

Pétrole : baisse temporaire des prix ou tendance séculaire?

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.

Le marché du pétrole s'est invité au centre de l'actualité économique en fin d'année 2014 avec la baisse des prix de l'or noir. Deux forces se combinent pour pousser les prix à la baisse : la faiblesse de la demande et la vigueur de l'offre. Du côté de la demande, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) a dû réviser régulièrement à la baisse depuis 2012 ses projections annuelles de croissance de la demande mondiale en raison du ralentissement économique dans les pays émergents et des effets de substitution vers des modes de transport alternatifs dans les pays développés. À l'inverse, l'essor de la production en provenance de sources dites « non conventionnelles » (sables bitumineux et pétrole de schiste) a forcé cette même agence à réviser à la hausse ses projections de croissance de la production mondiale hors de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). Résultat : l'OPEP a vu sa part de marché s'effriter pour se retrouver à son niveau le plus bas en 25 ans!

Dans un tel contexte, il était sans doute inévitable que les prix se corrigent « un peu » afin d'équilibrer les marchés, à moins bien sûr que les pays producteurs de l'OPEP ne se seraient entendus pour réduire leur production. Or, à la surprise générale, l'OPEP, sous le leadership des pays producteurs du golfe Persique, a plutôt choisi, à sa rencontre de fin novembre, d'abandonner son rôle traditionnel de régulateur des prix pour plutôt axer sa stratégie vers la préservation de ses parts de marché. Résultat : un effondrement drastique des prix.

Graphique 1

Chine : un ralentissement plus important que ne le laissent entendre les données officielles?
Croissance annualisée inférée en %, indice Bloomberg



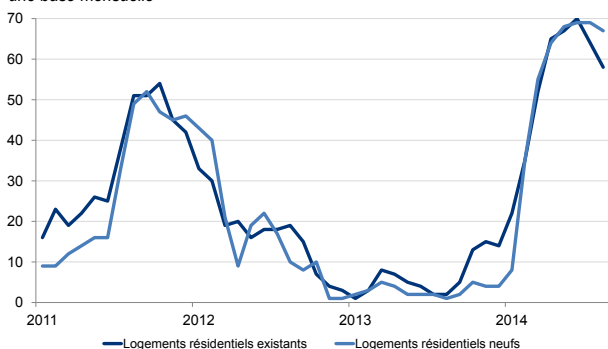
Source : IA

À moins d'une volte-face de l'OPEP ou de tensions géopolitiques importantes qui viendraient perturber les livraisons, il est difficile d'imaginer un rebond rapide du prix du baril de pétrole vers la fourchette de 80 \$ à 100 \$ observée plus tôt en 2014. La position ancrée de l'OPEP nous laisse penser que les prix de référence en Amérique du Nord (WTI) pourraient bien se retrouver sous la barre des 40 \$ US en cours d'année 2015, le temps d'endommager concrètement les bilans des producteurs nord-américains à haut coût de production et de mettre sur la glace (au moins temporairement) leurs plans d'exploration et d'exploitation. Par la suite, advenant une accélération de l'économie mondiale, il serait raisonnable d'envisager une réduction des capacités excédentaires de production et des prix se stabilisant dès 2016-2017 à des niveaux plus élevés (55 à 70 \$ US). Entretemps, on risque d'assister à beaucoup de volatilité du cours du pétrole et à d'importantes ramifications envers les économies et les places boursières des pays exportateurs d'hydrocarbures.

Graphique 2

Chine : les prix immobiliers reculaient dans les 70 villes sondées en septembre

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



Source : IA

Monde : peu de bonnes nouvelles au quatrième trimestre

Au cours des trois derniers mois, l'administration chinoise est intervenue à plusieurs reprises, et avec des moyens variés, afin de contenir le ralentissement de son économie, mais, surtout, d'éviter une contagion des défauts dans le secteur financier.

En fait, bien que les autorités ciblent un taux de croissance de 7,5 % pour 2014, et que les statistiques officielles indiquent que cette cible devrait être atteinte, les estimations faites par de tierces parties à partir d'un amalgame de données pertinentes suggèrent que le ralentissement serait bien plus important que la Chine ne le laisse entendre. Une estimation largement utilisée fournie par Bloomberg (graphique 1) indique plutôt un taux de croissance de 6,8 % et une décélération marquée depuis l'été. Les données provenant du secteur immobilier suggèrent une légère amélioration de la situation, mais le fait que les prix des logements résidentiels existants ont diminué, sur une base annuelle, dans la totalité des 70 villes sondées en septembre (graphique 2) en dit long sur : 1) le manque de vigueur de l'économie chinoise; et 2) l'ampleur de la surconstruction au cours des dernières années.

AU 31 DÉCEMBRE 2014

Les interventions du gouvernement chinois ont été de nature monétaire (baisse surprise du taux directeur de la banque centrale) et réglementaire (modification importante aux règles du jeu dans le marché du crédit). En bref, afin de limiter le principal canal de financement des projets immobiliers les plus risqués (et ultimement stopper la surconstruction), on refuse maintenant que des obligations des gouvernements locaux dont la cote est inférieure à AAA ainsi que les autres titres dont la cote est inférieure à AA soient utilisés en tant que garantie pour des prêts à court terme. Cette approche, qui empêche la mise en garantie de titres de long terme afin d'emprunter à court terme, est un moyen efficace de limiter le gonflement d'une bulle immobilière qui pourrait mener à une contagion des défauts à l'intérieur du système financier.

