

Vers une reprise mondiale synchronisée en 2014?

Par Clément Gignac, M. Sc. écon.

Vice-président principal et économiste en chef
Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

Sébastien Mc Mahon, M. Sc. écon., PRM

Économiste, Placements
Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

Comme c'est la tradition chaque fin d'année, l'heure du bilan est arrivée. Notre grand optimisme du début d'année envers l'économie américaine était finalement fondé, même si l'embellie s'est fait attendre jusqu'à la deuxième moitié de l'année. Ce sont en fait la majorité des économies avancées qui ont pris la position de tête en 2013, menées par les États-Unis, le Canada et le Japon (graphique 1). L'Allemagne a elle aussi donné un bon coup de main en aidant l'Europe à sortir de récession pendant que la France flirtait dangereusement avec une rechute. Du côté du Royaume-Uni, après avoir imposé une période difficile d'austérité en pleine crise économique mondiale, la classe politique a accueilli avec soulagement la reprise d'une demande intérieure carburant à plein régime, alimentée par une hausse de la confiance.

Du côté des marchés boursiers, le S&P 500 a offert une performance exceptionnelle avec une poussée dépassant 30 % à la suite d'un gain de près de 14 % en 2012. En fait, l'année 2013 fera désormais partie du palmarès des dix meil-

leures années du dernier siècle! Au Canada, le S&P/TSX a, pour une deuxième année consécutive, moins bien performé de plus de 10 % (près de 20 % si l'on tient compte de l'impact de la devise) par rapport à la Bourse américaine en raison du poids important que représente le secteur des ressources.

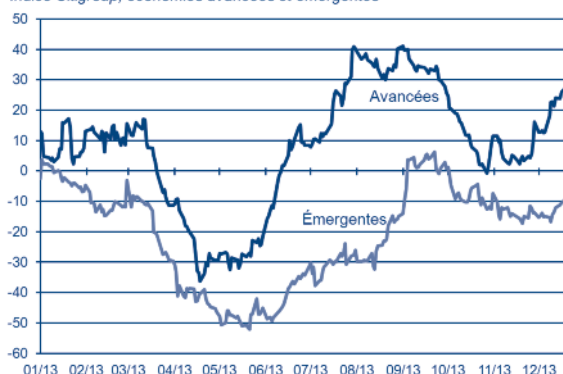
La Réserve fédérale (la Fed) a dominé l'actualité et influencé les marchés tout au long de l'année, bien que le changement de cap de la politique monétaire n'ait été officiellement annoncé qu'en fin d'année. Du même coup, le marché obligataire a connu une année très difficile en raison de la réduction appréhendée de la détente quantitative qui a poussé à la hausse les taux américains de 10 ans par près de 160 points depuis le début de mai.

L'année 2014 devrait être celle de la synchronisation au sein des économies avancées. Si l'on

Graphique 1

Indice de surprise économique

Indice Citigroup, économies avancées et émergentes



Source : IA

erre d'aller. Les actions décisives du nouveau gouvernement nippon devraient permettre au Japon de sortir de la déflation, et les marchés émergents devraient vraisemblablement passer un début d'année difficile en raison de la fin de la détente quantitative. De son côté, l'économie canadienne pourrait malheureusement décevoir en 2014 en raison des consommateurs endettés qui ne pourront pas suivre éternellement la cadence et du commerce extérieur qui souffre encore d'un huard surévalué.

Monde

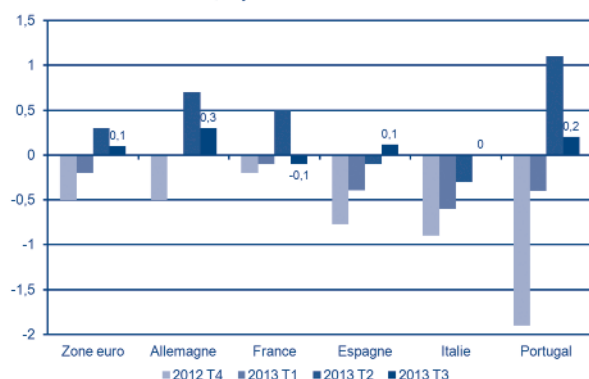
Nous parlions au trimestre dernier de la synchronisation de la croissance des économies avancées. Ce thème s'est poursuivi au quatrième trimestre, mais c'est maintenant le ralentissement synchronisé de l'inflation qui retient l'attention, puisque quelques banques centrales, dont la Banque du Canada, ont été forcées à opter pour une politique monétaire encore plus accommodante.

