont atteint leur creux de l'année à la fin d'août, avant que le gouvernement et la Banque du Japon (BdJ) n'interviennent contre l'appréciation du yen. Néanmoins, le marché accuse toujours un retard sur d'autres marchés boursiers du monde vu le scepticisme des investisseurs à l'égard de la capacité des autorités japonaises à arrêter les progrès du yen quoi qu'elles fassent.

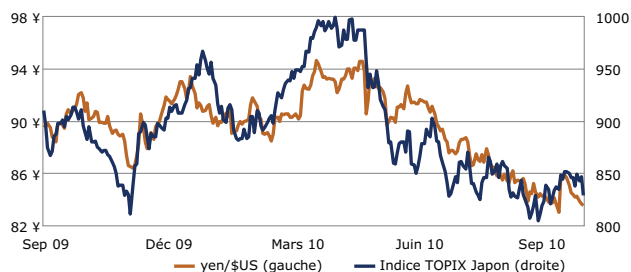
La vigueur du yen menace les bénéfices

En ce qui concerne l'avenir, les annonces des bénéfices du deuxième trimestre de l'exercice 2010 (qui se termine le 31 mars 2011), prévues vers décembre, seront le déterminant principal de l'orientation du marché. En dépit d'estimations consensuelles de la croissance des bénéfices de plus

Perspectives du marché japonais (suite)

de 50 % plus tôt cette année, l'appréciation marquée du yen donne lieu de s'inquiéter de révisions à la baisse des estimations des bénéfices du second semestre de 2011 et de l'exercice 2011, notamment dans les secteurs qui dépendent davantage des exportations.

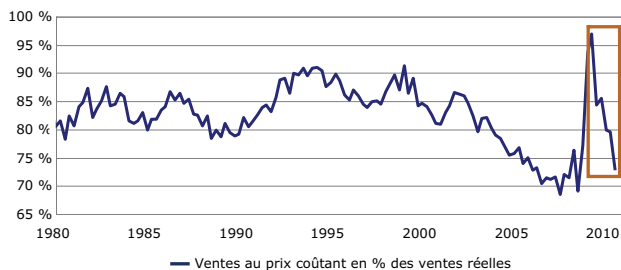
Le yen raffermi pèse sur les cours des actions japonaises



Source : Bloomberg

Étant donné le contexte plutôt difficile pour l'ensemble du marché boursier à court terme, nous cherchons de façon sélective des actions et des secteurs afin d'obtenir une surperformance. En même temps que les preuves de résilience des bénéfices face à la volatilité de la devise, nous cherchons des sociétés capables de bénéficier d'initiatives de réduction des coûts et celles qui peuvent accroître leur part de marché dans les marchés émergents en raison de la forte reconnaissance de leur marque.

Le seuil de rentabilité des entreprises a chuté en raison des réductions de coûts



Source : Ministère des Finances du Japon

L'automatisation des usines est un exemple d'initiative de réduction des coûts. En raison de la fabrication de

plus en plus élaborée et d'une poussée soudaine des conflits de travail et des coûts associés, nous nous attendons à ce que la demande d'installations robotisées de la part des usines chinoises soit élevée.

De plus, les biens et services de consommation japonais bâtissent une forte reconnaissance de marque dans les pays asiatiques voisins. Les visites de touristes de ces pays au Japon atteignent encore une fois record, ce qui devrait amener une hausse de la consommation des produits japonais à plus grande valeur ajoutée et ayant une forte reconnaissance de marque (les produits cosmétiques par exemple), malgré la demande intérieure anémique attribuable à la croissance lente des revenus des ménages et au vieillissement de la population.

Marché des titres à revenu fixe japonais

Keisuke Tsumoto

Nous voyons peu de valeur relative, que se soit du côté court ou long de la courbe de rendements, et conservons une surpondération des échéances intermédiaires.

En réaction au redressement du yen et à la menace associée pour la reprise économique déjà timide du Japon, la BdJ a réduit son taux directeur, le faisant passer de la cible précédente de 0,1 % à 0,0 % au début d'octobre, et a réitéré que l'accommodement monétaire allait se poursuivre jusqu'à ce que la déflation cesse d'être un risque pour le pays. La Banque a également constitué un fonds de 5 billions de yen pour acheter des obligations du gouvernement japonais et d'autres actifs.

