

Le pétrole au cœur de l'actualité

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
Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

La situation du marché du pétrole demeure le point central de l'actualité financière en ce début d'année, devançant même l'obsession des analystes qui tentent tant bien que mal de décoder les intentions de la Réserve fédérale américaine (Fed).

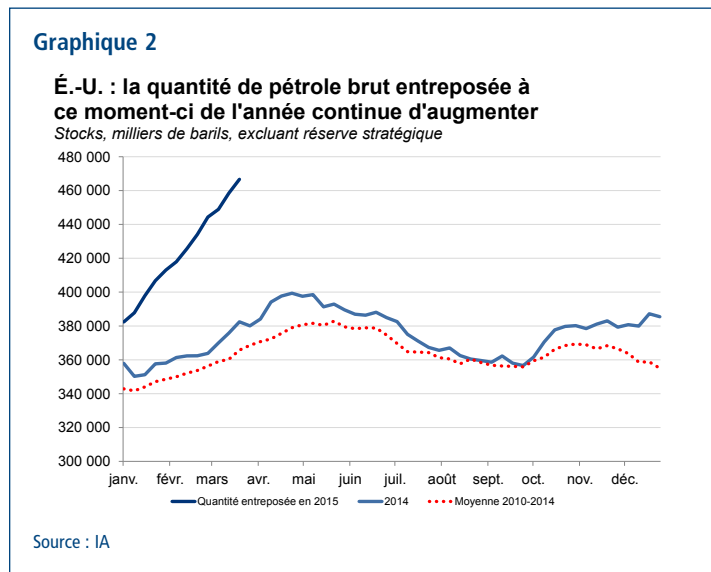
La guerre de prix qu'entretient l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) envers les « nouveaux producteurs » que sont le Canada et les États-Unis bat son plein et ne montre aucun signe d'essoufflement. Les yeux sont rivés sur deux indicateurs jusqu'ici largement ignorés par les investisseurs : le nombre de foreuses actives et la quantité de barils extraits du sol et entreposés quelque part aux États-Unis.

Malgré le recul net et abrupt du nombre de foreuses actives (graphique 1), on remarque que la production totale de pétrole continue d'augmenter et devrait même afficher une croissance annuelle positive en 2015 selon l'Agence internationale de l'énergie. Pour ce qui est de la quantité entreposée, on assiste à une véritable course contre la montre, alors qu'on pourrait atteindre d'ici la mi-année la capacité maximale d'entreposage en sol américain (graphique 2). La dynamique du marché actuel est telle qu'il est plus rentable pour un producteur de vendre sa production à terme, c'est-à-dire de conclure un contrat de vente avec date de livraison ultérieure (par exemple dans 12 ou 24 mois) et d'entreposer la production temporairement. Si jamais la capacité d'entreposage devenait saturée, comme certains spécialistes l'anticipent, les producteurs se verraient alors forcés de vendre leur production sur le marché « spot » (pour livraison immédiate), ce qui ajouterait massivement à la pression baissière sur les prix mondiaux. La raison est qu'un puits de pétrole de schiste se doit d'être



exploité rapidement une fois l'exploitation démarrée et qu'on ne peut pas simplement fermer les valves et attendre que le marché redevienne favorable.

Nous surveillons finalement de façon intéressée les positions non commerciales, celles donc qui n'ont rien à voir avec l'offre et la demande physiques de pétrole, mais plutôt avec la spéculation faite sur les marchés financiers envers les perspectives du prix du pétrole. Nous remarquons qu'après avoir atteint un sommet en mi-année 2014, le niveau des positions spéculatives nettes demeure très élevé, indiquant que les spéculateurs s'attendent vraisemblablement à un rebond rapide des prix (graphique 3). Nous y voyons là un signe comme quoi il reste de la complaisance chez les investisseurs et, avant de tenir un discours positif envers les perspectives de ce marché, nous attendons de percevoir des signes de capitulation et de dommages significatifs dans l'industrie nord-américaine. Pour le moment, nous n'en percevons aucun.



