

Vortex polaire et angoisse géopolitique

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.

Les Canadiens ne sont pas les seuls à connaître la dure réalité de l'hiver cette année. Si l'an dernier c'était le Congrès américain qui retenait l'expansion de l'économie américaine, c'est maintenant au tour de mère Nature. La perte d'élan des principaux indicateurs américains crée de la confusion au sein des marchés depuis le début de 2014, alors qu'on se demande si d'autres facteurs sous-jacents ne sont peut-être pas en cause. Une analyse en profondeur permet, selon nous, de se convaincre que la reprise du secteur privé américain n'est pas en panne, et le rebond apparent des principaux indicateurs en fin de trimestre semble le confirmer.

Les précipitations et les froids extrêmes qui ont touché les États-Unis jusqu'au sud n'ont toutefois pas été les seuls événements à faire la manchette. Pensons à la situation tendue en Ukraine, un pays dont l'allégeance de la population est partagée entre l'Europe et la Russie, qui s'est vu retirer un de ses territoires stratégiques lors d'un référendum dont l'issue n'est pas reconnue à ce jour par la communauté internationale. Étant donné que l'Europe

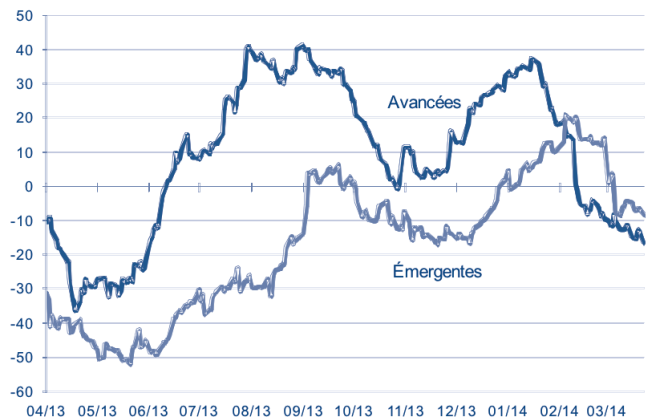
importe 30 % de son gaz naturel depuis la Russie, dont la majorité transite par l'Ukraine, il est évident que la situation a de quoi soulever les inquiétudes. L'Allemagne, dont plus du tiers du pétrole et du gaz consommés est importé de Russie, encourage la résolution de façon diplomatique.

La Chine donne aussi des maux de tête aux marchés, elle qu'on suspecte d'être exposée à un effet de contagion au sein de son système financier. La Chine s'en est mis beaucoup sur les épaules pour l'année 2014 et risque de décevoir économiquement, alors que les réformes financières et structurelles mises en branle pourraient générer de l'incertitude. Du moins, vu la mainmise que le gouvernement conserve sur le secteur bancaire, la Chine possède tous les outils nécessaires pour gérer de la turbulence au sein de son système financier.

Graphique 1

Indice de surprise économique

Indice Citigroup, économies avancées et émergentes



Source : IA

que l'Europe soit fortement dépendante du pétrole et du gaz russes.

La principale source d'inquiétude économique à l'échelle mondiale est plutôt la Chine, qui présente le plus lent début d'année en dix ans en ce qui touche la production industrielle, les ventes au détail et les investissements. Une lecture juste de la conjoncture chinoise est de plus en plus difficile (nous faisons état d'inquiétude au début de 2013, d'optimisme en fin d'année, et nous revoilà inquiets!).

Monde

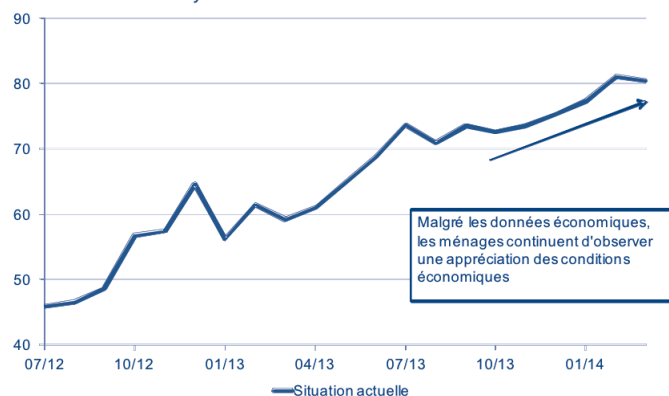
Les principales économies avancées poursuivent leur croissance synchronisée, malgré les caprices météo en Amérique du Nord et la situation en Ukraine. Pour le moment, il semble peu probable que les turbulences géopolitiques créées par l'annexion de la Crimée à la Russie aient des impacts significatifs sur l'économie mondiale, malgré le fait