En fait, malgré tout l'argent neuf ayant été imprimé dans les dernières années, l'inflation recule progressivement au sein des premières économies mondiales. Il est difficile de voir d'où pourrait provenir la prochaine source d'inflation, surtout dans la situation actuelle où les écarts de production (différence entre la

Graphique 2

Zone euro : de retour à une croissance fragile

Taux de croissance trimestriel, à rythme annualisé



Source : IA

production réelle et la capacité de production des économies en situation de plein emploi) demeurent élevés ou se sont creusés en cours d'année. Il se peut que la dépréciation de certaines devises crée de l'inflation locale en 2014, mais la tendance à la baisse pourrait être difficile à renverser.

Du côté du Japon, le bilan de 2013 du plan du gouvernement Abe se résume ainsi : *so far, so good!* Les signes indiquant que le plan fonctionne sont indéniables : l'inflation a atteint 1,5 %, le yen a perdu 15 % de sa valeur en 2013 (25 % depuis septembre 2012) et l'indice Nikkei a bondi de 50 % (plus de 70 % depuis septembre 2012). De plus, la confiance des entreprises se situe à un sommet jamais vu en 6 ans. Le gouverneur de la Banque du Japon estime en fait que nous en sommes à la mi-chemin et que les vrais tests auront lieu en 2014. La hausse de la taxe de vente, qui passera de 5 % à 8 % en avril, devrait créer de la volatilité puisque les consommateurs et les entreprises devanceront fort probablement une part de leurs achats au premier trimestre (nous nous attendons en fait à une bonne croissance du PIB au premier trimestre et à un important recul au second en raison de cet effet de déplacement de la demande). Le nerf de la guerre quant au retour de l'économie japonaise

à la prospérité demeure les réformes structurelles. Celles-ci visent principalement à améliorer la productivité en augmentant la participation des femmes au marché du travail et en retardant l'âge de la retraite. Bref, les premières « flèches » du plan Abe ont atteint la cible et le gouvernement passe maintenant à la phase décisive.

En Chine, la croissance est finalement revenue à la hausse après trois trimestres de ralentissement. L'économie chinoise croît présentement à un rythme annuel de 7,8 %, légèrement au-dessus de la cible fixée par l'administration en 2013. La production industrielle et les ventes au détail progressent elles aussi selon les attentes, reflétant la mise en place en cours d'année d'un « ministimuli » fiscal par le gouvernement, composé de dépenses liées aux chemins de fer et de baisses d'impôts. Après avoir été une source d'inquiétude en début d'année, la Chine est revenue à l'avant-plan de l'économie mondiale au moment où l'on se positionnait mondialement pour la fin de la détente quantitative aux États-Unis (et même pendant quelques semaines pour la possibilité d'un défaut de paiement sur la dette américaine). Tout comme le Japon, la Chine est en train de mettre en place d'importantes réformes structurelles dont le succès dictera sa trajectoire pour les prochaines années.

Les autres économies émergentes ne sont toutefois pas dans une position aussi avantageuse. L'année 2013 nous a permis de constater à quel point elles sont vulnérables à l'assèchement de la liquidité au sein des économies avancées. Les pays émergents carburent principalement aux

Tableau 1 – Rendements du marché obligataire canadien au 31 décembre 2013

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice obligataire universel DEX	0,4	(1,2)
Indice d'obligations à court terme DEX	0,8	1,7
Indice d'obligations à moyen terme DEX	0,4	(0,6)
Indice d'obligations à long terme DEX	(0,2)	(6,2)
DEX Canada	0,0	(1,5)
DEX Provinces	0,4	(2,7)
DEX Municipalités	0,6	(0,8)
DEX Sociétés	0,9	0,8

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

investissements étrangers et ont besoin d'injections de capitaux étrangers afin de soutenir leur croissance. Certes, la Fed n'est pas la seule banque centrale à imprimer de l'argent (la Banque du Japon s'apprête même à éclipser d'une forte marge la barre atteinte par la Fed), mais le retrait de sa politique de détente quantitative pèsera nécessairement lourd sur les entrées de capitaux dans ces pays.