C'est la banque centrale qui contrôle la courbe de rendements à court terme et, par conséquent, on y trouve des placements à faible risque, bien que peu

rémunérateurs. En revanche, les perspectives à long terme de la courbe sont incertaines. Naoto Kan, le premier ministre, est connu comme étant un réformiste du système fiscal, et il préconise un examen sérieux des dépenses publiques. Bien que cela semble favorable aux obligations du gouvernement japonais, M. Kan n'a pas beaucoup de pouvoir politique ni au sein de son Parti démocrate ni à la chambre basse du Parlement. M. Kan l'a emporté de justesse sur son principal rival lors du scrutin pour la direction du parti en septembre, et les Démocrates n'ont pas la majorité à la chambre haute. À notre avis, il est trop tôt pour attendre une réforme sans heurts ou importante du régime fiscal du Japon. Nous prévoyons donc le prolongement de la situation qui a cours depuis plusieurs mois, en même temps qu'une tendance à l'accentuation de la courbe de rendements sur le côté long dans un contexte de volatilité des rendements.

Puisque les conditions monétaires devraient rester accommodantes dans un avenir prévisible, alors qu'on s'attend à ce que la BdJ soit une des dernières à mettre fin à de telles politiques, nous ne recommandons pas aux investisseurs d'acheter des obligations japonaises de courte échéance. Notre portefeuille conserve une duration neutre par rapport à l'indice de référence. Nous remarquons peu de valeur relative que se soit dans la courbe de rendements des titres à court ou à long terme, et conservons une surpondération des échéances intermédiaires. Nous surpondérons également les obligations de sociétés de courte échéance afin d'ajouter au rendement des obligations du gouvernement japonais de courte échéance.

Kaoru Kurata est gestionnaire de portefeuille principal, Actions japonaises, et Keisuke Tsumoto est chef des placements à revenu fixe japonais de MFC Global Investment Management (Japan) Limited. Kaoru et Keisuke sont basés à Tokyo.

Perspectives des titres à revenu fixe mondiaux



Barry Evans

Dans ce contexte de croissance faible mais régulière, les obligations de sociétés américaines, particulièrement les titres de créances à rendement

élevé, devraient connaître une bonne performance. Nous demeurons optimistes pour les devises asiatiques hors Japon.

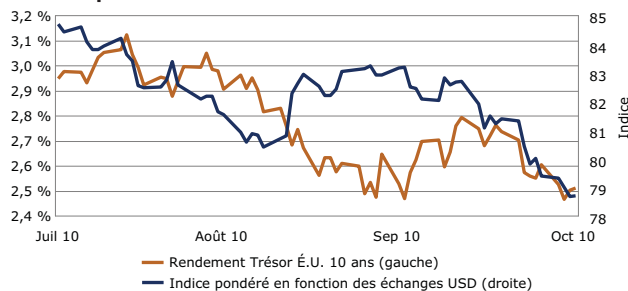
Alors que la fin de l'année approche, les marchés mettent l'accent sur le ralentissement perçu de la reprise économique mondiale et sur la nécessité éventuelle de nouvelles mesures de relance monétaire sur certains marchés développés. La crise de la dette souveraine, qui a perturbé l'Europe au deuxième trimestre, semble s'être stabilisée. Bien qu'il y ait toujours des risques dans les pays européens

Perspectives des titres à revenu fixe mondiaux (suite)

périphériques, il semble que les mesures prises tant par la Banque centrale européenne (BCE) que par le Fonds monétaire international aient réussi à les maîtriser.

Aux États-Unis, les cours reflètent déjà une politique modérée d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale, amenant les rendements des valeurs du Trésor à se resserrer pour atteindre des niveaux qu'on n'avait pas vus depuis le début de 2009. Maintenant, il semble que la question ne soit pas de savoir s'il y aura une nouvelle phase de détente quantitative aux États-Unis mais quelle sera son envergure. Nous ne serions pas surpris si la Réserve fédérale se lançait dans un nouveau programme modéré d'assouplissement quantitatif avant la fin de l'année. Les derniers bulletins économiques sont mitigés, mais ils indiquent dans l'ensemble un niveau de croissance aux États-Unis qui est plus bas que ce que veut la Fed.

