

On sort la planche à billets en Europe

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, CFA

Économiste, Placements

Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

L'Europe a volé la vedette au troisième trimestre de 2014. Que ce soit en raison du référendum en Écosse ou des enjeux politiques qui accompagnent le conflit entre la Russie et l'Ukraine, la planète entière avait les yeux rivés vers le vieux continent au cours des trois derniers mois.

Cela a été encore plus vrai du côté des nouvelles économiques. Alors que nous faisons preuve d'un certain optimisme le trimestre dernier quant à la synchronisation des principaux moteurs économiques mondiaux, une toute autre réalité s'est rapidement installée cet été avec l'accumulation de nouvelles négatives dans la zone euro. Bien sûr, les attentes sont élevées envers la Banque centrale européenne (BCE) pour qu'elle mette en place son propre programme d'assouplissement quantitatif à l'américaine et vienne régler magiquement tous les maux. Mais la réalité est tout autre; la réglementation actuelle ne permet pas à la BCE d'acheter directement des obligations souveraines sur les marchés et, de toute façon, les taux d'intérêt sont déjà à des niveaux planchers.

Les mauvaises nouvelles n'ont pas touché que la zone euro (graphique 1). Le Japon démontre que la prospérité de long terme passe nécessairement par les réformes structurelles et la Chine nous rappelle qu'on peut aisément stimuler la production (l'offre), mais difficilement la consommation et l'investissement des entreprises (la demande). La synchronisation qui semblait

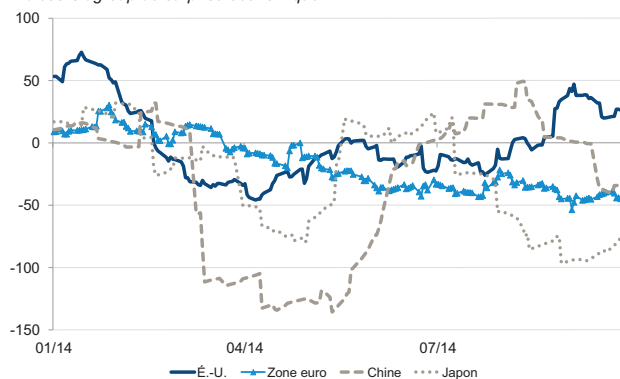
en voie de s'installer s'est donc effritée considérablement en seulement quelques mois et il faudra regarder du côté de l'économie américaine pour trouver un endroit où la croissance offre le potentiel d'être ordonnée et soutenue.

Finalement, en anticipation de la normalisation prochaine de la politique monétaire aux États-Unis, la table est mise pour un retour de la volatilité sur les marchés. Le dollar américain a progressé fortement en cours de trimestre, fort de la divergence qui s'installe entre le ton de la

Graphique 1

Monde : les surprises économiques sont négatives à l'extérieur des États-Unis

Indices Citigroup de surprise économique



Source : IA

croissance de 7,5 % pour 2014 et accumulé depuis le début de l'année les plans de stimulation économique. Toutefois, les signaux qu'envoient les données relatives à la demande intérieure démontrent à quel point il est facile de stimuler l'offre (ce qui se répercute directement dans le calcul du PIB), mais qu'il l'est beaucoup moins de stimuler la demande.

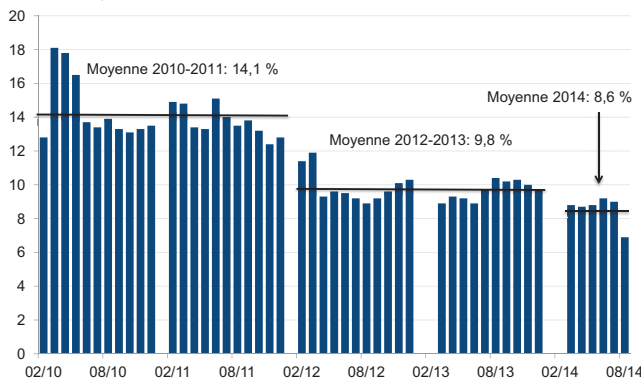
Les indicateurs de la production industrielle et des investissements des entreprises sont en constant ralentissement depuis quelques années (graphique 2) et les indices PMI (Purchasing Managers Index) indiquent que la Chine demeure dans une zone d'expansion soutenue, mais modeste. Du côté de la demande, le portrait est tout autre. La croissance annuelle des importations s'est fortement estompée depuis le début de l'année, ayant même affiché des valeurs négatives à quelques reprises.