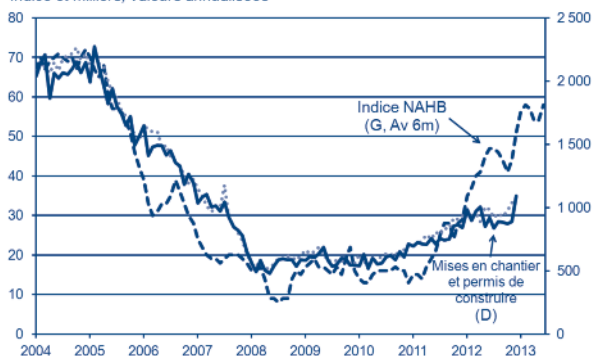
L'année 2014 devrait donc être une année d'ajustements pour les pays émergents où le financement des investissements pourrait devenir plus difficile. Pour le moment, nous trouvons préoccupant le fait qu'une compagnie telle Cisco, un excellent baromètre des conditions d'investissement mondiales, rapporte que la fin du troisième trimestre a été un point tournant important dans les pays émergents. La demande d'investissements y aurait brusquement chuté et l'environnement rappelle même celui de 2009. De plus, le recul de la demande compterait parmi les plus rapides répertoriés.

Finalement, en Europe, les plus récentes données confirment à quel point la sortie de récession sera lente, inégale et fragile. Bien que l'Allemagne (première économie européenne) continue d'occuper la position de tête avec une demande intérieure vigoureuse et un commerce extérieur en pleine santé, la situation n'est pas aussi rose ailleurs. La France (deuxième économie européenne) se dirige tout droit vers une nouvelle récession et l'Italie (troisième économie européenne) n'en est toujours pas sortie (graphique 2). Et c'est sans compter les

Graphique 3

É.-U. : Le secteur immobilier termine l'année sur une note positive

Indice et milliers, valeurs annualisées



Source : IA

AU 31 DÉCEMBRE 2013

pays du sud (Grèce, Espagne, Portugal) qui souffrent toujours des effets de l'éclatement de la bulle de crédit et de leur adhésion à la monnaie commune. Les ajustements doivent donc passer par l'économie réelle : hausse marquée des défauts de paiement, chute soutenue des salaires et des prix des maisons, etc. Sans compter le taux de chômage qui se maintient à un taux record de 12,2 % à l'échelle continentale. Toutes ces pressions sur la demande ont pesé sur le taux d'inflation, dont la trajectoire baissière soutenue a forcé la Banque centrale européenne (BCE) à diminuer son taux directeur et à revoir ses prévisions de croissance du PIB et d'inflation à 1,1 % chacun en 2014.

États-Unis

L'économie américaine termine l'année sur une note très positive. La croissance du PIB au troisième trimestre a été révisée à la hausse, le marché immobilier reprend de plus belle après une légère pause en octobre, le taux de chômage a finalement atteint 7 %, le sénat et la chambre des représentants se sont entendus, pour la première fois depuis 2011, sur un plan budgétaire, et la Fed estime finalement que la situation du marché du travail permet d'enclencher le fameux « tapering », soit l'abolition progressive du programme de détente quantitative.

Quant au bond spectaculaire de 4,1 % du PIB enregistré au troisième trimestre, près du

tiers provenait des inventaires, suggérant à première vue qu'une part de cette croissance avait été « empruntée » à celle du quatrième trimestre. En creusant un peu plus, on réalise toutefois que ces craintes pourraient être injustifiées, la forte majorité de cette hausse des inventaires étant concentrée dans le secteur de l'automobile, un secteur dont les ventes croissent rapidement et s'approchent des niveaux d'avant la crise. De plus, le rapport ISM de décembre (un sondage effectué auprès de plus de 300 grandes entreprises américaines) indique que seulement 17 % des grandes entreprises estiment posséder un inventaire excessif, un résultat en baisse par rapport aux 28 % des mois précédents. On note aussi que 83 % des entreprises sondées rapportent une croissance de la demande pour leurs produits, par rapport à 33 % seulement à pareille date l'an dernier. Tout ceci donne à penser que l'accumulation d'inventaire n'est pas causée par une faiblesse de la demande, mais plutôt par un élan de confiance des entreprises qui se positionnent en vue d'une amélioration de la situation au cours des prochains trimestres. Les conditions sont donc réunies pour une accélération des embauches et des investissements en 2014.