Les niveaux du dollar américain et les valeurs du Trésor prennent en compte une nouvelle phase d'assouplissement

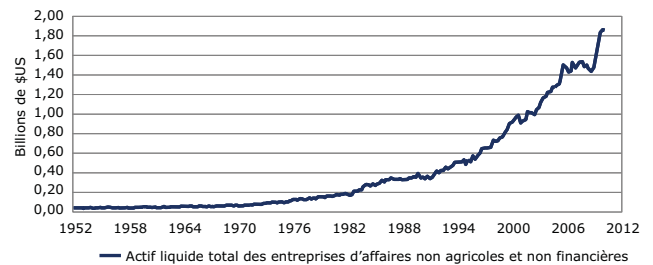


Source : Bloomberg

Nous nous attendons à ce que le taux de croissance du PIB des États-Unis se maintienne dans une fourchette comprise entre 1 % et 3 %. Dans ce contexte de croissance faible mais régulière, les obligations de sociétés américaines, particulièrement les titres de créances à rendement élevé, devraient bien faire, alors que les investisseurs cherchent à augmenter leurs revenus de placement. Même si les rendements des obligations de sociétés ont diminué

considérablement depuis les sommets atteints en 2008, les titres de créances à rendement élevé offrent toujours une prime de 6 % par rapport aux rendements des valeurs du Trésor. Le taux de défaillance des sociétés continue de diminuer aux États-Unis, passant du sommet récent de presque 11 % il y a un peu moins d'un an à moins de 3 %. Bien que les conditions du crédit soient serrées pour les consommateurs, les sociétés ont pu émettre des obligations à un rythme record cette année, profitant du contexte de taux d'intérêt bas pour refinancer des dettes existantes ou consolider leurs bilans. Les niveaux d'encaisse aux bilans se situent à un sommet sans précédent.

Le montant d'encaisse non affectée atteint un record



Source : Ann Arbor Research

La stabilisation en Europe et les attentes croissantes d'un affaiblissement du dollar américain qui serait provoqué par une nouvelle politique éventuelle d'accommodement monétaire aux États-Unis ont causé la forte performance de la monnaie de nombreux pays développés ce dernier trimestre. Profitant de deux hausses de taux de la banque centrale pendant la période, la couronne suédoise est la devise qui a connu la meilleure performance, s'appréciant de presque 15,5 % par rapport au dollar américain. L'euro lui-même a également fait montre de vigueur, retrouvant, après le creux de l'année atteint en juin, des niveaux qu'on avait pu observer tout juste avant le début de la crise de la dette souveraine.

Les devises provoquent des interventions

Le mouvement de redressement des devises n'a pas été sans incidence sur les politiques. À la mi-septembre, le Japon est intervenu sur le marché des changes pour la première fois depuis 2004. Bien qu'au départ les mesures du gouvernement aient réussi à affaiblir le yen, celui-ci est vite remonté au niveau observé au moment de l'intervention en raison du scepticisme du marché à l'égard de la capacité de réussite d'une intervention unilatérale non coordonnée. Exemple que le ralentissement de la croissance n'a pas touché toutes les régions de la même façon, pendant que certaines banques centrales envisageaient une nouvelle phase d'assouplissement, de nombreuses autres, notamment celle du Canada et de la Nouvelle-Zélande, ont continué d'élever les taux pendant la période.

La lutte entre les États-Unis et la Chine au sujet de la force du renminbi s'est intensifiée, alors que les États-Unis travaillaient dernièrement à un projet de loi destiné à leur donner de nouveaux outils pour lutter contre ce qu'ils considèrent comme des devises subventionnées sous-évaluées. Depuis que la banque centrale chinoise a annoncé à la fin du deuxième trimestre qu'elle comptait mettre fin à la fixation du renminbi au dollar américain, la devise s'est appréciée de 2 % environ. La Chine s'est également engagée sur la voie de l'internationalisation par la création d'un marché extraterritorial des titres à revenu fixe libellés en yuan ouvert à quiconque effectue des opérations à Hong Kong. Même si ce marché en est encore à ses premiers balbutiements, on s'attend à ce qu'il se développe rapidement.

Les derniers indicateurs économiques sont mitigés en ce qui concerne les perspectives de croissance ; toutefois, nous ne prévoyons pas une nouvelle récession mondiale. Nous nous attendons à ce que la divergence des perspectives de croissance économique d'une région à l'autre demeure marquée. Les capitaux continuent de pénétrer les marchés émergents, particulièrement en Asie.

