

# Revue et perspectives

## LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT FREINERA-T-ELLE LA PROGRESSION DES MARCHÉS BOURSIERS?

Les marchés boursiers mondiaux connaissent une forte remontée pour l'année en cours, à la faveur de bénéfices supérieurs aux prévisions et de taux d'intérêt relativement faibles. Néanmoins, les taux d'intérêt à court et à long terme ont grimpé dans la plupart des pays, dans le contexte d'une croissance économique étonnamment élevée. Ainsi, aux États-Unis, les taux d'intérêt à 10 ans ont franchi le cap du 5 %, mettant fin à une longue baisse tendancielle amorcée en 1981. En fait, en juin 2003, les taux à long terme ont atteint un plancher de 3,1 %, mais les marchés boursiers ont continué d'afficher des gains importants. Reste à savoir si les taux d'intérêt demeureront dans les fourchettes établies depuis 2001 ou s'ils amorceront une tendance à la hausse.

### Taux d'intérêt à court terme

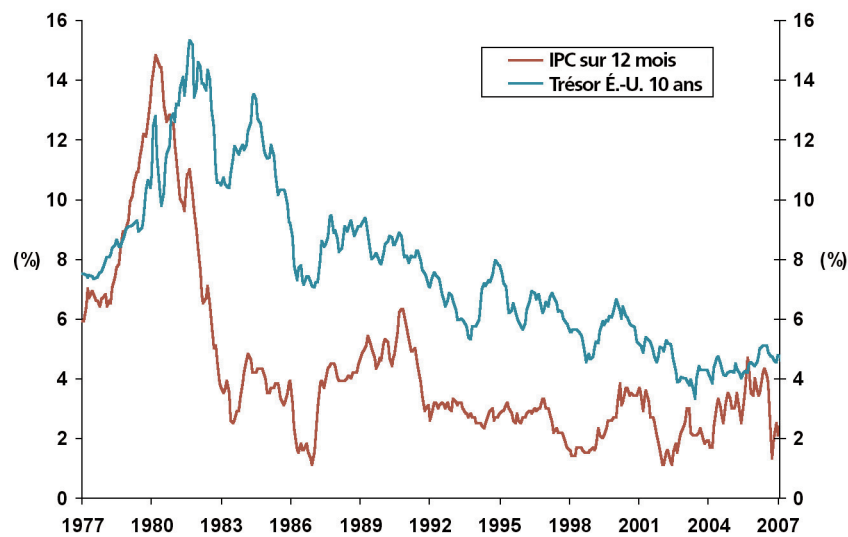
Jusqu'à tout récemment, la plupart des participants aux marchés des capitaux s'attendaient à ce que la Réserve fédérale abaisse les taux d'intérêt à court terme en 2007. Toutefois, en raison d'une croissance économique plus importante que prévue aux États-Unis et des

inquiétudes que suscite la hausse de l'inflation mondiale, cette éventualité n'est même plus envisagée. L'inflation continue d'inquiéter Ben Bernanke et la Réserve fédérale, qui maintiennent l'orientation restrictive de leur politique monétaire. Bien que les indicateurs de l'inflation soient volatils, une tendance se dessine. Or, même si le risque est modéré, il n'en demeure pas moins un risque.

### Taux d'intérêt à long terme

Les taux d'intérêt à long terme sont établis bien différemment des taux d'intérêt à court terme qui, eux, sont en grande partie fixés par les banques centrales à l'échelle mondiale. En fait, les taux à long terme sont essentiellement établis sur le marché en fonction de l'offre et de la demande. Lorsque la demande d'obligations est supérieure à l'offre, les taux d'intérêt à long terme diminuent et les prix des obligations grimpent du fait de leur relation inverse, et vice-versa. La forte expansion des fonds de capitaux a largement contribué à la forte demande de titres à revenu fixe et d'actions. Cette demande a favorisé le maintien de faibles taux d'intérêt à long terme, un phénomène qualifié « d'énigme » par M. Alan Greenspan. Les pétrodollars, les banques centrales, les fonds de placements privés et les fonds de couverture ont intensifié la concurrence pour les actifs financiers, tout en continuant de soutenir la progression des marchés.

### Inflation et taux d'intérêt à 10 ans aux É.-U.



### Accroissement de la demande d'actions

Les fonds d'épargne d'État (FEE) sont des fonds de capitaux qui ont récemment gagné en visibilité et dont l'actif totalise environ 2,5 billions de dollars. Plus importants que les fonds de couverture (actif total compris entre 1,5 et 2 billions de dollars), les FEE devraient enregistrer une croissance de 500 milliards de dollars par année. Ils permettent aux pays de diversifier l'actif de leurs banques centrales ailleurs que dans des placements passifs, constitués essentiellement d'obligations du Trésor américain, de façon à obtenir de meilleurs rendements corrigés de l'inflation. La Chine est sur le point de créer un tel fonds qui sera doté d'un actif initial de 300 milliards de dollars. Il s'agira du plus important fonds de capitaux de placement constitué par un gouvernement. Bien que rien ne filtre généralement de leurs placements, les FEE feront désormais l'objet d'une surveillance plus étroite :