Malgré la fermeture du gouvernement en octobre (fermeture qui a duré un peu plus de deux semaines et devrait avoir retranché 300

millions de dollars par jour au PIB du quatrième trimestre, ce qu'on peut relativiser en considérant que le PIB annuel américain est de 15,7 trillions de dollars, soit 15,7 millions de millions de dollars), la confiance des consommateurs et des entreprises n'a été que temporairement atteinte : les ventes d'automobiles carburant à un rythme annuel s'approchant de la période d'avant la crise,

Tableau 2 – Rendements du marché au 31 décembre 2013

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours DEX	0,2	1,0
Indice obligataire universel DEX	0,4	(1,2)
Indice composé S&P/TSX	7,3	13,0
S&P 500 (\$ CA)	14,3	41,5
MSCI - EAEO (\$ CA)	9,3	31,3
MSCI - Monde (\$ CA)	11,7	35,4
TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)	3,4	6,9

l'indice NAHB de confiance des constructeurs se situe à un sommet de 7 ans (graphique 3), les mises en chantier se situent à un niveau record jamais vu en 5 ans et, en novembre, les plus récentes enquêtes auprès des ménages ont montré une augmentation étonnante de la confiance.

La croissance des ventes au détail pointe dans la même direction, suggérant que 2014 démarrera sur un élan de confiance. Il ne faut pas perdre de vue que, au plan macroéconomique, les dépenses des uns sont les revenus des autres et que c'est la confiance qui pousse les ménages à consommer et les entreprises à investir. La confiance n'est rien d'autre que l'ingrédient secret de la vitalité économique!

Canada

L'économie canadienne est plus difficile à caractériser que l'économie américaine. L'activité économique est largement au-dessus de son niveau d'avant la crise, surclassant en cela les autres partenaires du G-7 (graphique 4). Malgré cet exploit imputable à une gestion prudente des finances publiques dans les années préalables à la crise et à un système bancaire conservateur et bien capitalisé, la croissance continue d'être alimentée principalement par la consommation des ménages dont l'endettement va de record en record.

Que nous réservera l'année 2014? Difficile à dire. Le secteur immobilier continue de susciter des inquiétudes, comme nous le rappelle l'hebdomadaire The Economist chaque trimestre (graphique 5), mais il semble qu'une bonne part de l'évaluation élevée de l'immobilier soit imputable à la croissance de la

Tableau 3 – Rendements du marché au 31 décembre 2013

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	5,7	13,6
Matériaux	(2,0)	(29,1)
Industrie	16,3	37,5
Consommation discrétionnaire	8,0	43,0
Biens de consommation de base	4,1	23,6
Santé	13,8	72,1
Finance	10,0	23,7
Technologies de l'information	7,3	37,3
Télécommunications	6,9	13,1
Services aux collectivités	3,1	(4,1)
Indice composé S&P/TSX	7,3	13,0

AU 31 DÉCEMBRE 2013

population âgée de 20 à 44 ans, favorisée par une contribution importante de l'immigration. Somme toute, bien qu'aucun effondrement ne soit à prévoir dans un avenir proche, le marché immobilier canadien est dispendieux et vulnérable à une remontée éventuelle des taux d'intérêt et à un ralentissement des flux migratoires au pays.

Le véritable déterminant de la croissance de l'économie canadienne en 2014 sera le commerce extérieur. Une chose semble certaine : lorsque les importations américaines reprendront enfin du service, le commerce extérieur n'appuiera pas autant la croissance que dans les années 90. Premièrement, bien que l'on cultive souvent l'idée que l'économie du Canada en est une d'exportation, le commerce extérieur n'a à peu près pas contribué à la croissance depuis 2000 (graphique 6). Deuxièmement, l'appréciation du huard au cours de la dernière décennie a érodé la compétitivité de l'économie canadienne et a fait virer au rouge le compte courant. Cela a eu pour résultat de faire tomber en chute libre les parts de marché des exportations canadiennes vers les États-Unis et le reste du monde (graphique 7). Finalement, ce manque de compétitivité a poussé certaines industries d'exportation, comme celle de l'automobile, à quitter le pays et à s'installer ailleurs, dont au sud de la frontière.

Bref, bien que la Banque du Canada ne cible pas nommément la valeur du dollar canadien, les autorités se réjouissent sans doute de sa dépréciation récente, question de redonner aux industries canadiennes une dose de compétitivité et d'augmenter ainsi l'apport potentiel du commerce extérieur à la croissance du PIB au cours des prochaines années.