Nous demeurons optimistes pour les devises asiatiques autres que le yen, comme le won coréen, la roupie indonésienne, le dollar singapourien et, à un degré moindre, le ringgit malaisien et le peso philippin. Plusieurs de ces devises ont déjà connu une surperformance, le dollar singapourien par exemple, qui s'est apprécié d'à peu près 6 % par rapport au dollar américain au cours du dernier trimestre. Cependant, nous prévoyons que cette bonne performance se poursuivra, ces économies passant d'une croissance tournée vers l'exportation à une croissance fondée sur la demande intérieure.

Les devises traditionnellement liées aux produits de base, par exemple les dollars australien, néo-zélandais et canadien, devraient continuer de profiter de la croissance en Asie. Toutefois, nous prévoyons devoir gérer ces expositions de façon plus tactique. Nous demeurons confiants par rapport au real brésilien en raison de la croissance intérieure vigoureuse et des taux d'intérêts élevés. Concernant les régions en croissance susmentionnées, nous prévoyons que la performance de la plupart des devises du groupe des sept pays les plus industrialisés accusera un certain retard. La livre britannique semble être la plus faible d'entre elles, puisqu'il est de plus en plus question d'une nouvelle phase d'assouplissement monétaire au Royaume-Uni.

Barry Evans, CFA, est chef des placements, Titres à revenu fixe mondiaux, de Gestion des placements mondiaux MFC. Il est basé à Boston.

Perspectives des titres à revenu fixe nord-américains



Terry Carr

Bien que le récent marché obligataire haussier ait à peu près terminé son cours, il sera possible de faire de nouveaux gains ces prochains mois, alors que les écarts de taux progresseront lentement en direction des normes historiques.

La fragilité de l'économie canadienne est devenue plus évidente au troisième trimestre de 2010. Les hausses de l'emploi plus faibles que prévu et un sentiment généralisé d'inconfort chez les consommateurs ont incité plusieurs à réévaluer leurs projets d'achats. Les activités immobilières ont diminué et les sondages récents indiquent que les consommateurs s'estiment moins bien lotis qu'il y a à peine quelques années (du moins en Ontario). Tout compte fait, les prévisions de croissance économique ont diminué, et on s'attend maintenant à ce que la BdC cesse d'élever les taux d'intérêt pour le reste de l'année. La performance extrêmement terne de l'économie américaine a contribué à freiner les résultats économiques du Canada, et de nombreux investisseurs s'attendent maintenant à ce que la Réserve fédérale américaine s'abstienne d'élever les taux jusqu'en 2012. Étant donné la très importante surcapacité des économies américaine et canadienne, l'inflation est bien maîtrisée des deux côtés de la frontière et devrait continuer de soutenir les bons rendements des titres à revenu fixe pour le reste de l'année.

Des signes que la reprise de l'économie mondiale sera plus longue que prévu ont stimulé les marchés obligataires pendant le trimestre. L'indice obligataire universel canadien DEX a rapporté 3,15 %, profitant de l'impulsion du rendement de 4,47 % des obligations provinciales et du gain de 3,16 % des obligations de sociétés de qualité. Les opérations nouvelles se sont présentées à un rythme plus lent cet été mais, pour l'ensemble de l'année, les émissions ont été robustes. Compte tenu des rendements négligeables des soldes d'encaisse non investis, l'appétit des investisseurs pour de nouveaux produits à revenu fixe demeure solide, surtout celui des investisseurs étrangers. Au cours de la période de sept mois terminée en juillet, les investisseurs étrangers ont ajouté à leurs portefeuilles la jolie somme de 56,5 milliards de dollars en obligations canadiennes, comparativement à 47,2 milliards de dollars pendant la même période un an auparavant.

Les rendements ont diminué en raison du ralentissement de la reprise

	Rendements sur 2 ans	Rendements sur 30 ans	Écart entre 2 et 30 ans
États-Unis			
30 juin	0,60 %	3,89 %	329
30 sept	0,43 %	3,69 %	326
Canada			
30 juin	1,39 %	3,65 %	226
30 sept	1,38 %	3,36 %	198