Les signes les plus probants du ralentissement se trouvent toutefois du côté des indicateurs du marché immobilier. À l'heure actuelle, les prix des maisons reculent dans 67 des 70 marchés sondés (graphique 3), un signe qui rappelle l'épisode de la décennie précédente aux États-Unis. On parle également d'un manque d'appétit pour le crédit du côté des entreprises, qui préfèrent prendre le temps de nettoyer leur bilan alors que le manque de vigueur de

Graphique 2

Chine : la croissance de la production industrielle en plein ralentissement

Variation a/a, en %



Source : IA

AU 30 SEPTEMBRE 2014

l'économie chinoise limite leur appétit pour les investissements dans de nouveaux projets. Bref, la Chine continue d'agir comme le principal moteur de la croissance mondiale, mais montre des signes évidents de fatigue.

Les récentes données en provenance du Japon ont quant à elles diminué notre enthousiasme envers les chances de succès du plan de relance économique.

Les deux premières « flèches » du plan de relance économique japonais semblent avoir au moins réussi à maintenir le taux d'inflation au-dessus de 2 % depuis la hausse de la taxe de vente en avril (il faut dire que la dépréciation rapide du yen depuis l'été crée à elle seule des pressions inflationnistes importantes, quoique temporaires). Les dépenses fiscales n'ont pas été aussi élevées que souhaité par certains observateurs, mais semblent tout de même avoir soutenu l'économie depuis avril. C'est plutôt la timidité des réformes annoncées depuis le début de l'année ainsi que l'accumulation de données décevantes au cours des derniers mois qui minent la confiance des principaux acteurs. Pour en témoigner, l'indice Tankan de confiance des entreprises a reculé au deuxième trimestre, tandis que la confiance des ménages fait du surplace depuis juin.

La situation japonaise a tout pour nous rappeler qu'on peut aisément soutenir une économie à

court et moyen terme à coup de dépenses fiscales et de planches à billets, mais que la prospérité de long terme passe toujours ultimement par des réformes structurelles.

L'endroit sur la planète économique qui mérite le plus d'attention si on fait le bilan du troisième trimestre est sans aucun doute l'Europe, et plus précisément la zone euro. Le climat négatif qui plane au-dessus du continent européen nous laisse penser que les risques de stagnation séculaire y sont bien réels.

Tout d'abord, après un début d'année qui semblait prometteur, avec une croissance qui avait des airs de synchronisation, le deuxième trimestre nous a démontré toute la fragilité de la reprise avec un recul du PIB en Allemagne, un deuxième trimestre consécutif de stagnation en France et un retour à la récession en Italie, le tout entraînant une stagnation de la croissance à l'échelle de la zone euro (graphique 4). Il est intéressant de remarquer que ce sont les pays de la périphérie (notamment l'Espagne et le Portugal) qui affichent les taux de croissance les plus élevés. Ces pays, où la crise a frappé fort, ont dû s'imposer des réformes drastiques afin de regagner en compétitivité. Les ajustements liés à ces réformes sont toujours très douloureux, mais semblent commencer à porter fruit.

Globalement, la zone euro demeure aux prises avec un important problème : le cycle de crédit continue de se contracter (graphique 5) malgré des taux d'intérêt à des creux historiques de 10 ans sont même passées sous la barre des 1 % en août, du jamais vu. Nous nous trouvons face à une situation similaire à celle du Japon dans les

Tableau 1 – Rendements du marché obligataire canadien au 30 septembre 2014

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	1,1	5,9
Indice d'obligations à court terme FTSE TMX Canada	0,4	2,1
Indice d'obligations à moyen terme FTSE TMX Canada	0,8	6,3
Indice d'obligations à long terme FTSE TMX Canada	2,3	11,6
FTSE TMX Canada Fédéral	0,9	4,5
FTSE TMX Canada Provinces	1,6	8,0
FTSE TMX Canada Municipalités	1,6	7,7
FTSE TMX Canada Sociétés	0,8	5,6

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

années 1990 et des États-Unis après la Grande Récession, alors que les ménages et les entreprises désirent nettoyer leurs bilans et n'ont aucun appétit pour le crédit, peu importe son coût. Ce phénomène, qu'on appelle un « choc de désendettement », peut faire très mal : lorsque la majorité des acteurs réduisent leurs dépenses et se mettent à épargner, c'est le niveau global d'activité économique qui en souffre.

L'un des remèdes prescrits dans une telle situation est de pousser à la baisse les coûts d'emprunt, comme l'a fait la Fed aux États-Unis avec des achats massifs de titres sur les marchés. C'est ici que la situation européenne diffère drastiquement de l'expérience américaine. Premièrement, la réglementation de la BCE ne lui permet tout simplement pas d'acheter des obligations souveraines. Deuxièmement, les entreprises européennes ne se financent pas autant par l'entremise du marché obligataire que leurs homologues américaines, mais se tournent plutôt généralement vers les banques.