Tableau 4 – Allocation d'actifs : fonds diversifié (FU040)

	Min.	Neutre	Max.	Pondération actuelle	Surpondération (+)/ Sous-pondération (-)	Variation en cours de trimestre
Marché monétaire	0	5	25	7,5 %	+2,5 %	-0,5 %
Obligations canadiennes	20	45	70	25,0 %	-20,0%	0,0 %
Obligations internationales	0	0	15	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Total – Obligations	20	45	70	25,0 %	-20,0 %	0,0 %
Actions canadiennes	5	25	45	35,5 %	+10,5 %	-1,5 %
Actions États-Unis	5	12,5	45	18,0 %	+5,5 %	-1,5 %
Actions internationales	5	12,5	45	14,0 %	+1,5 %	+3,5 %
Total – Actions étrangères	10	25	45	32,0 %	+7,0 %	+2,0 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

Marchés financiers

Ça y est, le « tapering » a été annoncé à l'issue de la rencontre du *Federal Open Market Committee* (comité FOMC) le 18 décembre. La première étape consiste à diminuer de 5 milliards les achats mensuels de bons du Trésor et du même montant les achats de titres hypothécaires en faisant passer le rythme mensuel d'achats de 85 milliards à 75 milliards de dollars. Les révisions subséquentes dépendront de la qualité des données mensuelles, et chaque diminution additionnelle sera décidée et annoncée lors des prochaines rencontres du comité FOMC.

La Fed estime que le marché du travail fait montre d'une appréciation suffisante et que le temps est venu de réduire le rythme de la stimulation monétaire, mais elle insiste bien sur le fait que la reprise n'est toujours pas, selon elle, suffisamment viable pour marcher sans béquilles.

La décision était relativement anticipée par le marché obligataire qui s'était positionné pour une annonce en décembre plutôt qu'en 2014. Les taux de 10 ans américains étaient déjà

passés de 2,5 % à 2,8 % entre octobre et décembre en raison de la qualité des données économiques et n'ont pratiquement pas réagi lors de l'annonce. Les marchés boursiers mondiaux ont quant à eux acclamé la nouvelle, et le dollar canadien semble se positionner pour poursuivre le recul entamé plus tôt en 2013.

Maintenant que le ralentissement des achats par la Fed est enclenché, on s'attend à ce que les taux de 10 ans franchissent progressivement la barre des 3,0 % et se négocient dans une nouvelle fourchette située entre 3,25 % et 3,50 % d'ici l'été prochain. La partie courte de la courbe devrait être moins sensible puisque la Fed semble avoir réussi à bien ancrer les attentes voulant qu'elle n'augmentera pas son taux directeur avant que l'inflation n'ait significativement accéléré le rythme (au-dessus de 2,5 %) et que le taux de chômage ne passe sous la barre des 6,5 %.

Le marché obligataire canadien a terminé l'année 2013 sur un ton positif, l'indice obligataire universel DEX présentant un gain de 0,4 % au quatrième trimestre. Les obligations à court terme ont affiché un gain de 0,8 % pendant que les titres à long terme ont reculé de -0,2 %. Les obligations de sociétés BBB sortent quant à elles gagnantes grâce à un gain de 1,1 % au dernier trimestre de l'année. Pour l'année, seules les obligations de sociétés (+0,8 %) et les obligations à court terme (+1,7 %) ont affiché des gains, alors que l'indice obligataire universel DEX a reculé de -1,2 % et les obligations à long terme de

Tableau 5 – Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 31 décembre 2013

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	Gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours DEX	1,00 %	+	0,00 %	=	1,00 %
Indice obligataire universel DEX	3,60 %	+	(6,60 %)	=	(3,00 %)
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes					6 % à 8 %

AU 31 DÉCEMBRE 2013

-6,2 %. Les grandes perdantes de l'année sont les obligations à rendement réel qui affichent un recul de -13,1 %.

La Bourse américaine a terminé en force l'une des meilleures années de son histoire et va de sommet en sommet depuis la fin d'octobre avec un rendement trimestriel total de 10,5 % (14,3 % en dollars canadiens) pour le S&P 500 et de 32,4 % pour l'année (41,5 % en dollars canadiens). Les secteurs cycliques ont passé l'année 2013 à la locomotive (graphique 8), menés par la consommation discrétionnaire (+43,1 %), les soins de santé (+41,5 %) et les industries (+40,7 %).