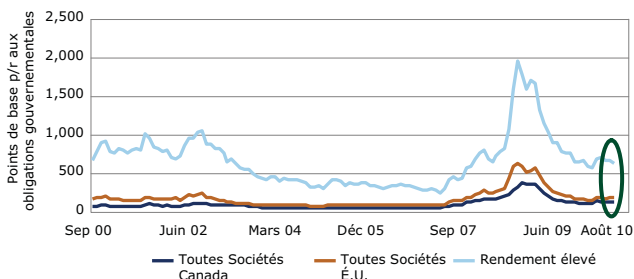
Source : Bloomberg, PC Bond

Les écarts se sont réduits au troisième trimestre

Les écarts de taux étaient un peu plus étroits au troisième trimestre, après s'être élargis de manière significative pendant le très tumultueux deuxième trimestre. Les écarts de taux de rendement des sociétés

se situent toujours 40 à 50 points de base (pb) au-dessus des moyennes historiques. La demande de nouvelles émissions d'obligations de sociétés est ferme, alors que la plupart des nouvelles opérations sont sursouscrites et permettent toujours de dégager des opérations sur les marchés secondaires des gains en capital intéressants une fois les prix établis. Aux États-Unis, les écarts de taux de rendement des sociétés de qualité se sont réduits d'à peu près 17 pb au troisième trimestre, et les écarts de taux des titres à rendement élevé étaient plus étroits d'environ 90 pb.

Les écarts de taux se sont rétrécis en raison de la vigueur de la demande



Source : PC Bond, Merrill Lynch

La morosité des nouvelles sur l'emploi et l'habitation ont jeté une ombre sur le moral des consommateurs, et beaucoup ont de la difficulté à justifier des projets d'achats importants. Le taux de chômage demeure élevé, et les préoccupations soulevées par l'éventualité d'une nouvelle récession grandissent. Ottawa se prépare à fermer le robinet des mesures de relance budgétaires en mars, et la reprise à grande échelle de la demande du secteur privé déterminante pour les perspectives de croissance de cette année et de l'année prochaine de la Banque du Canada ne s'est pas encore matérialisée. Nous nous attendons à ce que la reprise économique au Canada (ainsi qu'aux États-Unis et dans d'autres pays industrialisés) soit un processus long et lent.

Dans un contexte de faiblesse générale, le Canada continue cependant à éclipser la plupart des autres pays industrialisés. Les États-Unis ne sont pas les seuls à se trouver devant des perspectives de faiblesse. L'Union européenne est encore aux prises avec sa

pagaille financière et les opérations de sauvetage de banques ont repris récemment en Irlande (sans compter l'aggravation des problèmes de finances publiques de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce).

Le Canada est considéré comme un refuge

Toute cette agitation a contribué à susciter une demande d'obligations du gouvernement du Canada, particulièrement chez les investisseurs étrangers, qui considèrent que les émissions canadiennes représentent un meilleur pari que la plupart des émissions américaines ou européennes. L'intérêt devrait également aider le dollar canadien à maintenir sa position et à fluctuer autour des 0,95 \$US pour le reste de l'année. On n'attend pas la parité ou la supériorité du huard avant que le prix du pétrole puisse profiter d'une demande soutenue, et cela ne se produira pas avant que l'économie américaine réussisse à décoller.

La mesure dans laquelle tous les paliers de gouvernement au Canada permettent à leurs finances de se dégrader au cours des prochains mois prochains est une tendance préoccupante pour les investisseurs en titres à revenu fixe. Malgré la perspective d'un démantèlement des mesures de relance par Ottawa au printemps prochain, les finances du pays et de la plupart des provinces sont encore très déficitaires et ne devraient pas retourner vers l'équilibre avant quelques années (au moins). Le Canada aurait avantage à faire de la maîtrise des déficits budgétaires une priorité pour rester à la tête de l'économie mondiale.

Nous continuons de favoriser les obligations de sociétés. Bien que le récent marché obligataire haussier ait à peu près terminé son cours, il sera possible d'enregistrer de nouveaux gains – bien que plus modestes – ces prochains mois alors que les écarts de taux progressent lentement en direction des normes historiques. Compte tenu de la maîtrise de l'inflation, on ne prévoit pas de forte augmentation des rendements obligataires dans un avenir proche. Les membres de notre équipe n'ont pas succombé à

Perspectives des titres à revenu fixe nord-américains (suite)

la peur d'une récession par à-coups. Nous nous attendons toujours à ce que la croissance demeure positive et à ce que le chômage baisse. L'inflation est bien endiguée, et la petite hausse récente, attribuable à l'instauration de la taxe de vente harmonisée (TVH) en Ontario et en Colombie-Britannique, ne sera que transitoire. L'équipe des titres à revenu fixe canadiens continue de surpondérer les titres de créances de sociétés, comme elle le fait depuis plus d'un an, et elle entend continuer de mettre l'accent sur les fondamentaux, de chercher la valeur relative et de

miser sur la structure du capital de chacune des sociétés pour ajouter de la valeur. L'équipe est toutefois consciente que la moindre hausse des données économiques fondamentales incitera la BdC à élever les taux d'intérêt à nouveau si les conditions le justifient et est prête à se positionner en conséquence lorsque cela se produira.

