



George Stedman, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal

RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
1501 McGill College, Suite 2150
Montréal, QC, H3A 3M8
Tél: 514-840-7626
Fax: 514-840-7639
george.stedman@rbc.com
www.georgestedman.com

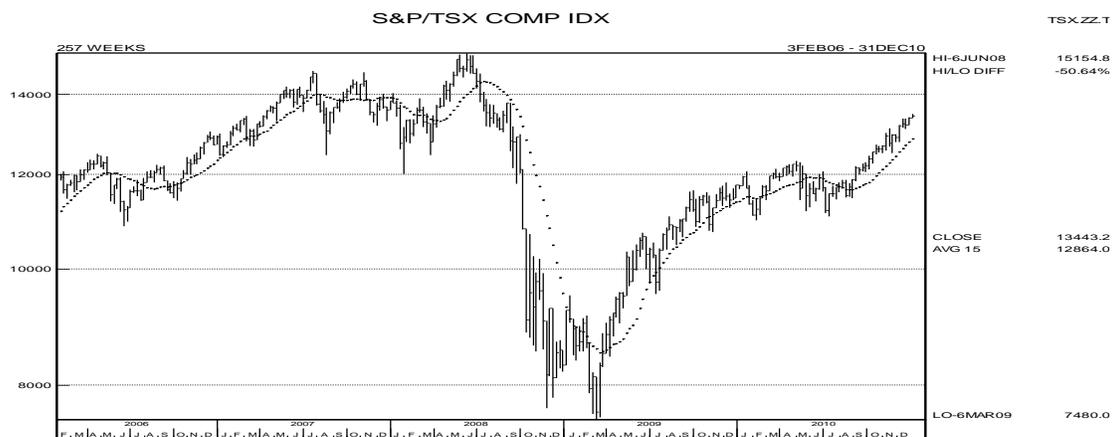
Fin D'année 2010

En 2010, les cours boursiers et l'économie ont continué de se rétablir après le traumatisme de 2008. Au Canada, l'un des pays les mieux placés, le PIB réel et l'emploi sont désormais revenus aux niveaux d'avant la récession :



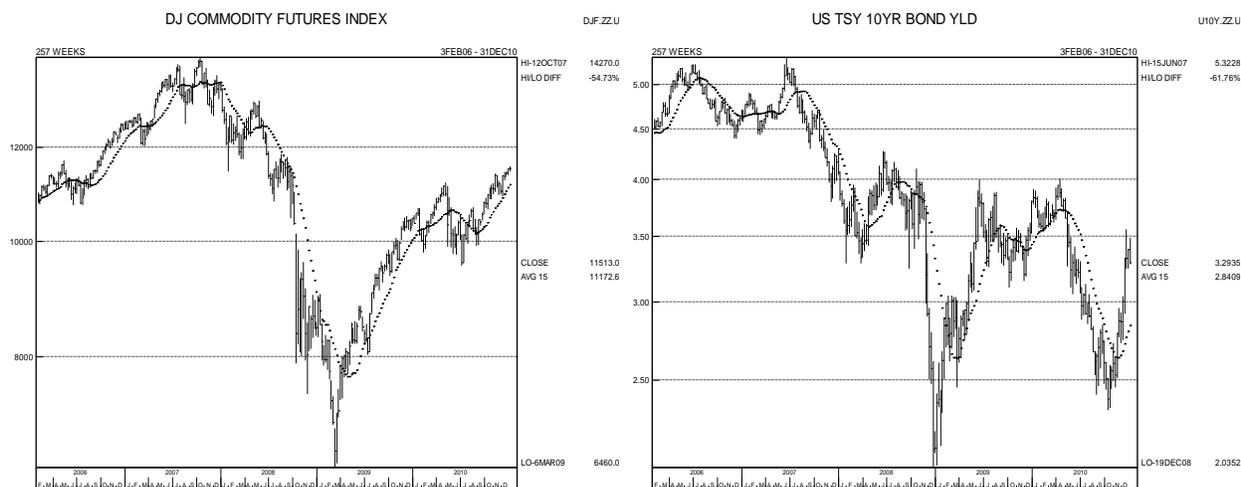
Source : Statistique Canada : 14 janvier 2011