Il reste à voir si ces mesures auront les effets voulus et stimuleront la croissance à court terme, mais les autorités chinoises laissent déjà sous-entendre qu'elles réduiront leur cible de croissance à 7,0 % pour 2015.

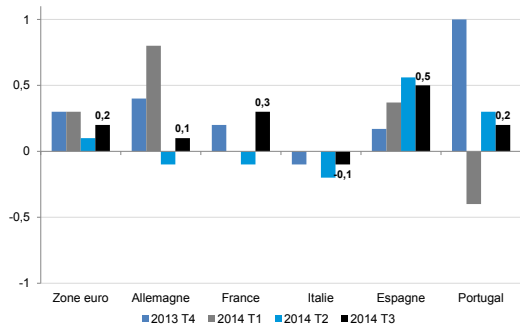
Au Japon, on vit un étrange paradoxe. La troisième économie mondiale est retombée en récession au troisième trimestre, après que la hausse de la taxe de vente en avril eut causé d'énormes dommages à une économie fragilisée par la mise en place d'un ambitieux plan de relance. Le PIB s'est contracté à un rythme annualisé de 1,9 % au troisième trimestre, alors qu'on s'attendait à une légère croissance. Là où les choses deviennent paradoxales, c'est que cette récession pourrait être une excellente nouvelle pour les années à venir puisqu'elle renforce la perception que des réformes importantes sont nécessaires et que la politique monétaire ne suffira pas à faire sortir le pays de la spirale déflationniste dans laquelle il sombre depuis deux décennies.

Le gouvernement Abe a saisi la balle au bond en annonçant l'annulation de la prochaine hausse de la taxe de vente prévue en octobre 2015 (cette hausse avait été proposée par l'administration précédente) puis a convoqué aux urnes les électeurs dès décembre afin d'obtenir un mandat fort pour procéder à des réformes douloureuses. Le résultat est mitigé, puisque le parti de Shinzo Abe est entré avec une forte majorité, mais que le taux de participation a été plutôt faible. La suite demeure nébuleuse puisque beaucoup d'éléments reposent sur le succès des réformes du marché du travail. Une chose est certaine, l'un des

Graphique 3

Zone euro : au ralenti...

Taux de croissance trimestriel, à rythme annualisé



Source : IA

Tableau 1
Rendements du marché obligataire canadien
au 31 décembre 2014

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	2,7	8,8
Indice d'obligations à court terme FTSE TMX Canada	0,9	3,1
Indice d'obligations à moyen terme FTSE TMX Canada	2,7	9,2
Indice d'obligations à long terme FTSE TMX Canada	5,3	17,5
FTSE TMX Canada Fédéral	2,3	6,9
FTSE TMX Canada Provinces	3,9	12,2
FTSE TMX Canada Municipalités	3,5	11,4
FTSE TMX Canada Sociétés	1,9	7,6

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

programmes d'assouplissement quantitatif les plus agressifs de l'histoire ne semble pas suffire pour tirer à lui seul le Japon de la stagnation.

Du côté de la zone euro, l'automne a été plutôt calme en termes de nouvelles économiques. On trouve tout de même un léger réconfort dans le fait que l'Allemagne a évité de peu la récession au troisième trimestre (graphique 3), mais au risque de nous répéter, la reprise y demeure faible et, surtout, très fragile.

La Banque centrale européenne (BCE) a retardé encore une fois la mise en place d'un plan élargi d'assouplissement quantitatif en prétextant vouloir bien mesurer les effets des mesures mises en place durant l'été. Mario Draghi, président de la BCE, a avancé qu'un comité travaille sur l'architecture d'un plan complet et ambitieux, qui devrait voir le jour au premier trimestre de 2015.

Les mesures initiales, soit un taux d'intérêt négatif pour les dépôts des banques auprès de la Banque centrale et l'offre de liquidités à très faible coût aux banques, donnent pour le moment des résultats mitigés. Dans la colonne des éléments positifs, on remarque que la croissance du cycle de crédit est repassée au positif pour les prêts aux ménages (graphique 4). Dans la colonne des éléments négatifs, on remarque toutefois que le cycle de crédit se contracte encore pour les sociétés non financières et, surtout, que les banques n'ont pas l'appétit escompté pour les liquidités bon marché.

À titre d'illustration, la deuxième vague de liquidités offerte en décembre aux banques au moyen d'un système d'enchères n'a attiré preneurs que pour 130 des 200 milliards d'euros offerts, alors qu'on s'attendait à une demande d'au moins 150 milliards d'euros. Le résultat après deux vagues d'offres de liquidités est pour le moins décevant : uniquement 210 des 400 milliards d'euros imprimés par la BCE ont trouvé chemin vers le secteur bancaire. Le constat est que les banques n'ont pas un grand appétit pour augmenter leurs portefeuilles de crédit, car la demande des ménages et des entreprises n'est pas au rendez-vous ou que les banques n'aiment pas les risques offerts sur le marché.