Monde : L'Inde passe devant la Chine

Le ralentissement de la Chine se poursuit alors que le pays fait face à une bulle de crédit qui menace la stabilité de son système financier. La « surconstruction » immobilière et le recours aux sources de crédit non traditionnelles ont injecté une dose de peur dans les marchés et limitent la mise en marche de nouveaux projets d'investissement, poussant l'administration chinoise à multiplier les plans de stimulation et la banque centrale à assouplir les conditions monétaires. Ces mesures ont pour le moment des effets limités étant donné la réticence des entreprises à emprunter, préférant plutôt purger l'excédent de crédit qui pèse sur les bilans.

Pour la première fois depuis un bref épisode à la fin de la décennie 1990, l'Inde a surpassé la Chine au chapitre de la croissance en 2014. Selon la Banque mondiale et le Fonds monétaire international, nous sommes à une année ou deux d'une période où ce sera la norme. L'Inde est en fait un rare joyau au sein des pays émergents, avec un nouveau gouvernement qui prône la croissance et qui met de l'avant un programme de réformes clair et complet, générant un fort appétit chez les investisseurs étrangers. Contrairement à l'incidence qu'elle a

AU 31 MARS 2015

pour bon nombre de pays émergents, dont le Brésil, la Russie et l'Afrique du Sud, la chute du prix du pétrole a un effet stimulateur sur l'Inde, qui importe 80 % du pétrole consommé. En termes de contribution à la croissance mondiale, toutefois, il faut noter que le poids de l'Inde est 2,5 fois moins important que celui de la Chine et que sa contribution au PIB mondial, même avec une croissance plus forte, est donc beaucoup moins grande (graphique 4).

Du côté du Japon, on semble s'être sorti de la déflation pour la première fois en plus de quinze ans (graphique 5), à l'exception d'un bref épisode en 2009. Le plan Abe continue de montrer des signes de succès, bien que les progrès ne soient pas aussi rapides qu'initialement souhaité. Le premier ministre Shinzo Abe semble maintenant avoir réussi à convaincre des grandes entreprises des secteurs de l'automobile et de l'électronique à augmenter significativement les salaires, question de générer de l'inflation tout en soutenant le pouvoir d'achat des ménages. Les investisseurs semblent croire aux chances de succès du plan et font du Nikkei l'un des marchés boursiers présentant les meilleurs rendements depuis le début de l'année.

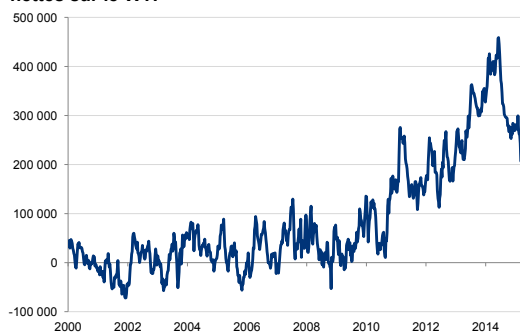
Europe : Source de bonnes nouvelles

Les signes d'un début de reprise solide s'installent en Europe, alors que la majorité des données économiques surprennent positivement (graphique 6). Les attentes étaient bien sûr plutôt faibles, après plusieurs années de déceptions et de nouveaux départs dans la zone euro, mais il est évident qu'un changement de leadership s'installe en termes de lancée, au moment où les indicateurs chinois et américains déçoivent à répétition.

L'événement marquant du trimestre a sans aucun doute été le début du programme européen d'assouplissement quantitatif, qui devrait se poursuivre au moins jusqu'en septembre 2016. Ce programme consiste à acheter des titres sur le marché secondaire, y compris des obligations souveraines, selon des proportions dictées par la taille relative de chacune des économies de la zone euro.

Graphique 3

Positions non commerciales spéculatives nettes sur le WTI



Source : IA

Tableau 1
Rendements du marché obligataire canadien
au 31 mars 2015

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	1 an
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	4,2	10,3
Indice d'obligations à court terme FTSE TMX Canada	1,9	3,9
Indice d'obligations à moyen terme FTSE TMX Canada	4,3	10,3
Indice d'obligations à long terme FTSE TMX Canada	7,1	19,7
FTSE TMX Canada Fédéral	3,3	8,2
FTSE TMX Canada Provinces	5,7	14,6
FTSE TMX Canada Municipalités	4,7	13,0
FTSE TMX Canada Sociétés	3,6	8,2

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

Parmi les indicateurs que nous favorisons, le principal et le plus important est sans contredit le cycle de crédit, qui est sur le point de retourner en terrain positif cette année (graphique 7). L'économie européenne a une particularité qui lui est bien propre en ce qui est de l'importance des banques comme courroie de transmission économique. Contrairement à ce qui se passe dans le marché nord-américain, le financement des entreprises passe principalement par les banques. Cela est encore plus vrai pour les petites et les moyennes entreprises (PME), responsables à elles seules de 90 % de la création d'emplois en zone euro, et pour qui la dépendance au secteur bancaire est d'autant plus marquée. C'est simple, pour créer des emplois, il faut pousser les banques à prêter.