Les cours des actions canadiennes, stimulés par les prix des matières premières, sont également presque revenus au niveau où ils se trouvaient lorsque le pétrole a atteint son pic en 2008 :



RBC MARCHÉS DES CAPITAUX 18 JAN 2011

L'indice S&P 500 (l'indice des grandes entreprises américaines) est passé de 1 219 en avril à 1 010 en été, alors que tout le monde parlait d'une deuxième récession. Il a terminé l'année à 1 257. Ce qui a changé, c'est que le 22 août, le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, a prononcé un discours lors d'une conférence à Jackson Hole, dans le Wyoming. Il a laissé entendre que la Réserve fédérale allait de nouveau recourir à l'assouplissement quantitatif (j'ai évoqué le QE2 au trimestre dernier) et à partir de ce moment, les actions ont décollé. L'augmentation de la dette publique a jusqu'à présent été bonne pour les cours des actions, des matières premières et du dollar canadien, mais mauvaise pour les cours des obligations (rappelez-vous que les prix des titres à revenu fixe chutent lorsque les taux d'intérêt augmentent). Le rendement des obligations du Trésor américain à dix ans est passé de 2,35 % l'automne dernier à 3,5 % à la fin de l'année :



RBC MARCHÉS DES CAPITAUX 18 JAN 2011

La Fed est désormais de loin le plus gros acheteur et détenteur de bons du Trésor américain. Sinon, les rendements obligataires seraient encore plus élevés. Le bilan de la Fed finira par se remplir.

Sur le marché boursier, deux facteurs semblent avoir joué un rôle. 1) Les investisseurs ont un appétit accru pour le risque et 2) une suspicion accrue à l'égard de l'endettement des États.

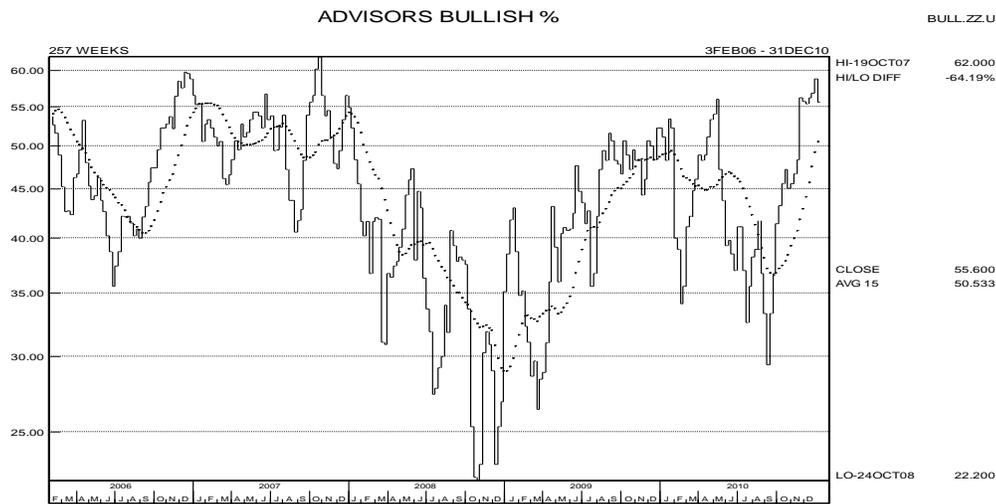
Depuis l'hiver 2008-2009, le « risk-on » a conduit à de fortes hausses des actions, en particulier sur les marchés émergents, les matières premières et les devises liées aux matières premières.

Par ailleurs, certains investisseurs semblent avoir commencé à remarquer non seulement les problèmes d'endettement de la zone euro, mais aussi que la dette publique américaine, à 96 % du PIB, a atteint un niveau qui a toujours causé des problèmes et pas seulement dans les pays du tiers-monde. Les actifs réels – lingots, matières premières et sans doute les actions – offrent une alternative à la confiance dans les devises. (Vous voyez, il est possible d'être pessimiste tout en étant optimiste à propos des actions). Bien que les États-Unis aient beaucoup parlé des emprunts publics, les politiciens ne semblent s'attaquer sérieusement qu'aux symboles des dépenses, et non aux programmes sociaux (sécurité sociale, retraites, Medicaid) et aux dépenses militaires qui constituent la majeure partie des dépenses publiques américaines.