La chute du prix du pétrole est un élément positif pour les trois zones économiques importantes que sont la Chine, le Japon et la zone euro, puisque

AU 31 DÉCEMBRE 2014

Tableau 2
Rendements du marché au 31 décembre 2014

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,2	0,9
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	2,7	8,8
Indice composé S&P/TSX	(1,5)	10,6
S&P 500 (\$ CA)	8,6	24,0
MSCI - EAEO (\$ CA)	(0,2)	3,7
MSCI - Monde (\$ CA)	4,6	14,5
TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)	3,5	9,1

Tableau 3
Rendements du marché au 31 décembre 2014

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	(15,8)	(4,8)
Matériaux	(7,1)	(2,6)
Industrie	(0,5)	21,9
Consommation discrétionnaire	14,0	29,1
Biens de consommation de base	20,2	49,1
Santé	15,3	30,3
Finance	1,9	13,8
Technologies de l'information	15,6	35,1
Télécommunications	10,8	15,5
Services aux collectivités	5,0	16,1
Indice composé S&P/TSX	(1,5)	10,6

ce sont toutes des régions importatrices nettes de pétrole. Bien que l'année 2014 n'ait pas été favorable à leurs conjonctures respectives, la baisse marquée des prix de l'énergie devrait être très positive, surtout pour le Japon, qui importe la totalité de l'énergie fossile consommée. La dépréciation importante de l'euro et du yen commence également à favoriser la compétitivité des exportateurs et cet effet bénéfique devrait s'amplifier en 2015. Il demeure hasardeux d'avancer une prévision d'accélération marquée l'an prochain au Japon et dans la zone euro, mais les indicateurs pointent dans la bonne direction.

États-Unis : le meilleur marché de l'emploi en près de 20 ans

L'histoire américaine s'est poursuivie au quatrième trimestre de 2014. Le marché de l'emploi est demeuré en nette accélération, avec l'ajout de plus de

200 000 emplois tous les mois depuis février et un bond impressionnant de 321 000 emplois en novembre uniquement (graphique 5). Au risque de se répéter encore une fois, le marché du travail a été en 2014 le meilleur en près de 20 ans et les effets bénéfiques de cette hausse de revenus pour les consommateurs annoncent de bonnes choses pour l'année 2015.

On tourne maintenant les yeux vers les salaires, qui tardent à suivre la vive progression de l'emploi, mais qui semblent néanmoins commencer à donner signe de vie depuis la fin de l'été. Bien que le rythme de croissance des salaires demeure bien inférieur à celui observé dans les années qui ont précédé la récession, on note une accélération de l'indice du coût de l'emploi depuis le deuxième trimestre de l'année (graphique 6), suggérant que le pouvoir d'achat des travailleurs est en voie de s'améliorer. Un cycle vertueux est en train de se mettre en marche, avec des gains du côté de l'emploi et des salaires qui favoriseront ensuite la croissance économique (70 % du PIB américain s'explique par la consommation des ménages), et vice-versa...

Du côté de la politique monétaire, l'événement de l'automne a bien sûr été la fin officielle de la troisième vague d'assouplissement quantitatif en octobre. La prochaine étape sera celle de la normalisation du taux directeur de la Réserve fédérale américaine (la Fed), qui demeure à la limite inférieure depuis 2008. Pour le moment, les pressions inflationnistes demeurent très faibles, mais une éventuelle poussée des salaires pourrait changer la donne, quoiqu'il soit difficile d'entrevoir cette possibilité tôt en 2015. Malgré tout, les énormes progrès faits par le marché du travail nous mènent à penser que la Fed pourrait annoncer la première hausse de son taux directeur dès le deuxième trimestre de 2015.

Au cours de la prochaine année, nous surveillerons les impacts de la baisse rapide du prix du pétrole sur le secteur foisonnant de l'énergie. Nous avons mentionné à maintes reprises que la révolution énergétique était l'un des éléments les plus significatifs de la reprise en cours, en raison de la diminution de la dépendance énergétique des États-Unis et des effets bénéfiques sur la balance commerciale. Les producteurs américains à coûts élevés devraient avoir la vie dure en 2015, alors qu'il y aura des incidences négatives sur les marges de profit et que les dépenses en investissements pour maintenir ou augmenter la production seront révisées à la baisse.

Bien que la production américaine ait explosée au cours des dernières années, la première économie mondiale demeure un importateur net de pétrole. Au final, la chute des prix est un élément positif, qui soutiendra la croissance en 2015 par un effet revenus qui stimulera les ventes au détail.

Canada : pétrole et disparités régionales...

La chute rapide du prix du pétrole est un changement d'importance majeure pour le Canada, qui agit comme exportateur net sur la scène mondiale.