Terry Carr, CFA, est vice-président et directeur général, Titres à revenu fixe nord-américains, de Gestion des placements mondiaux MFC (Canada). Il est basé à Toronto.

Perspectives des titres à revenu fixe asiatiques



Andre Pedersen

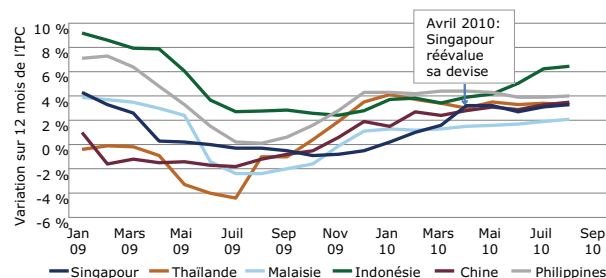
Nous nous attendons à ce que les marchés émergents, particulièrement en Asie, créent des occasions intéressantes de placement à rendement élevé dans les mois à venir.

« Courez vers l'inflation, ne la fuyez pas » : ce n'est généralement pas l'avis des gestionnaires de fonds obligataire. Mais, dans le cas des obligations

des marchés émergents en particulier, cet adage a des adeptes.

Même si les gestionnaires de fonds obligataires ont l'habitude de fuir l'inflation, un début d'inflation peut se révéler un indicateur clé de la présence d'un pouvoir de fixation des prix et de bons flux de trésorerie chez les sociétés émettrices. Il peut servir à déceler l'appréciation des devises, et nous estimons qu'il y a avantage à suivre de près l'inflation pour participer à la montée des devises asiatiques. Singapour n'est qu'un exemple de pays où la vigueur de la croissance a alimenté les préoccupations inflationnistes, ce qui a amené le gouvernement à prendre plus tôt cette année des mesures pour permettre au dollar singapourien de s'apprécier. Notre point de vue global est que l'inflation continuera d'augmenter à un rythme décroissant, dénotant de bons flux de trésorerie, mais il est peut-être moins nécessaire de craindre l'incidence à long terme de l'inflation sur les rendements obligataires.

L'inflation pourrait annoncer des réévaluations de devises en Asie



Source : Bloomberg

Puisque les marchés semblent s'ajuster aux attentes selon lesquelles il est improbable que les États-Unis replongeront en récession, nombre de commentateurs économiques prennent la croissance, bien que faible, en compte. En Asie, entre-temps, l'inflation est un signe de croissance soutenue et de forte demande. Un des secteurs qui illustre le mieux cela est l'industrie du transport aérien, qui continue de fonctionner presque à pleine capacité. Même si nous nous attendons à ce que la croissance économique diminue depuis les niveaux élevés du deuxième trimestre, une baisse spectaculaire est peu probable. Ce contexte de croissance et d'inflation est positif pour les sociétés à rendement élevé, qui tendent à être des sociétés en croissance dépendant de la force de la demande. Nous nous attendons à ce que les marchés émergents, particulièrement en Asie, créent des occasions intéressantes de rendement élevé dans les mois à venir.

Arrivée de l'Asie émergente

Quant à nous, nous supprimons par rotation des obligations néo-zélandaises et australiennes et ajoutons à notre exposition aux obligations philippines, entre autres. Les Philippines ont suscité l'intérêt grandissant des investisseurs après que leur première vente d'obligations mondiales libellées en pesos eût obtenu un milliard de dollars américains en septembre. L'opération a été passablement sursouscrite, ce qui est de bon augure pour les attentes relatives aux opérations similaires d'autres pays émergents d'Asie. Nous croyons que des pays comme le Vietnam

surveillent de près le cas des Philippines, puisqu'ils cherchent eux aussi des moyens simples de faire entrer des flux d'investissements tout en limitant leur propre exposition au risque de change.