l'administration chinoise s'est en fait fixé trois objectifs très audacieux qui risquent d'être difficiles, voire impossibles, à réaliser. Premièrement, on souhaite réduire significativement la pollution, ce qui ne sera pas une tâche facile pour une économie qui repose sur le secteur manufacturier. Deuxièmement, on met en place des réformes structurelles profondes en s'attaquant entre autres au système financier. Il ne faut pas oublier que l'économie chinoise demeure en grande partie contrôlée par le gouvernement et que le système bancaire n'y fait pas exception. Certaines entreprises chinoises n'ont pas accès au crédit par les canaux bancaires traditionnels et doivent se tourner vers le crédit non bancaire (dont les taux d'intérêt sont supérieurs) pour se

Graphique 2

É.-U. : La lecture de la situation actuelle par les ménages continue de s'améliorer

Conference Board survey



Malgré les données économiques, les ménages continuent d'observer une appréciation des conditions économiques

Source : IA

financer, ce qui mène à l'explosion du nombre de trusts et, incidemment, du risque potentiel de défauts de paiement. C'est ce spectre d'une vague de défauts de paiement qui pourrait s'étendre au système financier chinois qui cause une frousse au sein des marchés émergents, malgré que le gouvernement chinois reconnaisse la gravité de la situation et avance que les défauts de paiement seront tenus sous contrôle. Troisièmement, on maintient une cible de croissance « flexible », mais audacieuse, de 7,5 %. À la lecture de ces objectifs, il est raisonnable de s'attendre à ce qu'au moins un d'entre eux ne soit pas atteint!

Au Japon, l'élan positif qui s'installait en fin d'année 2013 semble s'essouffler. Le plan Abe réussit pour le moment à pousser l'inflation en territoire positif, une victoire importante pour l'administration japonaise. Les turbulences au sein des marchés émergents semblent par contre faire du Japon un pays refuge, comme peut en témoigner le yen, qui s'est apprécié depuis le début d'année. De plus, la hausse des importations d'énergie dans l'ère post-Fukushima font en sorte que le solde commercial japonais est passé au négatif, alors que l'un des objectifs centraux du plan est une relance par le commerce extérieur, en profitant d'une devise relativement moins chère. La

hausse tant attendue de la taxe de vente prévue en avril demeure un élément d'inquiétude pour les observateurs, surtout en considérant que l'effet anticipé d'un devancement de la consommation au premier trimestre n'apparaît aucunement dans les données. Bref, il faudra attendre encore quelques trimestres avant d'avoir une confirmation tangible du succès du plan Abe.

Comme mentionné, les pays émergents vivent des turbulences qui se limitent pour le moment aux marchés financiers. Il est vrai que les capitaux massifs investis dans ces pays n'ont pas toujours été utilisés de façon à augmenter la productivité des entreprises, mais à court terme, la glissade des marchés financiers ne semble pas être appuyée par les facteurs économiques fondamentaux. À notre avis, les marchés émergents sont surtout victimes du rapatriement des actifs vers les pays développés puisque les surprises économiques ont même été plutôt positives en début d'année (graphique 1).

L'Europe demeure, si on fait exception du conflit en Ukraine bien sûr, à peu près le seul endroit où les nouvelles économiques sont généralement positives. La confiance des ménages et des entreprises poursuit sa remontée, la croissance économique s'étend à la majorité des régions et la hausse du chômage semble s'être arrêtée à 12 %.