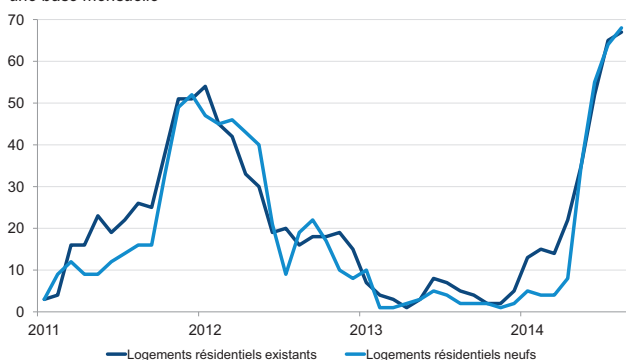
Ces deux éléments font en sorte que la prescription américaine ne peut s'appliquer de la même façon dans la zone euro. Les taux d'intérêt étant déjà à des creux historiques (graphique 6), il est difficile d'entrevoir qu'une pression supplémentaire à la baisse soit la solution. La clé du succès semble plutôt passer par le secteur bancaire.

La BCE est consciente de ces éléments et a d'ailleurs mis en place cet été un programme d'injection de liquidités qui vise à la fois à mieux

Graphique 3

Chine : dans 67 des 70 villes sondées, les prix de l'immobilier reculent

Nombre de villes où les prix des logements résidentiels reculent sur une base mensuelle



Source : IA

capitaliser les banques et à les encourager à augmenter leur offre de crédit.

En ce sens, la BCE a instauré un taux d'intérêt négatif sur les dépôts faits par les banques auprès d'elle ainsi qu'un nouveau programme de refinancements ciblés à long terme (TLTRO) qui consiste à prêter aux banques le désirant des fonds à taux d'intérêt très faible, sous la seule contrainte que les banques doivent ensuite prouver que l'encours de leurs prêts au secteur privé, excluant les prêts hypothécaires, augmente.

Le premier encan pour ces liquidités a eu lieu le 18 septembre dernier, et la demande a été pour le moins décevante (82,6 milliards d'euros sur un maximum de 400 milliards), donc rien de réconfortant pour la BCE, qui désire augmenter la taille de son actif par 1 trillion (1 000 milliards) d'euros d'ici la fin de l'année prochaine (graphique 7).

Bref, est-ce qu'on se dirige réellement vers un programme massif d'achats d'obligations souveraines? Difficile à dire, mais l'histoire récente démontre que toutes les options possibles doivent être considérées lorsqu'on s'approche autant de la déflation.

États-Unis : de retour en force

L'économie américaine a démontré au cours du troisième trimestre qu'elle était de retour en force, avec des ménages et des entreprises qui ont assaini leurs bilans, ce qui la place dans une position privilégiée pour les années à venir.

Depuis le début de l'année, le développement le plus favorable est sans doute l'amélioration du marché du travail, où il s'est ajouté 1,7 million d'emplois entre le 31 décembre 2013 et le 31 août 2014, et près de 2,5 millions entre août 2013 et août 2014. Cette hausse correspond à un gain annuel de près de 2 %, comparable au rythme enregistré dans les années d'avant-crise (graphique 8). La création mensuelle d'emplois a même dépassé les 200 000 pendant six mois consécutifs, soit de février à juillet, une première depuis 1997.

Les difficultés qui demeurent maintenant sur le marché de l'emploi sont de nature structurelle plutôt que conjoncturelle, alors que le nombre de postes offerts mais non comblés est à un sommet de près de 15 ans. Ce progrès phénoménal fait en sorte qu'il y a présentement deux chômeurs de disponibles par emploi offert comparativement à un sommet de près de sept en 2009. Les entreprises ont de la difficulté à trouver de la main-d'œuvre qualifiée pour combler les postes offerts et il ne faut pas s'attendre, par exemple, à ce qu'un chômeur du secteur manufacturier soit rapidement embauché pour travailler à Silicon Valley.

Il y a donc un plafond structurel au progrès que le marché de l'emploi américain peut encore afficher et certains secteurs d'activité cruciaux se trouvent déjà en situation de plein emploi, comme le secteur du transport des marchandises. On peut alors s'attendre à y voir poindre des pressions salariales qui seront source d'inflation à moyen terme, mais, pour le moment, cette histoire n'en est qu'à ses premiers développements.