À l'échelle nationale, un prix sur les marchés plus faible pour notre principal produit d'exportation n'a bien sûr rien de positif. La Banque du Canada estime d'ailleurs que le taux de croissance de l'économie canadienne pourrait être impacté négativement, impact de l'ordre de 0,3 %, en 2015, si le prix du pétrole se maintenait à des niveaux de 75 à 80 \$ en moyenne pendant l'année. Il y a donc raison d'être nerveux avec un prix qui oscille présentement autour des 55 \$ le baril. La mise à jour économique et financière du gouvernement fédéral de novembre faisait d'ailleurs état d'un impact considérable sur les

AU 31 DÉCEMBRE 2014

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	9,0 %	+4,0 %	0,0 %
Obligations canadiennes	20	45	70	34,0 %	-11,0%	+0,5 %
Obligations internationales	0	0	15	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Total – Obligations	20	45	70	34,0 %	-11,0 %	+0,5 %
Actions canadiennes	5	25	45	26,5 %	+1,5 %	-4,0 %
Actions États-Unis	5	12,5	45	14,5 %	+2,0 %	-4,5 %
Actions internationales	5	12,5	45	16,0 %	+3,5 %	+8,0 %
Total – Actions étrangères	10	25	45	30,5 %	+7,0 %	-0,5 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

recettes fiscales l'an prochain, mais, selon le ministère des Finances, le surplus budgétaire ne serait pas en péril.

À l'échelle régionale, les conséquences sont plus mitigées. Dans les provinces où la production est concentrée (Alberta, Saskatchewan, Terre-Neuve et Labrador), l'effet est bien entendu négatif. Le gouvernement de l'Alberta annonce d'ailleurs que si les prix mondiaux du pétrole demeurent faibles, il pourrait se voir contraint de compresser ses dépenses d'un montant qui pourrait atteindre 7 milliards de dollars, une somme significative pour un budget provincial qui atteignait les 40 milliards de dollars en 2013. La chute du huard depuis l'an dernier absorbe une portion de l'impact, mais le changement de régime est marquant.

Pour les autres provinces, les effets sont au contraire généralement positifs en raison de la baisse des prix à la pompe qui agit à toutes fins près comme une baisse d'impôt. La dépréciation accrue du huard causée par la chute des prix est un autre facteur positif pour les provinces manufacturières (Québec et Ontario en tête), qui vivent un regain de compétitivité sur le marché des exportations et pour qui cette bouffée d'air arrive au moment où les finances publiques sont sous pression.

Plus loin dans la liste des enjeux, on note que la Banque du Canada commence à remettre les projecteurs sur l'endettement des ménages et les risques de surévaluation dans le marché immobilier. La Banque a fait quelques constats inquiétants en décembre en dévoilant notamment que plus de 40 % de la dette totale des Canadiens est détenue par les ménages les plus vulnérables, c'est-à-dire ceux dont le ratio de la dette au revenu disponible dépasse les 250 % (graphique 7). Ce groupe ne compose que 12 % de la population canadienne, ce qui implique qu'un ménage sur huit est responsable de presque la moitié de la hausse de l'endettement des ménages dont on entend parler depuis dix ans.

La Banque a également pour la première fois produit sa propre estimation du niveau de surévaluation du secteur immobilier canadien. Selon elle, les prix des logements seraient surévalués de 10 à 30 % (graphique 8), ce qui est en fait une estimation moins négative que celles faites par des organismes internationaux. Les constats sont que : 1) la stabilité du secteur financier

canadien se retrouve fragilisée par une répartition inégale de l'endettement au sein de la population; et 2) les finances publiques pourraient souffrir d'un effondrement du secteur immobilier de par la taille importante du portefeuille de prêts assurés par la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL).

Marchés financiers : la volatilité est de retour

Nous avons évoqué dans notre numéro précédent un retour probable de la volatilité. À la lumière du comportement des indices boursiers au quatrième trimestre, nous n'avons pas été déçus! En effet, même si le marché américain a évité de justesse le seuil technique de correction (défini par un recul de 10 % à partir du dernier sommet précédent), le recul a tout de même touché 9,5 % vers la mi-octobre. Par la suite, l'indice S&P 500 a enchaîné les nouveaux sommets en novembre et en décembre. Ce fut tout le contraire pour le marché canadien, fortement exposé au secteur de l'énergie, qui a corrigé par plus de 10 % et n'a jamais été en mesure de retrouver son sommet de 15 657 atteint au début de septembre (autour de 14 650 en date du 30 décembre).

L'épisode d'octobre s'est avéré une occasion d'achat à saisir, principalement sur le marché américain. Une analyse historique nous indique que ce sont principalement les récessions qui mettent fin aux marchés haussiers (bull markets), et non le passage du temps lui-même. En s'attardant à tous les marchés haussiers depuis 1969, on remarque que chacun de ceux-ci s'est terminé lorsqu'une récession a débuté ou était imminente (graphique 9). La seule exception a été en 1987, lorsque le krach d'octobre a, à lui seul, mis fin au marché haussier (mais notons tout de même que le marché a terminé l'année avec un rendement positif et entamé un nouveau mouvement haussier qui allait durer près de trois ans!). Le bull market américain s'est donc maintenu et a atteint, en décembre, l'âge vénérable de 62 mois (graphique 10).

L'indice S&P/TSX a, quant à lui, beaucoup souffert de la baisse du prix du pétrole. Le sous-indice de l'énergie a reculé de près de 35 % entre septembre et la mi-octobre, et on s'inquiète d'éventuelles coupures de dividendes chez les pétrolières. Le secteur de la finance est maintenant scruté à la loupe, puisque le « modèle d'affaires » canadien, tant axé sur le développement des sables bitumineux et la vigueur du marché immobilier dans l'ouest du pays, pourrait

AU 31 DÉCEMBRE 2014

Tableau 5
Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 31 décembre 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	3,35 %	+	(5,45 %)	=	(2,10 %)
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes▶				4 % à 6 %

être remis en question advenant une faiblesse prolongée du prix du pétrole. Les banques canadiennes se retrouveraient lourdement exposées à des pertes advenant une vague de défauts dans l'un ou l'autre de ces secteurs.