Par contre, le spectre de la déflation plane toujours au-dessus du continent, de par l'euro qui se négocie à près de 1,40 \$ et la poursuite de la contraction du crédit. La Banque centrale européenne (BCE) semble avoir tracé la ligne dans le

Tableau 1 – Rendements du marché obligataire canadien au 31 mars 2014

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

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

sable en mettant le blâme sur la vigueur de la devise et envisage maintenant d'implanter un programme d'assouplissement quantitatif basé sur l'achat de prêts bancaires, question de relancer le cycle de crédit. Un facteur de risque important en 2014 reste la forte dépendance de plusieurs pays d'Europe au pétrole et au gaz russes, qui les expose à une dégradation du conflit en Ukraine advenant une réaction de la Russie aux sanctions internationales.

États-Unis

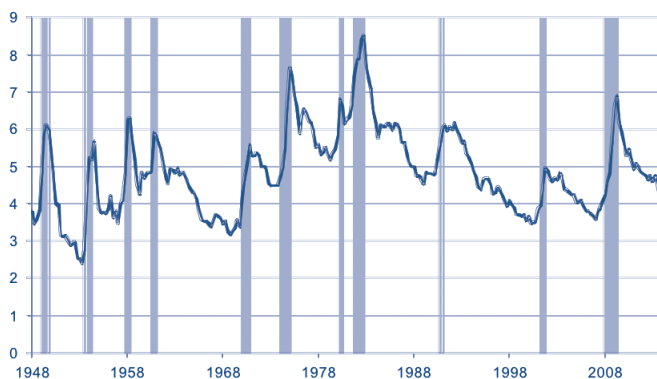
On n'a jamais autant parlé de la météo qu'au cours du premier trimestre de 2014! Preuve à l'appui, le *Beige Book* de la Réserve fédérale américaine (la Fed), où l'on fait état des réponses des entreprises sondées par ses bureaux régionaux quant à la conjoncture au sein de leurs secteurs d'activité, compte pas moins de 119 occurrences du mot *weather* comparativement à une moyenne d'environ 15 depuis 1996 et à un record précédent de près de 40 en 2010. Cet hiver pas comme les autres, marqué par des précipitations et des froids records à l'échelle nationale (même le sud du pays a goûté aux tempêtes de neige) a bien entendu eu un impact profond sur l'activité économique. La faiblesse soudaine et brutale des indicateurs économiques à la sortie d'un automne largement positif en a poussé plus d'un à se questionner sur la solidité de la reprise en cours.

Malgré la faiblesse des indicateurs clés, tels l'emploi, les ventes au détail, les mises en chantier et la production industrielle, nous demeurons d'avis que la météo explique en

Graphique 3

É.-U.: Le taux de chômage de court terme près des creux historiques

% de la population active au chômage depuis moins de 27 semaines



Source : IA

quasi-totalité l'essoufflement apparent de l'économie américaine.

Dans de telles périodes de perturbations, l'approche que nous préconisons est d'étudier les facteurs fondamentaux qui dictent l'évolution de l'activité économique : la confiance des consommateurs et des entreprises, leurs lectures de la situation actuelle, leurs intentions d'achat de biens durables et d'investissement. Du côté des consommateurs, la stabilité des indices de confiance et l'amélioration de la lecture de la situation actuelle ne sont aucunement compatibles avec un ralentissement abrupt des ventes au détail ou d'un arrêt soudain de la création d'emplois (graphique 2). Du côté des entreprises, même constat : l'enquête ISM rapporte que les dirigeants ont vu leurs activités entravées par les conditions météorologiques pendant que leurs carnets de commandes continuaient de se garnir. Bref, si les consommateurs s'essouffent et les entreprises ont suffisamment perdu confiance pour stopper net les embauches, on a omis de les en aviser.

L'histoire est légèrement différente du côté du marché immobilier. Après un automne très mouvementé du côté des mises en chantier et une accélération stratosphérique des indices de confiance, le marché était probablement mûr pour une pause. Les permis de bâtir n'ont pas chuté autant que les mises en chantier et reprennent lentement à la hausse, suggérant un retour modéré à la croissance.

Bref, après une pause forcée de l'activité économique au premier trimestre, la demande latente accumulée devrait maintenant se déployer d'ici l'été. Le véritable test sera tout de même la vigueur des données au deuxième trimestre.

Pendant ce temps, plusieurs facteurs commencent à nous convaincre que l'inflation pourrait émerger plus tôt que précédemment attendu chez nos voisins du sud.