La vigueur du marché du travail alimentera donc un effet de richesse qui devrait servir de moteur à la croissance de l'économie américaine au cours des prochaines années.

Tableau 2 – Rendements du marché au 30 septembre 2014

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,2	0,7
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	1,1	5,9
Indice composé S&P/TSX	(0,6)	12,2
S&P 500 (\$ CA)	6,2	14,2
MSCI - EAEO (\$ CA)	(1,2)	3,9
MSCI - Monde (\$ CA)	2,7	9,5
TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)	5,0	5,4

Cet effet de richesse stimule d'ailleurs le marché immobilier, qui a repris sa tendance positive après une pause au cours des durs mois d'hiver. L'indice de confiance NAHB (National Association of Home Builders) est retourné à des sommets historiques et autant les permis de bâtir que les mises en chantier ont rebondi pendant le trimestre.

Finalement, le ton positif qui découle des données américaines a donné suffisamment confiance à la Fed pour qu'elle annonce son intention de mettre fin à son programme d'assouplissement quantitatif au mois d'octobre et amorce probablement la hausse de son taux directeur d'ici l'été prochain, même si les pressions inflationnistes ne se font pas encore sentir. La Fed sera donc vraisemblablement en mesure de bien définir sa stratégie de sortie après plusieurs années d'assouplissement quantitatif.

Cette divergence importante de la vigueur économique et du ton de la politique monétaire entre les États-Unis et la zone euro devrait également continuer de profiter au dollar américain au cours des prochaines années, alors que la Fed continuera d'aller à contresens des principales banques centrales mondiales.

Canada : le commerce extérieur rebondit

Parlant de devise, la dévaluation du dollar a repris son cours au troisième trimestre, à la fois en raison de la vigueur du dollar américain et du ton relativement plus *dovish* de la Banque du Canada vis-à-vis de la Fed. Il faut dire que malgré nos doutes persistants envers les fondamentaux de l'économie canadienne, la croissance de cette dernière fait bonne figure devant celle de notre voisin du sud depuis quelques années. Toutefois, les perspectives à long terme

Tableau 3 – Rendements du marché au 30 septembre 2014

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	(6,6)	13,0
Matériaux	(10,1)	4,8
Industrie	9,4	22,5
Consommation discrétionnaire	3,9	13,3
Biens de consommation de base	12,5	24,1
Santé	7,4	13,0
Finance	2,7	11,7
Technologies de l'information	3,9	16,9
Télécommunications	(0,8)	4,3
Services aux collectivités	0,4	10,5
Indice composé S&P/TSX	(0,6)	12,2

AU 30 SEPTEMBRE 2014

divergent significativement, ce qui nuit également à la perception envers le dollar canadien.

La surperformance de l'économie canadienne semble maintenant tirer à sa fin et la dépréciation récente du huard devrait maintenant amortir la chute, en donnant un bon coup de pouce au secteur manufacturier, qui fait face à une compétition féroce sur le marché international. Il importe de mentionner que le solde de la balance commerciale hors énergie est négatif depuis 2007, tributaire des difficultés de nos exportateurs manufacturiers.

Plusieurs études ont démontré que l'effet d'une baisse de la devise commence à se faire sentir quatre à six trimestres après le début de celle-ci. La dépréciation en cours du huard s'est amorcée au troisième trimestre de 2013, ce qui fait en sorte que nous y sommes déjà. Les volumes d'exportation canadiens ont atteint un record historique en juillet, dépassant celui atteint en 2007, et l'excédent du commerce des marchandises a atteint un niveau inégalé depuis 2008 (graphique 9). Il est trop tôt pour crier victoire, mais ce changement aussi rapide qu'abrupt a de quoi redonner confiance aux entreprises canadiennes.

Le taux d'inflation, dont la tendance négative inquiétait plusieurs observateurs en début d'année, est rapidement revenu à la hausse depuis quelques mois. Les raisons sont variées, allant d'une hausse des prix des aliments aux effets de la baisse du huard (qui fait grimper les prix à l'importation), en passant par l'accélération de la rémunération horaire dans le secteur des services. Malgré tout, la Banque du Canada a tôt fait de se positionner en affirmant que les pressions inflationnistes étaient selon elle temporaires. Bref, même si l'inflation de base a atteint 2,1 % en août, il est prématuré de s'attendre à ce que la Banque du Canada

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	9,0 %	+4,0 %	+1,0 %
Obligations canadiennes	20	45	70	33,5 %	-11,5%	+2,0 %
Obligations internationales	0	0	15	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Total – Obligations	20	45	70	33,5 %	-11,5 %	+2,0 %
Actions canadiennes	5	25	45	30,5 %	+5,5 %	-6,0 %
Actions États-Unis	5	12,5	45	19,0 %	+6,5 %	+3,0 %
Actions internationales	5	12,5	45	8,0 %	-4,5 %	0,0 %
Total – Actions étrangères	10	25	45	27,0 %	+2,0 %	-3,0 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

abandonne sa position et il est plus probable que la divergence de positions s'accroisse entre la Banque du Canada et la Fed.