On soupçonne de plus en plus que les gouvernements des États-Unis, mais aussi d'Europe, du Japon et d'autres pays ne seront pas en mesure d'augmenter les impôts ou de réduire suffisamment les dépenses publiques pour honorer leurs obligations. Pour les Canadiens, toute cette inquiétude au sujet des dettes publiques est un cas de déjà-vu. En 1995, le Canada était plus endetté que l'Italie et le huard était connu sous le nom de peso du Nord. La dette publique canadienne a atteint 110 % du PIB. Un tiers des recettes publiques a été consacré aux frais d'intérêts. En comparaison, les frais d'intérêts absorbent aujourd'hui 10 % des recettes fiscales américaines (voir *The Canadian Century: Moving Out of America's Shadow*, de Crowley, Clemens et Veldhuis). La menace d'une intervention du Fonds monétaire international et l'expansion de l'économie mondiale ont aidé le Canada à remettre de l'ordre dans ses finances publiques. Les mesures d'austérité drastiques annoncées récemment par le nouveau gouvernement du Royaume-Uni auraient été calquées sur le succès remporté par le Canada en réduisant les dépenses publiques en seulement deux ans au milieu des années 1990 sous Jean Chrétien et son ministre des Finances, Paul Martin. Par ailleurs, si les gouvernements ne sont pas en mesure de payer leurs dettes, plutôt que de faire défaut, ils peuvent plutôt imprimer de la monnaie et créer de l'inflation pour réduire leurs obligations futures réelles.

Au cours des 30 dernières années (la durée de ma carrière), les taux d'intérêt et l'inflation ont plus ou moins régulièrement baissé et les obligations à long terme ont donc été des investissements extraordinairement bons. Une renaissance des pressions inflationnistes constituerait un profond changement générationnel. Alors que nous jouons avec cette possibilité, nous avons par exemple introduit des actions privilégiées à taux variable dans les comptes imposables et avons conservé certaines obligations à court terme comme assurance contre l'inflation future.

En 2009, et jusqu'à l'automne dernier, les investisseurs se sont rués sur les obligations. Plus récemment, ils ont retrouvé un appétit pour les actions. Investor's Intelligence rapporte que le pourcentage de conseillers optimistes est à son plus haut niveau depuis 2007 :



Dans ce contexte, je suis heureux de détenir un peu de liquidités, ou du moins des obligations à court terme. Le trimestre dernier, j'ai cité Bruce Berkowitz qui expliquait que les grands investisseurs avaient en commun de ne jamais manquer de liquidités. Récemment, Jeremy Grantham de GMO a déclaré que les investisseurs qui dédaignent le rendement nul actuellement disponible sur les liquidités sous-estiment le « caractère optionnel » des liquidités, la valeur d'avoir de l'argent à investir lorsque des opportunités se présentent. Les actions ont presque doublé depuis mars 2009, il pourrait bien y avoir une « correction » et ma prédiction pour les actions en 2011 est la suivante : je m'attends à une certaine volatilité.

J'ai souvent souligné que le schéma saisonnier habituel des actions suggère d'acheter à l'automne. L'année dernière, cependant, les plus bas ont été atteints en juillet. En janvier dernier, j'ai attiré l'attention sur le cycle présidentiel, suggérant le début d'un nouveau cycle de quatre ans fin 2010 et une bonne année 2011 pour les cours des actions. La raison d'être d'un cycle présidentiel est que, dans la troisième année du mandat d'un président, il se concentre généralement sur la réélection de son parti. Par exemple, mettre General Motors en faillite au cours de la première année de la présidence Obama et le sortir de la faillite à la fin de la deuxième année ne constitue peut-être pas une recette sûre pour un succès électoral, mais réduire les impôts devrait aider. Obama a récemment accepté de prolonger les prétendues réductions d'impôts de Bush.

On dit qu'après un long dîner, un journaliste a demandé au Premier ministre britannique Harold Macmillan ce qui était le plus susceptible de faire dérailler le gouvernement. Il a répondu : « Les événements, mon cher, les événements. » Il en va de même pour les investissements. Prévoir est amusant, mais les événements se produisent et se produiront sans doute aussi en 2011.

Nous vous souhaitons une bonne année.

Sincèrement,

George Stedman, CFA
 Gestionnaire de portefeuille principal
Veillez nous rendre visite sur www.georgestedman.com