La mise en circulation à Hong Kong d'obligations libellées en renminbi, considérée comme une étape importante vers la libéralisation de la devise chinoise, est une des annonces récentes les plus importantes des marchés obligataires asiatiques. La première opération du genre fut celle de la chaîne de restaurants à service rapide McDonald's. La China Development Bank, un organisme quasi-gouvernemental, en a fait autant, et nous prévoyons assister à d'autres opérations qui seront à l'avant-plan de l'actualité dans le cadre de cette initiative.

Nous sommes d'avis que le marché obligataire interne et extraterritorial de Chine est au point de départ d'une longue période de développement soutenu. Les investisseurs capables d'accéder au marché au début de ce développement, par exemple ceux qui investissent par l'entremise d'un investisseur institutionnel étranger qualifié (connu sous son acronyme anglais QFII), seront bien placés pour profiter de son expansion.

Endre Pedersen est directeur général, Titres à revenu fixe, de MFC Global Investment Management (Asia), une division de Manulife Asset Management (Hong Kong) Limited. Il est basé à Hong Kong.

Bureaux mondiaux

Toronto

Gestion des placements mondiaux MFC (Canada)
200 Bloor St. E., NT-6
Toronto, Ontario
M4W 1E5
Canada
Téléphone : (416) 852-2204

Boston

MFC Global Investment Management (U.S.), LLC.
101 Huntington Ave,
Boston, MA. 02199
États-Unis
Téléphone : (617) 375-1500

Londres

MFC Global Investment Management (Europe) Limited
10 King William Street
Londres, R.U.
EC4N 7TW
Téléphone : (020) 7256-3500

Hong Kong

MFC Global Investment Management (Asia)
47/F, Manulife Plaza
The Lee Gardens
33 Hysan Avenue
Causeway Bay, Hong Kong
Téléphone : (852) 2910-2600

Tokyo

MFC Global Investment Management (Japan) Limited
Kyobashi TD Building 7F
1-2-5 Kyobashi, Chuo-ku, Tokyo 104-0031
Japon
Téléphone : (81) 3-5204-5540

Gestion des placements mondiaux MFC^{MD} (« GPM MFC ») est la division de gestion de l'actif de la Société Financière Manuvie. Le groupe diversifié de sociétés et sociétés apparentées de Placements mondiaux MFC offre des solutions complètes de gestion de l'actif pour les investisseurs institutionnels, les fonds d'investissement et les individus sur des marchés clés à travers le monde. Cette expertise en matière d'investissement englobe une gamme complète de classes d'actifs, y compris les actions, les titres à revenu fixe et les investissements alternatifs comme le pétrole et le gaz, l'immobilier, le bois d'œuvre, les terres agricoles, de même que les stratégies d'affectation de l'actif. Placements mondiaux MFC a des bureaux de placement aux États-Unis, au Canada, au Royaume-Uni, au Japon, à Hong Kong et partout en Asie. Pour de plus amples renseignements concernant Placements mondiaux MFC, consultez www.mfcglobal.com. Gestion des placements mondiaux MFC^{MD}, Manuvie et le logo sont des marques déposées de La Compagnie d'assurance-vie Manufacturers et sont utilisées par celle-ci et par ses sociétés apparentées, y compris la Société Financière Manuvie.

Les opinions exprimées sont celles de Gestion des placements mondiaux MFC^{MD} en date d'octobre 2010 et sont sujettes à changement en fonction de la conjoncture du marché et d'autres conditions. Les informations présentées dans le présent document, y compris les énoncés concernant les tendances des marchés financiers, sont fondées sur la conjoncture du marché, laquelle varie ; elles peuvent changer à la suite d'événements ultérieurs touchant le marché ou pour d'autres motifs. Placements mondiaux MFC décline toute responsabilité de mettre à jour ces renseignements. Tous les aperçus et commentaires sont de nature générale et d'intérêt courant. Bien qu'utiles, ces aperçus ne peuvent se substituer à des conseils fiscaux, financiers et juridiques professionnels. Les clients devraient demander des conseils professionnels adaptés à leur situation particulière. Ni la Financière Manuvie, ni Gestion des placements mondiaux MFC^{MD}, ni aucun de leurs représentants ou sociétés apparentées ne fournissent de conseils fiscaux, financiers ou juridiques. Les rendements passés ne garantissent pas les résultats futurs. Le présent document a été préparé à titre informatif seulement et ne constitue ni une offre ni une invitation à quiconque, de la part de Placements mondiaux MFC, à acheter ou à vendre un titre, non plus qu'il n'indique une intention de réaliser une opération dans un fonds ou un compte géré par Placements mondiaux MFC.