Nous constatons que le marché du travail est actuellement beaucoup plus serré que ce que suggère le taux de chômage global à environ 6,7 %. En fait, les chômeurs depuis moins de 27 semaines ne représentent plus que 4,2 % de la population active (graphique 3), ce qui indique que les nouveaux chômeurs ne restent pas longtemps sans emploi. Au cours des cycles précédents, cette vitesse de « nettoyage » des chômeurs qualifiés arrivait beaucoup plus tard, à un moment où l'inflation était déjà repartie à la hausse. Au même moment, la portion des chômeurs qui restent sans emploi depuis plus de 27 semaines demeure de loin supérieure à celle observée au cours des 50 dernières années et ne semble plus faire de progrès (graphique 4). Il semble donc qu'il y ait deux classes de travailleurs : ceux dont les habiletés sont en demande et ceux qui, malheureusement, ont vu leur capital humain se déprécier en demeurant trop longtemps au chômage et

qui sont devenus moins attrayants pour les entreprises. Le bassin de travailleurs est donc plus restreint que ne l'indiquent les manchettes et la pression sur les salaires devrait se manifester plus tôt qu'anticipé, lorsque la compétition afin d'attirer les ressources qualifiées s'amplifiera. Des signes de pressions salariales se manifestent lentement dans les données et pourraient s'intensifier en cours d'année.

Tableau 2 – Rendements du marché au 31 mars 2014

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	1 an
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,2	1,0
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	2,8	0,8
Indice composé S&P/TSX	6,1	16,0
S&P 500 (\$ CA)	5,8	32,6
MSCI - EAEO (\$ CA)	4,6	27,9
MSCI - Monde (\$ CA)	5,2	29,6
TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)	3,9	8,8

Canada

La dépréciation du dollar canadien entamée en deuxième moitié de 2013 se poursuit. Il faut dire que la Banque du Canada (BdC) semble faire tout son possible (sans pour autant recourir à ses outils traditionnels) pour maintenir le huard près de la barre des 90 cents. Les effets bénéfiques d'une devise plus faible sont clairs : hausse de la compétitivité des entreprises canadiennes à l'échelle internationale et, n'en déplaise à certains, pressions inflationnistes provenant d'une hausse des coûts des biens et services importés. Le monde occidental en entier cherche à tout prix à éviter la déflation et le Canada pourrait bien avoir trouvé son antidote.

Dans la colonne des éléments positifs, on note que la reprise devant s'accélérer aux États-Unis au cours des prochains trimestres sera nécessairement bénéfique pour l'économie canadienne, qui aura de plus gagné en compétitivité vis-à-vis de ses principaux concurrents sur le marché des exportations. L'effet d'une détérioration de la devise n'apparaît généralement pas de façon instantanée aux bilans des entreprises, ni même dans la comptabilité nationale. Selon la littérature, il faut attendre de quatre à huit trimestres avant de voir l'effet stimulateur se manifester, ce qui nous amène à la deuxième moitié de 2014 au plus tôt.

Ensuite, le gouvernement fédéral a présenté en février son plus récent budget, dans lequel on prévoit que l'équilibre budgétaire devrait être atteint dès 2015, ce qui ferait du Canada le premier pays du G-7 à retourner à l'équilibre depuis la crise financière. Le Canada demeure

Tableau 3 – Rendements du marché au 31 mars 2014

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	1 an
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	9,6	19,5
Matériaux	9,7	(13,3)
Industrie	2,3	23,1
Consommation discrétionnaire	4,3	32,5
Biens de consommation de base	7,3	25,6
Santé	12,6	57,8
Finance	3,0	22,2
Technologies de l'information	5,8	23,7
Télécommunications	4,2	5,5
Services aux collectivités	8,7	3,7
Indice composé S&P/TSX	6,1	16,0

AU 31 MARS 2014

membre du club sélect des pays qui bénéficient de la cote AAA et sa saine gestion des finances publiques devrait lui permettre de continuer de bénéficier des taux d'emprunt parmi les plus faibles au monde. Malgré tout, l'attrait des obligations canadiennes pour les investisseurs étrangers semble s'effriter depuis la mi-année 2013 (graphique 5), alors que les taux d'intérêt canadiens de moyen terme ont fermé l'écart relativement aux taux américains, principalement en réaction à la BdC qui dit ne pas exclure une baisse de taux advenant un recul de l'inflation.