Le marché obligataire, quant à lui, continue de générer de bons rendements malgré les attentes. La fin de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis n'a pas suffi à pousser à la hausse les taux d'intérêt, qui ont poursuivi leur descente en bonne partie en raison du retour de la volatilité sur le marché boursier. Les investisseurs internationaux continuent d'être acheteurs de titres obligataires canadiens (graphique 11), qui bénéficient encore de la précieuse cote AAA. Les obligations américaines demeurent également en demande, principalement chez les acheteurs internationaux peu sensibles au prix (la Banque populaire de Chine et la Banque du Japon en tête de peloton).

Le marché obligataire canadien a terminé l'année avec un gain au quatrième trimestre. L'indice obligataire universel FTSE TMX a avancé de 2,7 % au cours des trois derniers mois et terminé l'année avec un gain de 8,8 %. Les obligations de court terme ont gagné 0,9 % (3,1 % en 2014) et les titres de long terme ont affiché un fort gain de 5,3 % (17,5 % en 2014). Les obligations de sociétés cotées BBB ont finalement enregistré un rendement de 1,9 % (7,6 % en 2014).

Le S&P 500 a accumulé les nouveaux sommets historiques après la quasi-correction technique d'octobre et terminé le trimestre avec un rendement trimestriel total de 4,9 % (8,6 % en dollars canadiens). En 2014, la Bourse américaine a affiché un rendement total impressionnant de 13,7 % (24,0 % en dollars canadiens). C'est donc une deuxième année consécutive de rendements annuels en dollars canadiens qui dépassent les 20 % pour le S&P 500.

La Bourse canadienne a terminé l'année en baisse, plombée par le secteur de l'énergie. Le S&P/TSX a affiché un rendement total de -1,5 % au quatrième trimestre (10,6 % en 2014). L'indice canadien des titres à petite capitalisation S&P/TSX a encore reculé, cette fois-ci de 8,7 % (-2,3 % en 2014).

Les marchés boursiers de l'Europe, de l'Asie et des pays émergents ont terminé sur une note dissonante une année qui a évolué en dents de scie. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a reculé de 4,3 % (-0,9 % en dollars canadiens), l'indice MSCI - EAEO a gagné 3,5 % (-0,2 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Monde a avancé de 1,1 % (4,6 % en dollars canadiens). Finalement, l'indice MSCI - Marchés émergents a perdu 4,4 % (-1,1 % en dollars canadiens).

Allocation d'actifs : une occasion à saisir

Après avoir augmenté l'encaisse de nos fonds diversifiés au troisième trimestre, nous avons saisi l'occasion pour déployer ces liquidités dès octobre lors de l'épisode de recul des marchés boursiers. Nous en avons profité pour augmenter significativement le poids des actions internationales, avec une place additionnelle pour les petites capitalisations.

Le déploiement de liquidités au sein du marché américain a été encore une fois un choix payant puisque le dollar canadien s'est déprécié vis-à-vis du billet vert au cours du trimestre, venant bonifier le rendement de près de 4 %. Alors que le marché américain atteignait de nouveaux sommets en novembre et en décembre, nous avons opté pour la prise de profits et réduit la pondération des actions américaines avant de se tourner vers les régions de l'Europe et de l'Asie, où les banques centrales sont à leur tour en phase d'injection massive de liquidités.

Alors que l'année vient de se terminer, il est difficile de porter un regard positif sur le marché boursier canadien dans un tel contexte de faiblesse des prix des ressources. Le déséquilibre attendu en 2015 entre l'offre et la demande mondiales de pétrole nous laisse penser que le régime de faible prix pourrait durer suffisamment longtemps pour continuer de peser sur le secteur de l'énergie et, incidemment, sur le secteur bancaire. Nous demeurons d'avis qu'il faudra attendre des signes évidents de capitulation avant que des possibilités intéressantes se manifestent.

À la fin du quatrième trimestre, la pondération des actions canadiennes au sein du Fonds Diversifié FU040 a reculé de 30,5 % à 26,5 %, ce qui correspond à une nette sous-pondération comparativement à nos pairs (qui possèdent près de 30 % d'actions canadiennes). Bien que nous ayons réduit de 6 % l'exposition aux actions canadiennes de sociétés à grande capitalisation, nous avons choisi d'augmenter de 2 % le poids des petites capitalisations canadiennes (principalement dans les secteurs hors ressources) pour bénéficier directement de la faiblesse du huard.

Par ailleurs, nous avons profité du nouveau rendement exceptionnel du marché américain (au-delà de 20 % une fois converti en dollars canadiens) pour ramener le poids des actions américaines à quelque 15 % (davantage conforme à ce qui prévaut chez la compétition). À l'aube de 2015, notre stratégie internationale pivote progressivement vers les titres de l'Europe et de l'Asie, qui affichent des évaluations avantageuses et qui devraient progressivement bénéficier des réformes structurelles en cours.