Le S&P TSX affiche un deuxième trimestre positif d'affilée grâce à un rendement trimestriel total de 7,3 %, ce qui lui permet d'afficher un gain de 13,0 % en 2013. Les secteurs ayant le mieux performé au cours de l'année sont la santé (+72,1 %), la consommation discrétionnaire (+43,0 %) et les technologies de l'information (+37,3 %). Seulement deux secteurs ont affiché un recul en 2013 : les matériaux (-29,1 %), qui représentent malheureusement près de 12,0 % de l'indice canadien, et les services aux collectivités (-4,1 %).

Les marchés boursiers de l'Europe, de l'Asie et les marchés émergents terminent eux aussi l'année sur une note positive. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a rebondi avec un rendement total de 7,9 % au quatrième trimestre (11,6 % en dollars canadiens). L'indice MSCI - EAEO a progressé de 5,7 % (9,3 % en dollars canadiens), l'indice MSCI - Monde a fait une avancée de 8,0 % (11,7 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Marchés émergents termine l'année avec un gain de 1,9 % (5,3 % en dollars canadiens).

Allocation d'actifs

Le quatrième trimestre de l'année s'est déroulé selon nos anticipations, et nos fonds diversifiés ont bénéficié d'une exposition élevée au marché boursier ainsi qu'au dollar américain. La sous-pondération des obligations a également été « rentable », compte tenu de la diminution

des cours qui a accompagné la hausse soutenue des taux d'intérêt depuis octobre.

Une plus forte pondération a été octroyée au marché européen et asiatique (EAEO) en cours de trimestre afin de positionner le portefeuille pour une expansion des marchés en Europe et au Japon en 2014. Nous sommes d'avis que l'évaluation du marché européen en ce qui a trait au ratio cours/bénéfices avancé est certes intéressante, mais qu'il faudra noter une amélioration importante des bénéfices des entreprises afin que les pronostics du marché se concrétisent, d'où notre prudence.

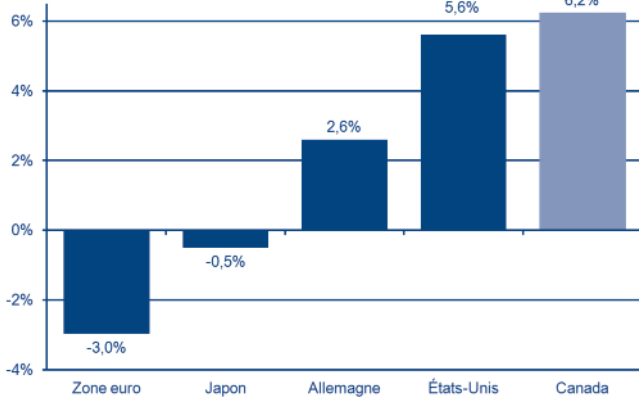
Les marchés émergents attirent eux aussi notre attention, mais nous demeurons là aussi prudents. Comme discuté ci-dessus, il faudra d'abord mesurer leur réaction au moment du retrait, par la Fed, des abondantes liquidités sur les marchés (et également saisir l'impact de la vague de détente quantitative émanant du Japon). Nous préconisons une approche régionale ciblée, en regardant d'abord du côté de l'Amérique latine, qui devrait tirer profit de la vigueur de la reprise américaine. Il faut dire que l'année 2013 n'a pas été très positive pour les marchés émergents et que notre indice de diffusion, qui mesure la portion de ces pays dont l'indice boursier dépasse actuellement la moyenne mobile des 100 derniers jours, s'est considérablement affaibli en décembre et dépassait à peine 50 % au moment où l'année se terminait (graphique 9).

L'année 2013 aura révélé l'importance de faire les bons choix en termes d'allocation d'actifs. Le marché obligataire a terminé l'année sur des rendements négatifs, tout comme les marchés émergents, alors que la Bourse américaine a connu l'une des meilleures années du dernier siècle. L'année 2014 pourrait ne pas être aussi positive du côté boursier, et il faudra sans équivoque sortir des sentiers battus afin de générer des rendements supplémentaires. À notre avis, quoique plus volatils et par définition plus risqués, les classes d'actif qui pourraient mériter une attention particulière en 2014 du côté des revenus fixes sont les obligations de sociétés et, du côté boursier, les titres des

sociétés canadiennes à petite ou à moyenne capitalisation.