Notre principale inquiétude par rapport à l'économie canadienne se situe du côté du marché du travail, qui joue au yo-yo depuis la fin de l'année dernière (graphique 10). Un regard rapide vers la progression mensuelle du marché de l'emploi nous indique qu'aucune tendance claire ne se dresse, ce que nous interprétons comme un signe de fragilité. D'autres facteurs nous poussent vers cette même conclusion, dont : 1) au cours des douze derniers mois, il s'est ajouté en moyenne moins de 7 000 emplois par mois au pays, bien au-dessous de la moyenne de 17 000 depuis 1980; et 2) des 81 000 postes ajoutés au cours des douze derniers mois, seulement 15 000 étaient à temps plein. Bref, l'économie canadienne fait très bonne figure depuis le sommet précédent, mais un essoufflement se fait clairement sentir.

Marchés financiers : recul des petites capitalisations

Le troisième trimestre a été plutôt positif sur l'ensemble des marchés, avec des rendements

positifs pour les bourses nord-américaines et un léger gain sur le marché des obligations canadiennes. Plusieurs facteurs expliquent le ton positif de la période, dont l'accalmie sur la scène géopolitique et le ton de plus en plus favorable qui découle des données économiques américaines.

Bien que plusieurs observateurs attendaient une correction sur les marchés en cours d'été, les titres à grande capitalisation ont continué de générer de bons rendements, soutenant les indices près des sommets. Du côté des titres à plus petite capitalisation, l'histoire est toutefois différente. Alors que le S&P 500 affichait un gain, les titres à moyenne capitalisation ont reculé de près de 5 % depuis leur sommet et les titres à petite capitalisation de près de 10 %. À plus large échelle, l'indice Russell 2000 des titres à petite capitalisation a enregistré un recul de plus de 7 % au cours du trimestre. Le même phénomène s'observe du côté canadien, avec le S&P/TSX qui a peu progressé au troisième trimestre, pendant que l'indice des petites capitalisations a coupé de moitié ses gains enregistrés depuis le début de l'année. Le fait que la bourse américaine n'ait pas connu de correction de plus de 10 % depuis plus de 750 sessions ajoute naturellement à la prudence de certains investisseurs.

Puisque nous approchons vraisemblablement d'une première hausse du taux directeur de la Fed, il est intéressant de constater que les performances historiques dans l'année précédant le début d'un cycle de hausse de taux sont généralement plutôt positives depuis les

Tableau 5 – Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 30 septembre 2014

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	Gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	1,30 %	+	0,00 %	=	1,30 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	3,40 %	+	(4,85 %)	=	(1,45 %)
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes	11 % à 13 %

AU 30 SEPTEMBRE 2014

années 1970. Le rendement médian au cours des douze mois précédant la première hausse atteint même 16,1 % pour le S&P 500 et 20,7 % pour le S&P/TSX (graphique 11), ce qui s'explique par le fait qu'un resserrement de la politique monétaire se fait généralement dans un climat économique favorable.

Il faut tout de même garder en tête que dans de tels contextes, des corrections de plus de 10 % sont, elles aussi, fréquentes. Comme on peut le voir au graphique 11, même à l'intérieur de périodes de 52 semaines où le rendement a été fort positif, les marchés ont régulièrement connu des sous-périodes de correction, où la médiane a oscillé précisément autour de -10 %. Donc, il est réellement impossible d'affirmer avec certitude qu'une correction se matérialisera ou non, mais l'histoire indique que l'année précédant un nouveau cycle de hausse des taux est généralement positive pour les marchés boursiers nord-américains.

L'actif qui a le mieux performé au cours du troisième trimestre est sans aucun doute le dollar américain, qui s'est apprécié de près de 8 % au cours des trois derniers mois. Pour les raisons mentionnées précédemment, nous sommes d'avis que le billet vert vient tout juste d'entreprendre un nouveau cycle haussier, dont les conséquences sur les prix des ressources, notamment l'or et le pétrole, devraient être significatives. Puisque les prix des ressources naturelles évoluent habituellement de façon inverse à la valeur du dollar américain, nous nous attendons à ce que ces actifs soient sous pression au cours des mois à venir. La conséquence directe est que la bourse canadienne, après avoir si bien performé depuis l'automne dernier, pourrait maintenant en souffrir.