Dans la colonne des éléments négatifs, quelques-unes de nos inquiétudes s'intensifient. Premièrement, le marché immobilier, que nous estimions déjà cher, a accéléré le pas en 2013 avec une hausse de 3,8 % comparativement à 3,1 % en 2012. Fait inquiétant, en février 2014, la hausse des prix a continué de s'accélérer, mais ne provenait que de sept des onze marchés sondés par l'indice Teranet/Banque Nationale. Les régions de Victoria, Québec, Halifax et Ottawa-Gatineau voient maintenant leurs prix reculer sur une base annuelle, indiquant que des brèches commencent à s'ouvrir au sein d'un marché qui défie la gravité depuis plusieurs années déjà (graphique 6).

Deuxièmement, les intentions d'investissement des entreprises ralentissent encore. Au total, les entreprises comptent augmenter leurs dépenses en capital de seulement 1,4 %, ce qui serait la plus faible hausse depuis la crise financière. Une enquête de la BdC dévoile également que les dépenses en capital prévues visent principalement l'entretien de la machinerie et des équipements et non une augmentation du capital productif. Plusieurs souhaitent voir la croissance économique dépendre moins de la consommation et plus des investissements,

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	4,0 %	-1,0 %	-3,5 %
Obligations canadiennes	20	45	70	30,0 %	-15,0%	+5,0 %
Obligations internationales	0	0	15	6,0 %	6,0 %	+6,0 %
Total – Obligations	20	45	70	36,0 %	-9,0 %	+11,0 %
Actions canadiennes	5	25	45	34,0 %	9,0 %	-1,5 %
Actions États-Unis	5	12,5	45	18,0 %	+5,5 %	0,0 %
Actions internationales	5	12,5	45	8,0 %	-4,5 %	-6,0 %
Total – Actions étrangères	10	25	45	26,0 %	1,0 %	-6,0 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

mais il semble que ce ne sera pas pour cette année.

Malgré les inquiétudes que nous avons, l'économie canadienne a crû de 2,0 % en 2013, se classant devant les États-Unis, où la croissance s'est chiffrée à 1,9 %. Le Canada continue donc d'occuper la première place du podium au sein du G-7 en termes de croissance depuis le sommet atteint avant la crise. Les taux de croissance des deux premiers trimestres de 2013 ont tous deux été révisés à la hausse par 0,6 % et le pays a enregistré une hausse de 2,9 % au quatrième trimestre. Un important bémol à apporter est que l'accumulation d'inventaires explique la moitié de la croissance au dernier trimestre, suggérant qu'une portion de celle-ci a peut-être été empruntée au début de 2014.

Marchés financiers

Le changement de garde s'est opéré à la Fed et madame Janet Yellen y tient maintenant la barre. Lors de son premier point de presse à la fin mars, la nouvelle présidente a surpris en allant jusqu'à fournir un échéancier provisoire quant à l'évolution de la politique monétaire

américaine. En bref, le *tapering* devrait se poursuivre au rythme de 10 milliards de dollars par rencontre et les achats de titres devraient logiquement prendre fin en automne. Ensuite, le taux directeur devrait demeurer au niveau actuel pour une période « considérable » chiffrée par Mme Yellen à 6 mois, ce qui se traduit par une première hausse du taux directeur au printemps 2015. D'ailleurs, les prévisions des membres du Federal Open Market Committee (FOMC) publiées au même moment indiquent que la majorité d'entre eux entendent un taux directeur d'au moins 1 % à la fin de 2015. Notre lecture concorde avec ce scénario, surtout si on considère que les effets de la météo feront probablement en sorte que la croissance à partir du deuxième trimestre sera encore plus vigoureuse qu'attendu, incitant alors peut-être la Fed à accélérer le déclenchement de sa stratégie de sortie.

Le ton négatif des données économiques fait douter le marché obligataire depuis le début de l'année. La hausse des taux d'intérêt entamée l'été dernier s'est arrêtée net en début de janvier, poussant les taux 10 ans jusqu'à 3,0 % avant de les ramener dans un corridor de 2,6 % à 2,8 %. Nous nous attendons toujours à ce que la montée vers une fourchette de 3,25 % à 3,50 % s'enclenche en cours d'année.