L'une des mesures mises en place en 2014 par la Banque centrale européenne (BCE) visait exactement à encourager les banques à prêter aux entreprises, en leur fournissant des liquidités à très faible taux d'intérêt à condition que l'encours du portefeuille de prêts des banques affiche une croissance. Après que cette mesure eut essuyé deux échecs en fin d'année, la troisième vague de liquidités offertes en mars a fait l'objet d'une demande deux fois plus importante qu'anticipé, forte d'une baisse additionnelle du coût de ces liquidités pour les banques en janvier. Étant donné le mouvement favorable du cycle de crédit amorcé avant même le début du programme d'assouplissement quantitatif, il demeure une faible probabilité que la BCE n'ait pas besoin de mener son programme entièrement à terme.

États-Unis : Un autre début d'année difficile

Alors que les données économiques surpassent les attentes en zone euro, c'est tout le contraire aux États-Unis. De façon plutôt semblable au début de l'an dernier, l'économie américaine a semblé avoir du plomb dans l'aile au premier trimestre, phénomène qui nous surprend un peu après une deuxième moitié de 2014 où le marché de l'emploi fracassait des records.

Les principales sources de déception touchent les consommateurs américains, représentant à eux seuls environ 70 % de la taille de la première économie mondiale.

AU 31 MARS 2015

Tableau 2
Rendements du marché au 31 mars 2015

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	1 an
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,2	0,9
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	4,2	10,3
Indice composé S&P/TSX	2,6	6,9
S&P 500 (\$ CA)	10,4	29,4
MSCI - EAEO (\$ CA)	14,7	13,7
MSCI - Monde (\$ CA)	11,9	21,7
TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)	9,3	14,7

Tableau 3
Rendements du marché au 31 mars 2015

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	1 an
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	(1,1)	(14,1)
Matériaux	3,3	(8,2)
Industrie	1,6	21,0
Consommation discrétionnaire	6,1	31,3
Biens de consommation de base	3,4	43,6
Santé	45,1	67,9
Finance	(0,2)	10,3
Technologies de l'information	8,7	38,8
Télécommunications	0,2	11,1
Services aux collectivités	3,5	10,5
Indice composé S&P/TSX	2,6	6,9

Premièrement, les ventes au détail affichent un ralentissement notable, alors que les gains marqués dans l'emploi devraient se répercuter par une accélération de la consommation des ménages. À cet égard, on se doit de rappeler que les ventes au détail ne représentent plus que le tiers de la consommation des ménages, les services constituant désormais la majeure partie des dépenses. Malgré tout, on remarque un net changement dans le comportement des consommateurs, qui épargnent davantage que les générations précédentes. Le vieillissement de la population joue également un rôle de premier plan, avec un nombre grandissant de retraités dont le panier de consommation est plus fortement concentré dans les services que dans les biens durables.

Deuxièmement, on attend toujours d'assister à des pressions salariales, de par la forte croissance de l'emploi et de l'économie en 2014, mais celles-ci se font

toujours attendre. Difficile de réduire l'analyse à un seul facteur, mais l'excédent de main-d'œuvre qui demeure en marge depuis la fin de la récession en explique probablement une bonne partie. Bref, les travailleurs n'ont probablement pas encore une marge de négociation suffisante auprès des employeurs pour exiger des augmentations salariales (par exemple, en janvier seulement, plus d'un million d'Américains ont décidé de se rendre à nouveau disponibles sur le marché du travail, repoussant ainsi l'éventuelle rareté de travailleurs après qu'il se soit ajouté près de 3 millions de postes en 2014). De façon globale, l'histoire démontre que les pressions salariales apparaissent lorsque le taux de chômage passe sous son niveau d'équilibre de long terme (communément appelé « taux de chômage naturel »), estimé entre 5,2 et 5,5 %, ce qui devrait se produire probablement en 2015.