## Fonds d'épargne d'État

Classement des principaux fonds selon l'actif

Pays	Nom du fonds	Actifs (G\$)
Émirats arabes unis	Abu Dhabi Investment Authority	875
Singapour	GIC	330
Arabie saoudite	Fonds variés	300
Norvège	Fonds de retraite gouvernemental – mondial	300
Chine	State FX Investment Corp and Hueijing Co	300
Singapour	Temasek Holdings	100
Koweït	Kuwait Investment Authority	70
Australie	Australian Future Fund	40
É.-U. (Alaska)	Permanent Reserve Fund	35
Russie	Fonds de stabilisation	32
Brunei	Brunei Investment Authority	30
Corée du Sud	Korea Investment Corporation	20
Malaisie	Khazanah Nasional BHD	18
Taïwan	National Stabilisation Fund	15
Canada	Fonds d'épargne du patrimoine de l'Alberta	13
Iran	Fonds de stabilisation des produits pétroliers	11

Source : Estimation de Morgan Stanley

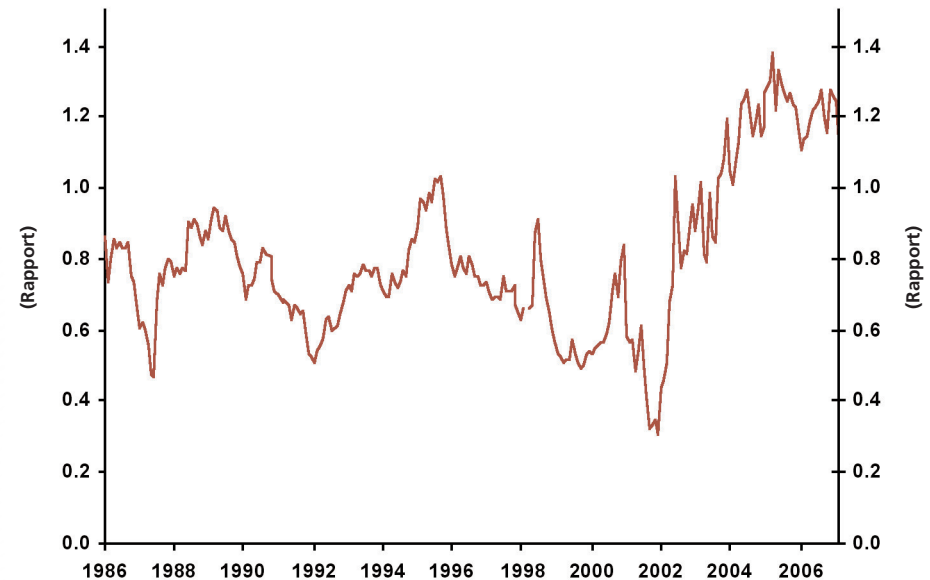
## Diminution de l'offre d'actions

L'accroissement de la demande d'actions s'est accompagnée d'une baisse de l'offre attribuable aux importants rachats d'actions, aux acquisitions d'entreprises par des fonds de placements privés et au faible volume de premiers appels publics à l'épargne, qui ont entraîné une réduction nette des actions pouvant être achetées. Le bassin d'actions a particulièrement diminué au Canada où il y a eu 1 968 fusions et acquisitions en 2006, pour une valeur totale de 257 milliards de dollars.

## Valorisations attrayantes des actions par rapport aux obligations

Les obligations continuent de nous paraître moins intéressantes que les actions, selon le rapport entre le rendement des bénéfices des actions et les taux obligataires. En fait, les ratios bénéfices/cours des actions dépassent les taux obligataires d'environ 0,5 %, ce qui indique que la valeur relative des actions demeure bonne, compte tenu de la moyenne historique de 0,7 enregistrée depuis le milieu des années 1980.

## Rapport entre le rendement des bénéfices du S&P 500 et le taux des obligations à 10 ans du Trésor américain



## Conclusions et perspectives

Le niveau actuel des taux d'intérêt ne devrait pas freiner la progression des marchés boursiers. Il traduit toutefois une certaine vigueur de l'économie mondiale et certains signes d'inflation, laquelle, selon nous, présente un risque modéré. L'inflation étant causée à 66 % par les salaires, nous avons bon espoir que cette portion sera contenue grâce à la poursuite de la mondialisation et à certaines mesures comme l'impartition. Les risques d'inflation sont modestes, les valorisations raisonnables et les bilans solides, pendant que la demande d'actions par les investisseurs stratégiques et passifs demeure élevée. Malgré la persistance d'une certaine volatilité, les marchés des capitaux assimileront les récentes hausses des taux d'intérêt et regagneront le terrain perdu, plus tard au cours de l'année.

ÉQUIPE DE GESTION DE PLACEMENTS DE SCOTIA CASSELS<sup>MC</sup>

<sup>MC</sup> Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse. Le Groupe Gestion privée Scotia réunit un ensemble de services destinés à la clientèle privée parmi ceux offerts par La Banque de Nouvelle-Écosse, La Société de fiducie Banque de Nouvelle-Écosse, Gestion de placements Scotia Cassels Limitée, Scotia Cassels U.S. Investment Counsel Inc. et ScotiaMcLeod, une division de Scotia Capitaux Inc., toutes membres du Groupe Banque Scotia. Scotia Capitaux Inc. est membre du FCPE.