Le dollar canadien a lui aussi connu un trimestre difficile, passant de 0,94 \$ au début de janvier à moins de 0,89 \$ en mars, un creux de cinq ans. Bien qu'historiquement le prix des ressources naturelles exerce un rôle prépondérant

Tableau 5 – Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 31 mars 2014

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	Gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	1,00 %	+	0,00 %	=	1,00 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	3,50 %	+	(3,90 %)	=	(0,40 %)
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes					11 % à 13 %

dans l'évolution du huard, celui-ci est maintenant plutôt gouverné par des attentes divergentes envers les politiques monétaires canadienne et américaine (graphique 7). Le ton négatif de la BdC, qui répète qu'une baisse des taux n'est pas à exclure, et celui de moins en moins conciliant de la Fed font en sorte que l'écart entre les taux des obligations canadiennes et américaines à terme de 5 ans oscille maintenant autour de zéro, poussant du même fait l'intérêt pour les titres canadiens à la baisse. À en juger par l'acharnement de la BdC, on ne s'attend pas à une remontée du dollar au cours des prochains trimestres.

Le marché obligataire canadien commence l'année sur un ton positif, avec un gain de 2,8 % pour l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada au premier trimestre. Les obligations de court terme ont avancé de 1,1 % et les titres de long terme ont profité du recul des taux pour enregistrer un gain de 5,1 %. Les obligations de sociétés cotées BBB affichent quant à elles un gain de 3,0 %. Depuis le début de l'année, c'est donc l'exposition à la durée qui a été la principale source de rendement sur le marché obligataire, comme en témoignent les obligations à rendement réel, qui ont avancé de 6,1 %.

Après l'une des meilleures années de son histoire, la Bourse américaine était « mûre » pour une pause. Le début d'année est plutôt positif avec un recul en janvier, un rebond en février et l'atteinte d'un nouveau sommet historique en mars. Le S&P 500 affiche donc un rendement trimestriel total de 1,8 % (5,8 % en dollars canadiens), poussé par les services aux collectivités (+9,0 %), les soins de santé (+5,4 %) et les matériaux (+2,3 %).

Du côté de la Bourse canadienne, le S&P/TSX bénéficie du regain d'intérêt pour les ressources naturelles et les aurifères en affichant un rendement trimestriel total de 6,1 %. Les secteurs ayant généré les meilleurs rendements au cours du trimestre sont les soins de santé (+12,6 %), les matériaux (+9,2 %) et l'énergie (+8,7 %). L'indice canadien des petites capitalisations S&P/TSX commence quant à lui

l'année avec un rendement appréciable de 7,9 %.

Les marchés boursiers de l'Europe, de l'Asie et des marchés émergents ont un début d'année plus mitigé, en réaction aux inquiétudes envers un ralentissement en Chine et à la situation tendue en Ukraine. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a gagné 1,2 % au premier trimestre (5,5 % en dollars canadiens), l'indice MSCI - EAEO a perdu 0,9 % (+4,6 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Monde a avancé de 0,5 % (5,2 % en dollars canadiens). Finalement, l'indice MSCI - Marchés émergents présente un rendement négatif de 0,9 % (+3,5 % en dollars canadiens) pour la période.

Allocation d'actifs

Après une année record sur les marchés boursiers, il fallait s'attendre à un ralentissement de la cadence. L'an dernier, le ratio cours/bénéfices courant du marché américain est passé de 14,1 à 17,0, faisant passer l'évaluation au-dessus de la moyenne historique, mais à des niveaux qui demeurent tout à fait raisonnables lorsqu'on tient compte de la faiblesse de l'inflation. En fait, sur une base historique, lorsque l'inflation se situe entre 1 % et 3 %, comme c'est présentement le cas, le ratio cours/bénéfices du S&P 500 est en moyenne de 18,0, ce qui implique qu'il reste encore place à expansion (graphique 8). De plus, lorsqu'on regarde les dix années qui ont affiché les rendements les plus élevés dans l'histoire du S&P 500 (l'année 2013 occupe désormais le sixième rang), on remarque que le rendement moyen de l'année suivante se chiffre à près de 14 % et qu'à une seule exception près, le rendement est toujours positif (graphique 9). La faiblesse des données économiques et les événements géopolitiques ont contribué à ralentir les ardeurs des marchés boursiers en début d'année, mais nous maintenons un biais positif envers le marché boursier américain.