Beaucoup d'encre coule au sujet de l'absence de hausses salariales, et certains expliquent la faiblesse des ventes au détail ou le ralentissement soudain du secteur immobilier par le fait que le salaire horaire moyen des travailleurs progresse plus lentement que par le passé. À ce sujet, nous sommes d'avis que la variable la plus importante pour expliquer l'évolution agrégée de la demande des consommateurs n'est pas le salaire moyen, mais plutôt la croissance de la masse salariale globale (graphique 8). Un regard rapide sur les données indique que non seulement la masse salariale totale progresse de façon admirable, forte de la poussée historique de l'emploi depuis le début de 2014, mais que le pouvoir d'achat consolidé des consommateurs américains évolue à un rythme similaire aux sommets des cycles précédents. Bref, si la croissance de la consommation des ménages stagne en ce début d'année (rappelons que celle-ci a progressé de 4,4 % au quatrième trimestre de 2014, un sommet en huit ans), ce n'est certainement pas en raison d'un manque de croissance du salaire horaire moyen, mais plutôt, comme spécifié précédemment, en raison d'un retour marqué de la propension à épargner.

Canada : Un début d'année difficile attendu

La Banque du Canada a causé toute une surprise en janvier en abaissant son taux directeur à 0,75 %, un mois seulement après avoir parlé d'un élargissement des bases de la reprise et annoncé diriger à nouveau son attention sur la surévaluation du secteur immobilier et l'endettement élevé des ménages.

Cet assouplissement de la politique monétaire consiste, selon le gouverneur Poloz, en une « police d'assurance » contre les effets négatifs de la chute précipitée du prix du pétrole l'été dernier. La décision a eu un effet immédiat et prononcé sur le huard, qui a rapidement chuté sous la barre des 80 cents vis-à-vis du dollar américain. Le message de la Banque est clair et pessimiste : les données canadiennes seront sans doute mauvaises en première moitié d'année puisque les effets négatifs de la faiblesse du prix de notre principal bien d'exportation se feront sentir immédiatement tandis que les effets positifs (baisse du huard, chute des prix à la pompe...) n'auront qu'un impact positif graduel.

L'un des indicateurs les plus parlants quant aux effets néfastes de la chute du prix du brut est sans contredit le marché immobilier. En Alberta, depuis la fin de l'année 2014, le nombre de ventes immobilières conclues a chuté drastiquement au même moment où le nombre de demeures mises en vente a bondi, reflétant une nette hausse de la nervosité chez les propriétaires quant au maintien à long terme de la valeur de leur résidence et créant un déséquilibre

AU 31 MARS 2015

Tableau 4
Allocation d'actifs : Fonds Diversifié (040)

	Min.	Neutre	Max.	Pondération actuelle	Surpondération (+)/ Sous-pondération (-)	Variation en cours de trimestre
Marché monétaire	0	5	25	10,5 %	+5,5 %	+1,5 %
Obligations canadiennes	20	45	70	28,0 %	-17,0 %	-6,0 %
Obligations internationales	0	0	15	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Total – Obligations	20	45	70	28,0 %	-17,0 %	-6,0 %
Actions canadiennes	5	25	45	32,0 %	+7,0 %	+5,5 %
Actions États-Unis	5	12,5	45	11,0 %	-1,5 %	-3,5 %
Actions internationales	5	12,5	45	15,5 %	+3,0 %	-0,5 %
Marchés émergents	0	0	45	3,0 %	+3,0 %	+3,0 %
Total – Actions étrangères	10	25	45	29,5 %	+4,5 %	-1,0 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

précipité du marché. Le marché albertain est donc rapidement devenu un marché d'acheteurs, alors que le marché canadien hors Alberta demeure équilibré.

Nous tirons également un constat inquiétant de la répartition de la croissance de l'emploi au pays en 2014, puisque plus de 80 % des emplois créés l'ont été dans l'ouest du pays, précisément là où la chute du cours du brut frappera le plus fort en 2015 (graphique 9). L'économie canadienne aura donc besoin d'un nouveau leadership régional au cours des prochains trimestres, et les espoirs sont tournés vers le Québec et l'Ontario, qui bénéficieront le plus de la dévaluation du huard. Les données publiées au cours des deux premiers mois de l'année indiquent effectivement que la création d'emplois a migré vers le centre du pays (graphique 10) mais, malheureusement, cette migration n'est pas de caractère sectoriel.