AU 31 DÉCEMBRE 2014

Tableau 6
Scénarios économique et financier

Scénario économique

							Variation depuis le 30 septembre 2014	
		2012	2013	2014	2015	2016	2014	2015
États-Unis	PIB réel	2,8 %	1,9 %	2,0 %	3,5 %	2,7 %	---	+0,2 %
	Taux d'inflation	2,1 %	1,5 %	1,8 %	1,5 %	1,7 %	---	-0,5 %
	Taux de chômage	8,1 %	7,5 %	6,3 %	5,8 %	5,4 %	---	---
Canada	PIB réel	1,7 %	2,4 %	2,4 %	2,0 %	1,7 %	+0,1 %	-0,5 %
	Taux d'inflation	1,5 %	1,1 %	1,9 %	1,7 %	1,8 %	---	-0,2 %
	Taux de chômage	7,3 %	7,1 %	6,9 %	6,5 %	6,4 %	---	-0,1 %

Scénario financier*

		Cibles				Variation depuis le 30 septembre 2014	
		Actuel	juin 2015	déc. 2015	juin 2016	juin 2015	déc. 2015
Taux d'intérêt							
	U.S. taux 10 ans	2,17 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,05 %	-1,00 %
	Canada taux 10 ans	1,79 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	-1,10 %	-0,85 %
Taux de change							
	\$US/\$CAD	0,86	0,82	0,81	0,8	-0,04 \$	-0,05 \$
	\$US/Euro	1,21	1,2	1,15	1,15	-0,02 \$	-0,05 \$
	Pétrole (WTI), \$US	54	45	50	55	-50 \$	-40 \$
	S&P 500	2 058	2 125	2 200	2 280	+15	+50
	S&P/TSX	14 632	14 750	14 975	15 500	-1 250	-1 525

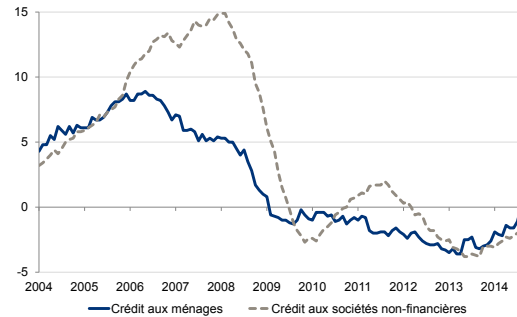
* fin de période

Le poids des titres obligataires au sein de notre portefeuille diversifié canadien demeure plutôt stable, à 34,0 %. Les rendements dans ce segment du portefeuille ont dépassé les attentes en 2014, mais nous demeurons d'avis, à l'aube de la normalisation de la politique monétaire américaine, que le marché obligataire est sur le point d'offrir une séquence de rendements trimestriels nettement plus décevante.

Graphique 4

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

Croissance annuelle, en %

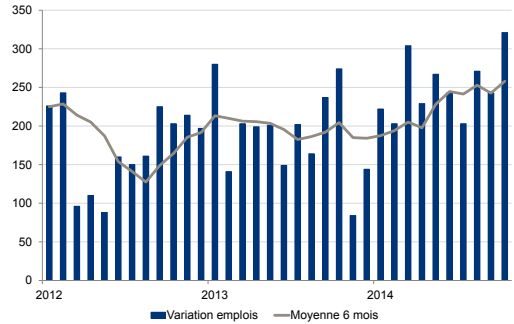


Source : IA

Graphique 5

É.-U. : création mensuelle d'emplois

En milliers

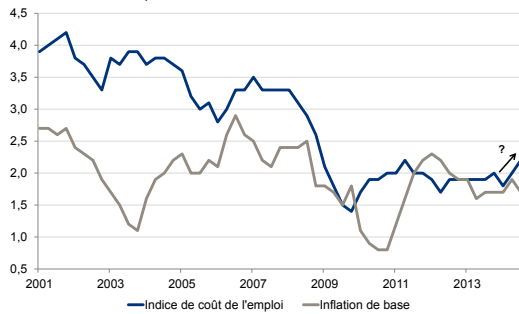


Source : IA

Graphique 6

É.-U. : la hausse des salaires pourrait devenir inflationniste

Indice de coût de l'emploi et inflation de base, % a/a

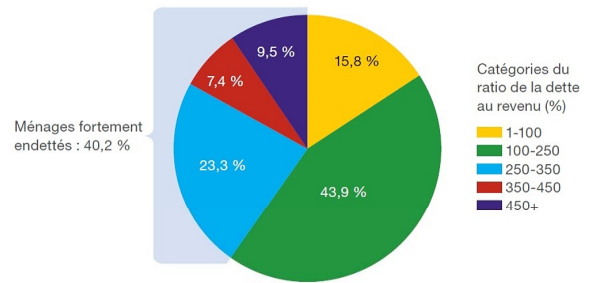


Source : IA

Graphique 7

Les ménages fortement endettés sont responsables d'une part importante de la dette globale des ménages

Ventilation de la dette globale des ménages selon les catégories du ratio de la dette au revenu