Notre exposition au marché boursier EAEO a été corrigée à la baisse en cours de trimestre, pour deux raisons. Premièrement, notre

principal fonds diversifié se classe dans la catégorie des « fonds équilibrés canadiens » et doit, à cette fin, respecter certaines contraintes en ce qui a trait à l'exposition aux diverses classes d'actifs. Dans l'optique de se conformer à une règle imposant une exposition maximale, sur une moyenne mobile de 36 mois, de 30 % aux actifs étrangers et de 60 % aux actions, nous avons réduit de 14 % à 8 % notre exposition aux actions internationales et choisi de maintenir notre exposition de près de 20 % au marché américain. Deuxièmement, en réaction à l'accumulation de facteurs d'inquiétudes touchant l'Eurasie (conflit en Ukraine) et la Chine, nos inquiétudes envers la croissance des bénéfiques en Europe demeurent réelles.

L'exposition aux actions canadiennes a également été diminuée à 34 %, en raison de l'ajustement nécessaire à la pondération des actions. Au cours du trimestre, nous avons fait une place aux titres de sociétés à petite capitalisation au sein des actions canadiennes, convaincus que les petites entreprises exportatrices canadiennes bénéficieront directement de la vigueur de la reprise américaine et, surtout, de la dépréciation soutenue du huard.

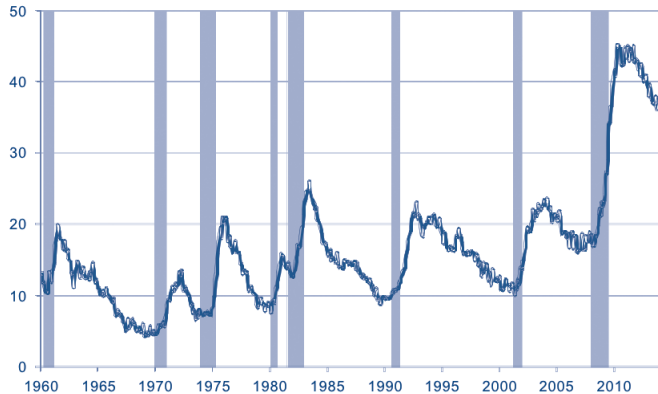
Les portefeuilles diversifiés sous notre responsabilité ne contiennent, depuis le début de l'an dernier, aucune exposition aux marchés émergents... malgré que certains signes suggèrent qu'un creux a peut-être été atteint en février. Pour le moment, nous gardons les yeux sur quelques marchés ciblés dont nous entrevoyons positivement la situation économique à moyen terme, mais la patience demeure de mise.

Nous sommes convaincus que les taux d'intérêt se préparent à entamer une hausse soutenue au cours des prochains trimestres. En plus de sous-pondérer globalement les titres à revenu fixe, nous jugeons adéquat de réduire la durée de notre portefeuille en augmentant la pondération du marché monétaire et en faisant une place, au sein des obligations, à des titres de plus courte échéance.

Graphique 4

É.-U.: % des chômeurs sans emploi depuis 27 semaines et plus

En % du nombre total de chômeurs

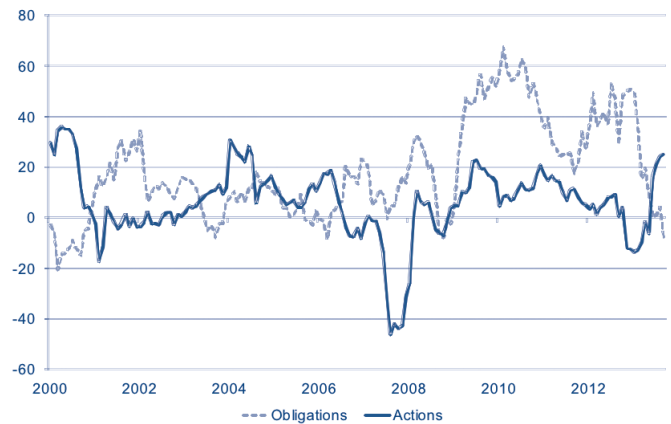


Source : IA

Graphique 5

Acquisition nette d'actifs financiers canadiens

Milliards \$, (Cumulatif 6 mois)