Le marché obligataire canadien a encore affiché un gain au troisième trimestre, avec une progression de l'indice obligataire universel FTSE TMX se chiffrant à 1,1 %. Les obligations de court terme ont gagné 0,4 % et les titres de long terme, 2,3 %. Les obligations de sociétés cotées BBB affichent quant à elles un gain de 0,8 % pour la période.

La rotation des titres de croissance vers les titres de valeur s'est accélérée, poussant fortement à la baisse les titres à petite et moyenne capitali-

Tableau 6 – Scénarios économique et financier

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE							
	2011	2012	2013	2014	2015	Variation depuis le 30 juin 2014	
						2014	2015
États-Unis							
PIB réel	1,8 %	2,8 %	1,9 %	2,0 %	3,3 %	-0,2 %	---
Taux d'inflation	3,1 %	2,1 %	1,5 %	1,8 %	2,0 %	---	---
Taux de chômage	8,9 %	8,1 %	7,5 %	6,3 %	5,8 %	---	---
Canada							
PIB réel	2,5 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %	---	---
Taux d'inflation	2,9 %	1,5 %	1,1 %	1,9 %	1,9 %	-0,1 %	---
Taux de chômage	7,5 %	7,3 %	7,1 %	6,9 %	6,6 %	---	-0,1 %
SCÉNARIO FINANCIER*							
	Actuel	déc. 2014	Cibles juin 2015	déc. 2015	Variation depuis le 30 juin 2014		
					déc. 2014	juin 2015	
Taux d'intérêt							
U.S. taux 10 ans	2,52 %	2,80 %	3,30 %	3,50 %	---	---	
Canada taux 10 ans	2,15 %	2,50 %	3,10 %	3,30 %	---	---	
Taux de change							
\$US/\$CAD	0,89	0,88	0,86	0,86	-0,02 \$	-0,02 \$	
\$US/Euro	1,26	1,26	1,22	1,20	-0,06 \$	-0,06 \$	
Pétrole (WTI), \$US	91	95	90	90	-5 \$	-5 \$	
S&P 500	1 972	2 050	2 110	2 150	---	---	
S&P/TSX	14 961	15 600	16 000	16 500	---	-250	

* fin de période

sation aux dépens des *blue chips*. Le S&P 500 a encore une fois atteint de nouveaux sommets historiques en offrant un rendement trimestriel total de 1,1 % (6,2 % en dollars canadiens), poussé par la santé, les technologies de l'information et la finance.

La bourse canadienne a, quant à elle, reculé cet été, plombée par les secteurs liés aux ressources naturelles. L'indice composé S&P/TSX a affiché un rendement total de -0,6 % après trois trimestres de fortes hausses. L'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX a perdu plus de la moitié du chemin gagné depuis le début de l'année, avec un recul de 9,4 %.

Les marchés boursiers de l'Europe, de l'Asie et des pays émergents ont connu un trimestre plutôt neutre. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a reculé de 0,6 % (-2,3 % en dollars canadiens), l'indice MSCI - EAEO a gagné 0,9 % (-1,2 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Monde a avancé de 0,8 % (2,7 % en dollars canadiens).

Finalement, l'indice MSCI - Marchés émergents a perdu 0,7 % (+1,5 % en dollars canadiens).

Allocation d'actifs : un ton plus prudent

Nous avons adopté un ton plus prudent au cours du troisième trimestre, et ce, pour deux raisons. Premièrement, la performance des marchés boursiers nord-américains depuis le début de l'année, et principalement celle du marché canadien, dépasse nos attentes formulées en début d'année. Deuxièmement, bien que nous n'estimions pas être en mesure d'anticiper l'arrivée d'une correction, le niveau de volatilité historiquement faible sur la majorité des marchés indique une complaisance notable. Ces facteurs nous ont incités à réduire notre surexposition au marché des actions canadiennes et à augmenter notre détention de titres à revenu fixe (principalement des obligations à courte échéance).

Le résultat de ces changements est que la pondération des actions canadiennes au sein

AU 30 SEPTEMBRE 2014

du Fonds Diversifié FU040 est passée de 36,5 % à 30,5 %, en raison de nos convictions envers la vigueur du billet vert et les conséquences afférentes sur les prix des ressources naturelles.