Source : Ipsos Reid

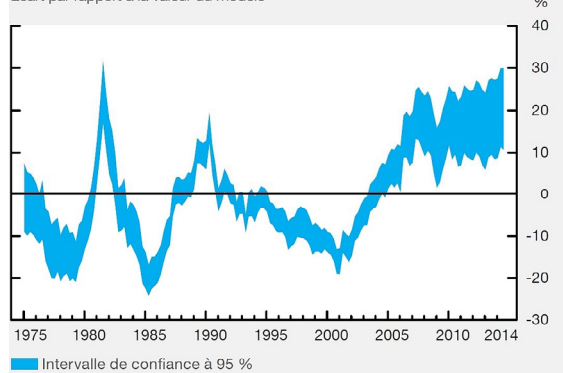
Dernière observation : 2014T2

Source : Banque du Canada

Graphique 8

Estimation par les chercheurs de la Banque du Canada du degré de surévaluation des prix des logements

Écart par rapport à la valeur du modèle



Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2014T3

Source : Banque du Canada

Graphique 9

Marchés haussiers et récessions depuis 1969

	Marché haussier				Récession		
	Creux	Sommet	Rendement	# Mois	Sommet	Creux	
❶	10-1966	11-1968	48 %	26	❶	12-1969	12-1970
❷	05-1970	01-1973	74 %	32	❷	11-1973	04-1975
❸	10-1974	02-1980	90 %	65	❸	01-1980	08-1980
❹	03-1980	11-1980	43 %	8	❹	07-1981	12-1982
❺	08-1982	08-1987	229 %	61	❺	n/d	n/d
❻	12-1987	07-1990	65 %	32	❻	07-1990	04-1991
❼	10-1990	03-2000	417 %	115	❼	03-2001	12-2001
❽	10-2002	10-2007	101 %	61	❽	12-2007	07-2009
❾	03-2009	09-2014	192 %	68			

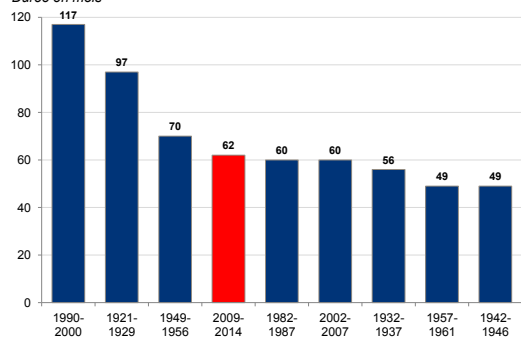
Source : RBC Marchés des capitaux

Source : IA

Graphique 10

Les plus longs « Bull Markets »

Durée en mois

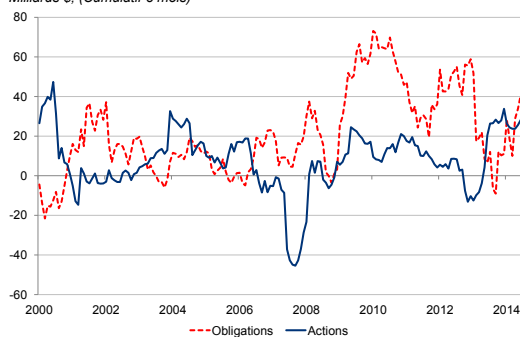


Source : IA

Graphique 11

Acquisition nette d'actifs financiers canadiens

Milliards \$, (Cumulatif 8 mois)



Source : IA

INDICATEURS DU MARCHÉ

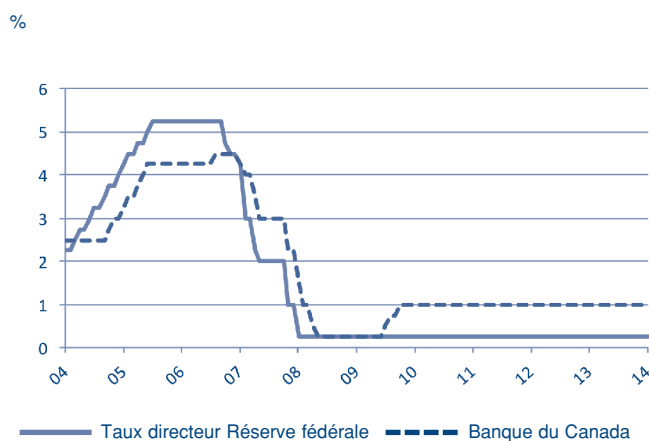
■ Indice obligataire universel FTSE TMX Canada Période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2014



Rendement %	1 mois	DDA	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
	0,6	8,8	8,8	3,7	5,4	5,3

Source : IAGP

Taux d'intérêt canadien et américain Période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2014



Source : IAGP

■ Indice de rendement total composé S&P/TSX Période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2014



Rendement %	1 mois	DDA	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
	(0,4)	10,6	10,6	10,2	7,5	7,6

Source : IAGP

Performance sectorielle du S&P/TSX Année à ce jour au 31 décembre 2014

Biens de consommation de base	49,09 %
Technologies de l'information	35,12 %
Santé	30,32 %
Consommation discrétionnaire	29,12 %
Industrie	21,87 %
Services aux collectivités	16,08 %
Télécommunications	15,53 %
Finance	13,80 %
Matériaux	(2,58) %
Énergie	(4,82) %