Au cours des deux premiers mois de l'année, bien que l'emploi dans le secteur des ressources naturelles ait reculé d'environ 25 000 postes, l'emploi manufacturier n'a pas pris le relais et a également reculé, quoique dans une moindre mesure, de 9 000 postes. De plus, la totalité des emplois créés au Québec ainsi qu'une bonne partie de ceux créés en Ontario sont à temps partiel, indiquant que la transition sectorielle souhaitée ne s'opère toujours pas et que le changement de leadership n'est pas convaincant.

Nous demeurons donc d'avis que l'économie canadienne démontrera de la faiblesse en 2015 et que dans un environnement où le prix du pétrole devrait demeurer sous pression, il faudra s'attendre à ce que la sous-performance vis-à-vis de l'économie américaine persiste. La dépréciation du huard combinée à la prise de vitesse de l'économie américaine pourrait toutefois causer une surprise positive dans le secteur manufacturier en cours d'année.

Marchés financiers : Dominés par les banques centrales

Pour le meilleur ou pour le pire, ce sont encore une fois les banques centrales qui dictent le ton sur les marchés financiers en ce début d'année.

En ordre d'importance pour un investisseur canadien, la Banque du Canada a décidé de diminuer son taux directeur en janvier, poussant le huard à la baisse de 86 cents jusqu'à un creux de 78 cents en mars. Grâce à cette dépréciation, les rendements en dollars canadiens pour un investissement à l'étranger ont été majorés d'environ 10 %, offrant ainsi aux investisseurs qui ont une perspective mondiale un rendement fort positif en ce début d'année.

Au sud de la frontière, la Fed tient les marchés en haleine de par le choix des mots utilisés dans ses communiqués. Le consensus s'attend largement à ce que la Fed augmente son taux directeur cette année, pour la première fois depuis 2006, quelque part entre juin et septembre. La faiblesse des données américaines en début d'année a tempéré les attentes, quoique la vigueur soutenue du marché du travail continue de militer pour une normalisation nécessaire de la politique monétaire. En attendant le moment fatidique, les marchés sont suspendus aux lèvres des membres du Federal Open Market Committee (FOMC) – le comité décideur en matière de politique monétaire. Jusqu'à la rencontre de mars, l'accent était mis sur le mot « patient », qui a finalement été retiré du communiqué. On fait maintenant état du fait qu'il est « fortement improbable » que la Fed procède à une hausse de taux en avril et on souligne à gros traits que l'absence de « patience » n'implique pas que la Fed soit devenue impatiente.

La tenue de la politique monétaire dépend donc maintenant de la qualité des données publiées, et il faut donc s'attendre à de plus en plus de volatilité à mesure qu'on s'approche de l'été. Il faut également s'attendre à ce que les nouvelles négatives soient à nouveau perçues positivement par le marché boursier (indiquant une poursuite de la politique monétaire accommodante) et que les bonnes nouvelles économiques aient un impact négatif sur les marchés.

Finalement, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon impriment à leur tour une quantité colossale de monnaie afin de stimuler leurs économies respectives via le cycle de crédit. Il est essentiel de garder en tête que ces deux banques injectent à elles deux, chaque mois, une quantité de liquidités supérieure à celle que la Fed injectait au sommet de son programme d'assouplissement quantitatif. Puisque la liquidité trouve toujours son chemin vers les marchés financiers, plusieurs tendances sont fort probables : 1) les taux

AU 31 MARS 2015

Tableau 5
Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 31 mars 2015

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	Gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,45 %	+	0,00 %	=	0,45 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	3,20 %	+	(5,60 %)	=	(2,40 %)
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes➤				10 % à 12 %

d'intérêt mondiaux (incluant les taux nord-américains) devraient demeurer sous pression au cours des prochains trimestres; 2) le dollar américain devrait être soutenu par la demande incessante d'obligations américaines offrant un rendement supérieur à ceux que l'on peut obtenir en Europe et au Japon; et 3) les marchés boursiers européens et japonais offrent un potentiel d'appréciation intéressant de par l'amélioration généralisée des données économiques et l'accès facile à la liquidité.