Graphique 4

PIB réel au T3 2013 relativement au sommet pré-récession

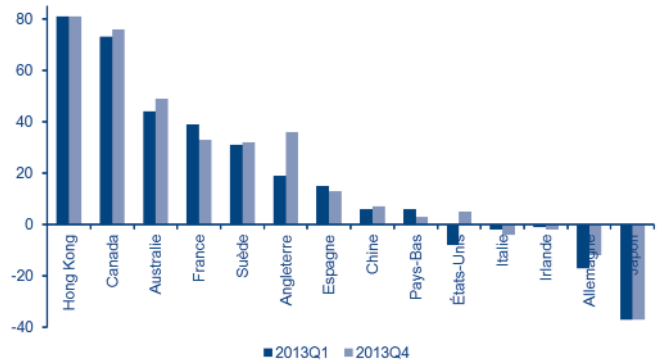


Source : IA

Graphique 5

Immobilier : le Canada parmi les marchés les plus surévalués du monde

Pourcentage de surévaluation ou de sous-évaluation par rapport à la moyenne à long terme du ratio prix/loyers

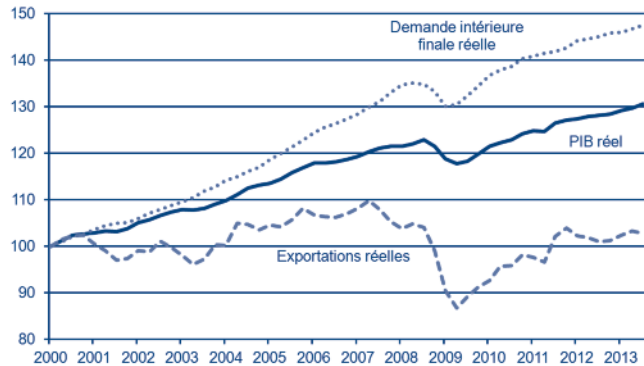


Source : IA

Graphique 6

Canada : le commerce extérieur devra prendre le relais

Demande intérieure finale, PIB et exportations réelles
Indice, 2 000=100

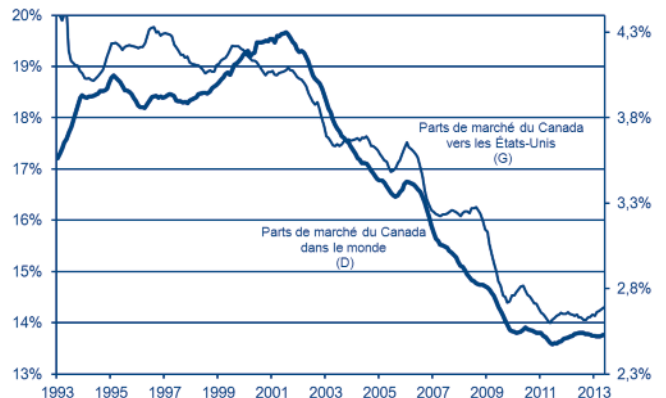


Source : IA

Graphique 7

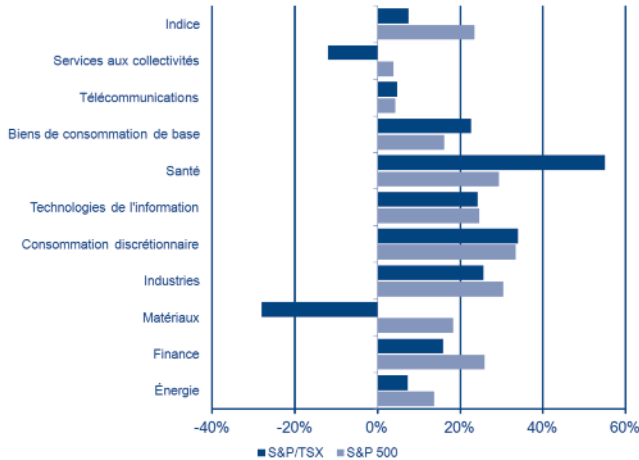
Le Canada perd des parts de marché depuis 10 ans

Pourcentage des importations provenant du Canada, moy. mob. 12 mois



Source : IA

Graphique 8



Source : IA

Graphique 9

Marchés émergents : prix et indice de diffusion

Pourcentage des sous-composantes dont le prix dépasse la moyenne mobile des 100 derniers jours



Source : IA