Source : IAGP

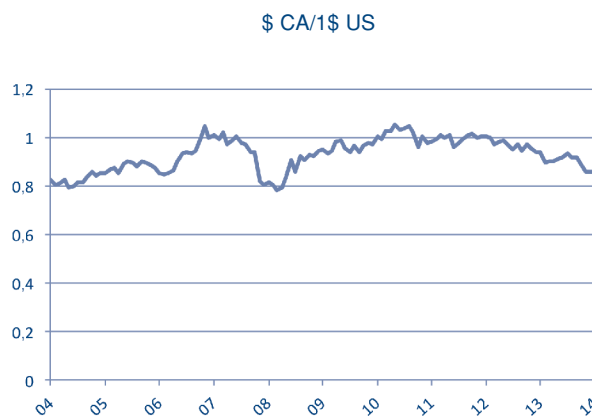
■ Indice BMO Nesbitt Burns petite capitalisation Période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2014



Rendement %	1 mois	DDA	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
	(0,3)	(0,1)	(0,1)	3,3	5,6	5,7

Source : IAGP

Évolution du dollar canadien par rapport au dollar américain Période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2014

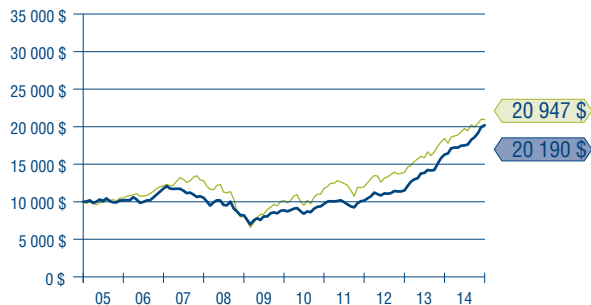


Source : IAGP

INDICATEURS DU MARCHÉ (SUITE)

Indice de rendement total

■ S&P 500 (\$ CA)
■ S&P 500 (\$ US)
Période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2014



Rendement %	1 mois	DDA	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
(\$ CA)	1,3	24,0	24,0	25,8	17,9	7,3
(\$ US)	(0,3)	13,7	13,7	20,4	15,5	7,7

Source : IAGP

Performance sectorielle du S&P 500 (\$ CA)

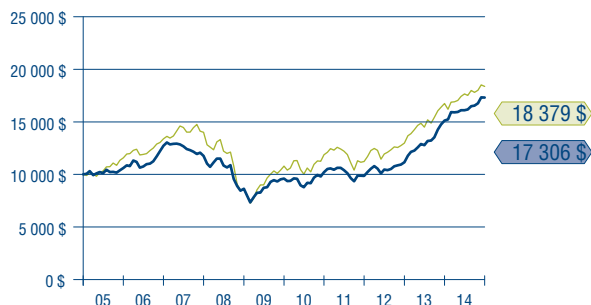
Année à ce jour au 31 décembre 2014

Services aux collectivités	4,84 %
Finance	3,19 %
Consommation discrétionnaire	2,31 %
Énergie	1,90 %
Industrie	1,21 %
Matériaux	0,64 %
Biens de consommation de base	0,16 %
Santé	0,07 %
Technologies de l'information	(0,22) %
Télécommunications	(4,74) %

Source : IAGP

Indice de rendement total

■ MSCI - Monde (\$ CA)
■ MSCI - Monde (\$ local)
Période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2014



Rendement %	1 mois	DDA	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
(\$ CA)	(0,1)	14,5	14,5	20,7	12,5	5,6
(\$ local)	(0,8)	9,8	9,8	17,9	11,2	6,3

Source : IAGP

Performance sectorielle du MSCI - Monde (\$ CA)

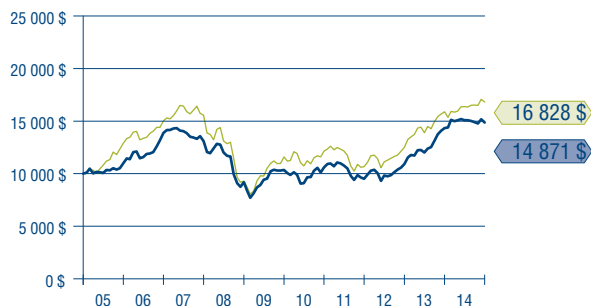
Année à ce jour au 31 décembre 2014

Santé	29,33 %
Technologies de l'information	27,12 %
Services aux collectivités	26,34 %
Biens de consommation de base	17,72 %
Consommation discrétionnaire	13,83 %
Finance	12,99 %
Industrie	10,04 %
Télécommunications	7,93 %
Matériaux	4,07 %
Énergie	(3,02) %

Source : IAGP

Indice de rendement total

■ MSCI - EAE0 (\$ CA)
■ MSCI - EAE0 (\$ local)
Période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2014



Rendement %	1 mois	DDA	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
(\$ CA)	(2,0)	3,7	3,7	16,0	7,5	4,0
(\$ local)	(1,4)	5,9	5,9	16,4	7,7	5,3

Source : IAGP

Indice de rendement total

■ MSCI - Marchés émergents (\$ CA)
■ MSCI - Marchés émergents (\$ local)
Période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2014



Rendement %	1 mois	DDA	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
(\$ CA)	(3,1)	7,1	7,1	9,1	4,2	8,4
(\$ local)	(2,4)	5,6	5,6	8,8	5,2	10,3

Source : IAGP