Le marché boursier américain, quant à lui, pourrait commencer à manquer de carburant en 2015 après deux années de forts rendements. Les attentes de croissance des bénéfices des entreprises sont très faibles pour l'année à venir, poussées à la baisse par le secteur de l'énergie. Les gains sur le marché américain cette année proviendront probablement entièrement d'une expansion des multiples, qui sont déjà élevés sur une base historique. La dépréciation rapide du huard en janvier a permis aux investisseurs canadiens d'engranger des rendements intéressants, mais nous sommes d'avis que la contribution de la devise risque d'être moins importante, ou même nulle, au cours des trimestres à venir.

Du côté du marché boursier canadien, étant donné l'importance des ressources naturelles, de l'énergie et des banques, il est difficile de formuler des attentes de rendement claires pour l'année. Nous demeurons d'avis que les fondamentaux maintiendront une pression à la baisse sur le prix du pétrole, mais la possibilité constante d'un événement géopolitique au Moyen-Orient, par exemple, fait en sorte qu'un rebond plus rapide qu'anticipé du prix de notre principal bien d'exportation pourrait se matérialiser plus tôt. Pour ce qui est des banques, après les messages d'avertissement de la part de la Banque du Canada en décembre dernier, nous faisons preuve de prudence dans la formulation de nos attentes étant donné l'impact qu'aurait un message d'avertissement de la part du gouverneur Poloz envers ce segment si important de notre marché boursier. Nous regardons donc le marché canadien d'un œil prudent et demeurons prêts à y investir davantage si les conditions redeviennent favorables.

Le marché des obligations demeure source de préoccupations puisqu'il ne suffirait que d'une hausse totale de 40 à 60 points de base des taux d'intérêt en 2015 pour qu'un investisseur obtienne un rendement négatif dans un portefeuille obligataire. On remarque également un retour marqué de la volatilité. Le marché canadien continue toutefois à présenter des attentes envers une seconde baisse du taux directeur par la Banque du Canada cette année, malgré un niveau de conviction décroissant depuis janvier, ce qui pourrait maintenir les cours du marché obligataire canadien à des niveaux élevés.

Le marché obligataire canadien commence l'année dans le vert, poussé par la Banque du Canada. L'indice obligataire universel FTSE TMX a gagné 4,2 % au cours des trois premiers mois de l'année. Les obligations de court terme ont progressé de 1,9 % et les titres à long terme ont affiché un gain de 7,1 %. Les obligations de sociétés cotées BBB ont finalement avancé de 3,6 %.

Le S&P 500 fait du surplace, malgré un fort mois en février et termine le trimestre avec un rendement trimestriel total de 1,0 % (10,4 % en dollars canadiens). La bourse canadienne a elle aussi commencé l'année sans conviction, plombée par le secteur de l'énergie. Le S&P/TSX a affiché un rendement total de 2,6 % au premier trimestre. L'indice canadien des titres à petite capitalisation S&P/TSX affiche un maigre gain de 0,3 % pour la période.

Les marchés boursiers de l'Europe, de l'Asie et des marchés émergents démarrent l'année en force, dopés par le début du programme d'assouplissement quantitatif en Europe. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a gagné 18,9 % (15,3 % en dollars canadiens), l'indice MSCI - EAEO a progressé de 10,8 % (14,7 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Monde a généré un gain de 4,9 % (11,9 % en dollars canadiens). Finalement, l'indice MSCI - Marchés émergents a gagné 4,9 % (11,8 % en dollars canadiens).

Allocation d'actifs : Un virage international

Au cours du premier trimestre, nous avons maintenu une position internationale en actions au sein de nos fonds diversifiés, avec des titres provenant principalement d'Europe et du Japon. Nous voyons en effet un potentiel haussier intéressant dans ces régions où : 1) les évaluations sont intéressantes sur une base relative (vis-à-vis des marchés nord-américains) et historique; et 2) l'injection de liquidités par les banques centrales devrait stimuler à la fois les bénéfices des entreprises et l'appétit pour le risque chez les investisseurs. Le poids de cette position demeure similaire à celle du trimestre dernier, à 15,5 %.

Forts d'une évaluation élevée et de perspectives mitigées quant à la croissance des bénéfices, nous avons continué à réduire notre pondération des actions américaines sur force des marchés. Le poids est ainsi passé de 14,5 % à 11,0 % en cours de trimestre.