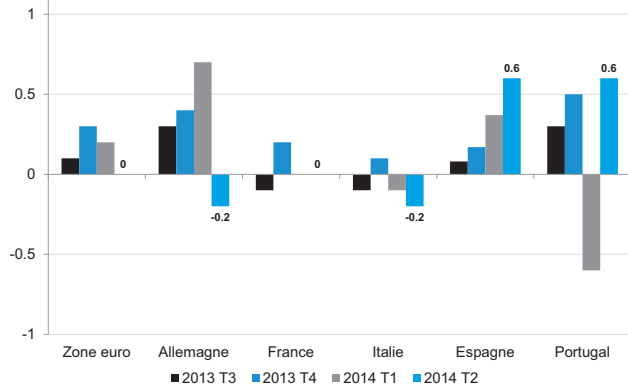
Malgré que nous ayons adopté un ton plus prudent, nous avons augmenté à 19 % notre exposition aux actions américaines avec l'initiation d'une position ciblée vers les grandes entreprises qui présentent un solide historique de croissance de leur dividende. Cette position permettra de réduire la volatilité du portefeuille et de bénéficier d'un rendement de dividende intéressant, alors que les faibles taux d'intérêt persistent.

Comme mentionné le trimestre dernier, nous estimons que le dollar américain est un actif tout désigné pour réduire la volatilité d'un portefeuille en période de correction des marchés. Pour cette raison, nous avons, au cours du trimestre, ajouté une exposition importante au billet vert au sein de nos fonds diversifiés, au moyen d'un fonds négocié en bourse (FNB). Non seulement la volatilité des fonds s'en est vue réduite, mais la poussée rapide du dollar en cours de trimestre a généré un rendement intéressant.

Notre exposition aux titres obligataires au sein de notre portefeuille diversifié canadien se chiffre maintenant à 33,5 %, sous notre cible de 45 %, et en légère hausse depuis le trimestre dernier de par l'augmentation de l'exposition aux obligations à court terme. La stratégie de durée plus courte que celle de l'indice de référence demeure toujours en vigueur. Bien que le marché des obligations ait globalement poursuivi sa hausse au troisième trimestre, principalement en raison de la corrélation grandissante qui s'installe entre les obligations américaines et allemandes, nous demeurons convaincus que le marché obligataire a devant lui des perspectives moins attrayantes que le marché des actions.

Graphique 4

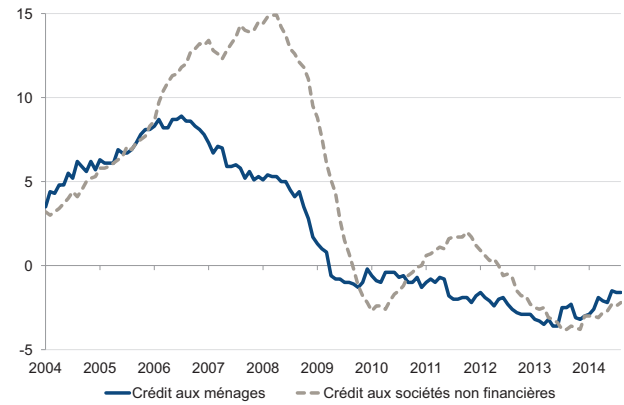
Zone euro : pas de croissance au T2
Taux de croissance trimestriel, à rythme annualisé



Source : IA

Graphique 5

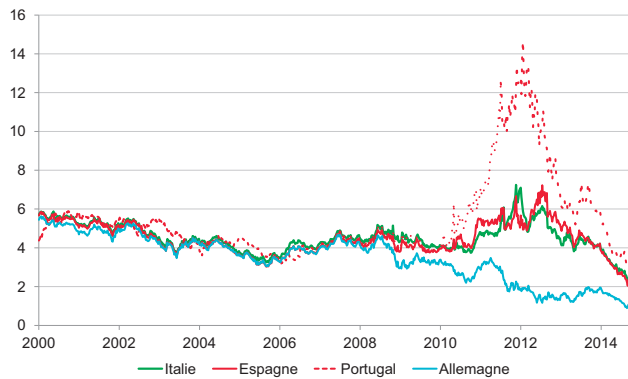
Europe : la contraction du crédit se poursuit
Croissance annuelle, en %



Source : IA

Graphique 6

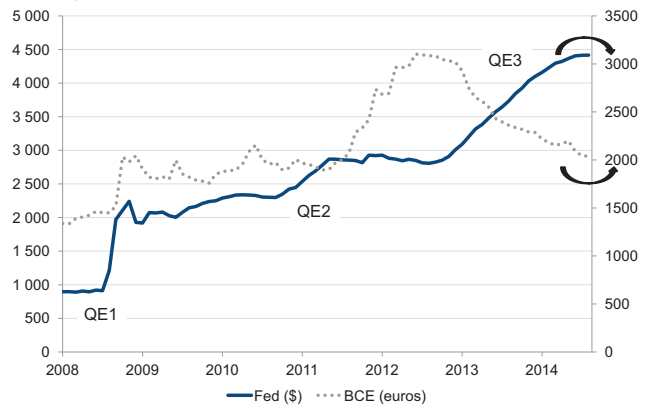
Europe : les taux d'intérêt à des creux historiques
Taux d'intérêt 10 ans, en %