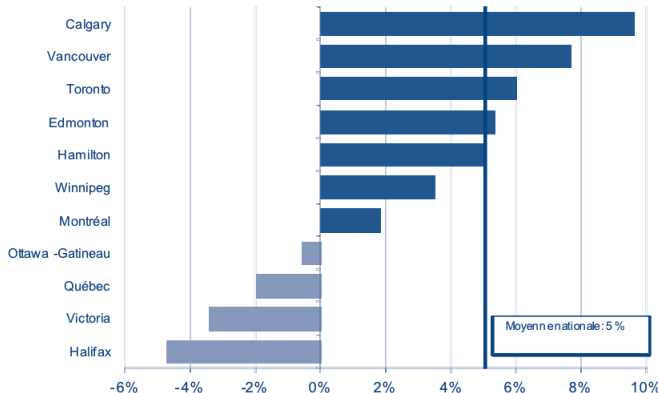


Source : IA

Graphique 6

Canada: Croissance de 5 % des prix de revente des maisons au cours des 12 derniers mois

Variation de février 2013 à février 2014, Indice Teranet - Banque Nationale

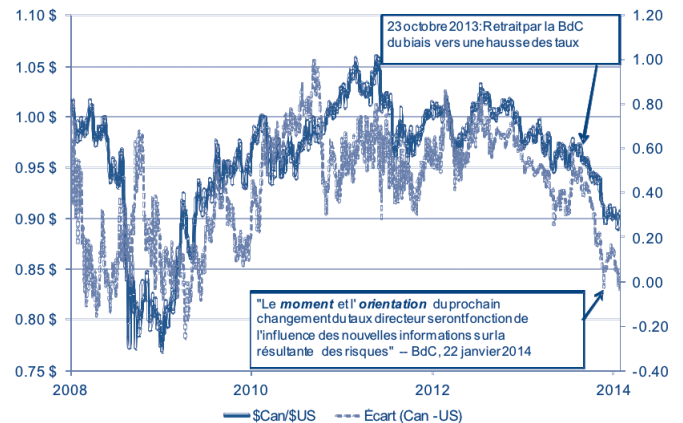


Source : IA

Graphique 7

Canada: Taux de change et écart de taux, 5 ans

CAD/USD (G) et écart taux 5 ans Canada - É.U. (D)

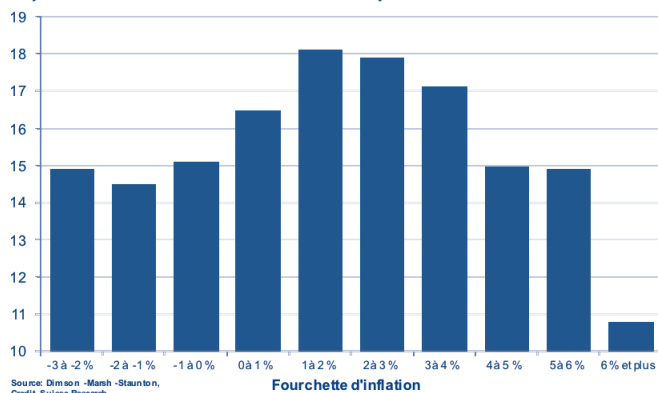


Source : IA

Graphique 8

É.-U.: L'évaluation des marchés boursiers à son maximum lorsque l'inflation est de 1 % à 3 %

Moyenne des ratios C/B du S&P 500, de 1871 à aujourd'hui



Source: Dimson - Marsh - Staunton, Credit Suisse Research

Source : IA

Graphique 9

Bilan des meilleures années du S&P 500

Année	Rendement obtenu	Année suivante
1954	45,0 %	26,4 %
1958	38,1 %	8,5 %
1995	34,1 %	20,3 %
1975	31,5 %	19,1 %
1997	31,0 %	26,7 %
2013	29,6 %	??
1989	27,3 %	-6,6 %
1998	26,7 %	19,5 %
1955	26,4 %	2,6 %
2003	26,4 %	9,0 %
Moyenne	31,8 %	13,9 %

Source : IA