La pondération des actions canadiennes à grande capitalisation demeure également inférieure à la cible, de par notre manque de conviction envers les perspectives du marché en 2015. Nous avons toutefois augmenté le poids des petites capitalisations canadiennes au sein de notre principal fonds diversifié, étant donné les signes apparents d'une transition du leadership économique

AU 31 MARS 2015

Tableau 6
Scénarios économique et financier

Scénario économique

							Variation depuis le 31 décembre 2014	
		2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016
États-Unis	PIB réel	2,2 %	2,4 %	3,3 %	2,9 %	2,8 %	-0,2 %	+0,2 %
	Taux d'inflation	1,5 %	1,6 %	0,5 %	1,7 %	2,0 %	-1,0 %	---
	Taux de chômage	7,4 %	6,2 %	5,4 %	5,0 %	4,9 %	-0,4 %	-0,4 %
Canada	PIB réel	2,0 %	2,5 %	1,2 %	1,9 %	2,2 %	-0,8 %	0,2 %
	Taux d'inflation	0,9 %	1,9 %	0,6 %	1,5 %	1,8 %	-1,1 %	-0,3 %
	Taux de chômage	7,1 %	6,9 %	6,7 %	6,5 %	6,4 %	+0,2 %	+0,1 %

Scénario financier*

		Cibles				Variation depuis le 31 décembre 2014	
		Actuel	juin 2015	déc. 2015	juin 2016	juin 2015	déc. 2015
Taux d'intérêt							
	U.S. taux 10 ans	1,94 %	2,20 %	2,60 %	2,90 %	-0,05 %	-0,15 %
	Canada taux 10 ans	1,36 %	1,60 %	1,95 %	2,30 %	-0,40 %	-0,30 %
Taux de change							
	\$US/\$CAD	0,79	0,75	0,80	0,82	-0,07 \$	-0,01 \$
	\$US/Euro	1,07	1,05	1,05	1,05	-0,15 \$	-0,10 \$
	Pétrole (WTI), \$US	47,59	45	50	55	---	---
	S&P 500	2 068	2 125	2 200	2 280	---	---
	S&P/TSX	14 902	15 200	15 800	16 300	+450	+825

* fin de période

vers l'est et vers le marché des exportations manufacturières comme moteur de croissance de l'économie canadienne. Le poids des petites capitalisations passe donc à 10,0 %, poussant le poids total des actions canadiennes à la hausse à 32,0 %.

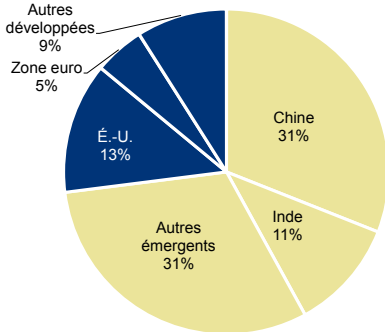
Nous avons aussi initié des positions au sein des marchés émergents, concentrées pour le moment au Mexique et en Inde, à hauteur de 3 % du portefeuille. Nous avons choisi ces régions entre autres selon des critères économiques, principalement en raison des importants programmes de réforme économique et sociale dans ces régions qui favoriseront, selon nous, les possibilités de croissance à long terme. De plus, nous sommes d'avis que le ralentissement de la Chine favorisera l'Inde au sein de l'Asie et que l'importance des exportations manufacturières mexicaines vers les États-Unis générera des rendements intéressants sur le marché boursier.

Du côté des obligations, nous avons réduit le poids de 6 %, passant de 34 à 28 %, en raison de la baisse additionnelle des taux d'intérêt depuis le début de

l'année. Étant donné les risques importants que présente le marché obligataire – qui fait l'objet d'une évaluation que nous jugeons fort élevée –, nous préférons faire preuve de prudence et plutôt détenir des liquidités. En cours de trimestre, la majorité de ces liquidités ont été détenues par l'entremise de titres américains à court terme, question de bénéficier de l'appréciation attendue du billet vert vis-à-vis du huard, et cette position a été liquidée avant la fin du trimestre.