Source : IA

Graphique 7

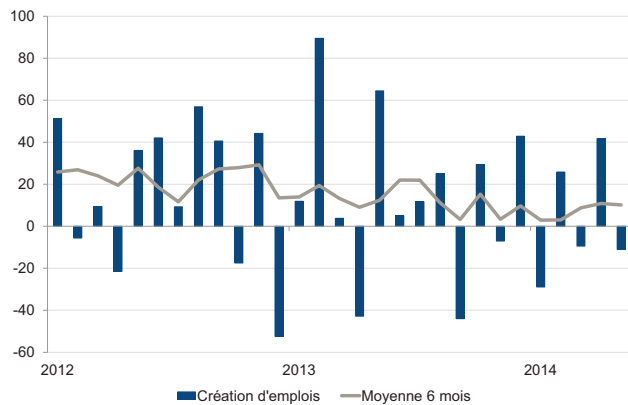
Détention d'actifs par la Fed et la BCE
Milliards, en \$ et en euros



Source : IA

Graphique 8

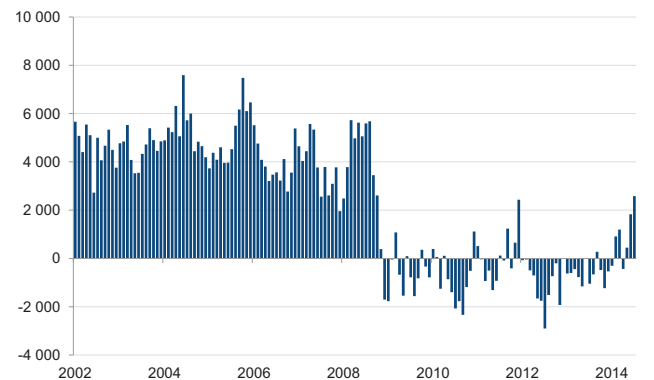
Création mensuelle d'emplois
En milliers



Source : IA

Graphique 9

Canada : rebond rapide de la balance commerciale cet été
Millions de dollars

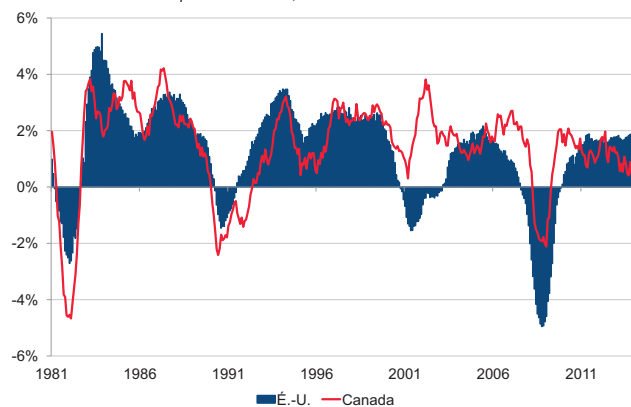


Source : IA

Graphique 10

Canada et É.-U. : création annuelle d'emplois

Variation du nombre d'emplois sur 12 mois, en %



Source : IA

Graphique 11 – Performances historiques des marchés boursiers dans l'année précédant la première hausse de taux par la Fed

1 ^{ère} hausse de la Fed	S&P 500		S&P/TSX	
Date	Rendement dans les 12 mois précédents	Correction maximale*	Rendement dans les 12 mois précédents	Correction maximale*
1977-08-01	-4,2 %	-10,9 %	-2,1 %	-14,0 %
1980-10-21	30,9 %	-17,1 %	53,8 %	-22,4 %
1984-03-01	3,9 %	-10,6 %	12,0 %	-9,2 %
1987-04-30	22,4 %	-9,4 %	20,7 %	-6,1 %
1994-02-04	4,5 %	-5,0 %	32,1 %	-5,0 %
1999-06-30	21,1 %	-19,3 %	-4,8 %	-28,4 %
2004-06-30	16,1 %	-6,4 %	22,4 %	-8,7 %
Médiane	16,1 %	-10,6 %	20,7 %	-9,2 %

*Pire correction du sommet au creux pendant la période de 12 mois

Source: Canaccord Genuity, Thomson Reuters Datastream