Graphique 4

Contribution à la croissance mondiale en 2015
Selon le World Economic Outlook du FMI, octobre 2014

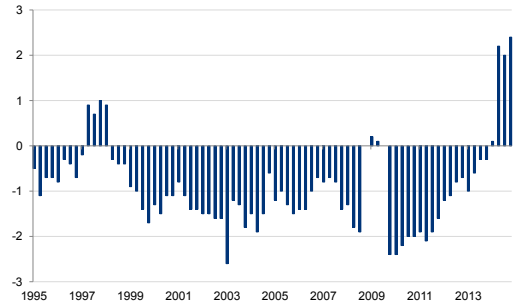


Source : IA

Graphique 5

Japon : l'objectif de stimuler l'inflation atteint... pour le moment

Dégonfleur du PIB, % croissance annuelle

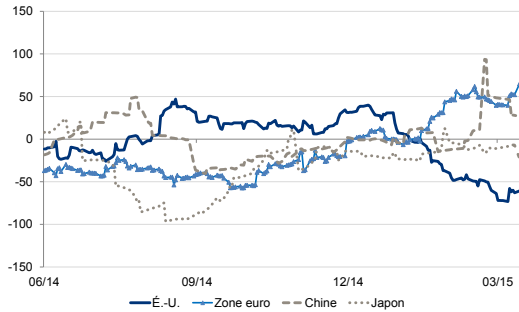


Source : IA

Graphique 6

Monde : les surprises économiques positives concentrées en Europe

Indices Citigroup de surprise économique

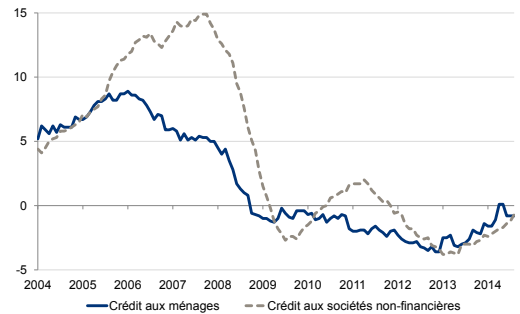


Source : IA

Graphique 7

Europe : la contraction du crédit tire-t-elle à sa fin?

Croissance annuelle, en %

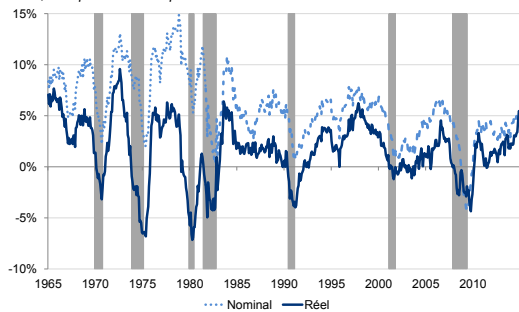


Source : IA

Graphique 8

É.-U. : croissance annuelle de la masse salariale

%a/a, total privé et non supervisé

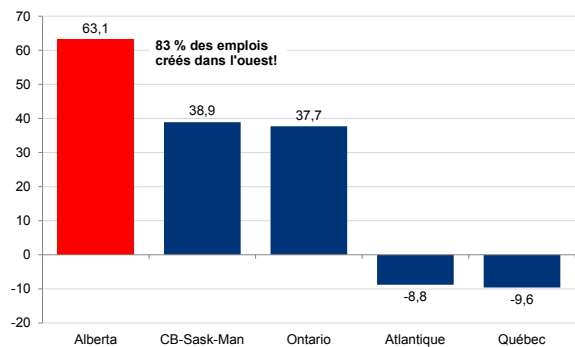


Source : IA

Graphique 9

Création d'emplois au Canada en 2014

En milliers

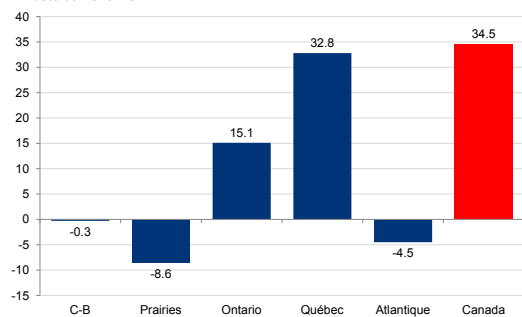


Source : IA

Graphique 10

Création d'emplois au Canada en 2015

En date du 28 février



Source : IA