

Réévaluation des risques

Par Sébastien Mc Mahon, M. Sc. écon., PRM, CFA

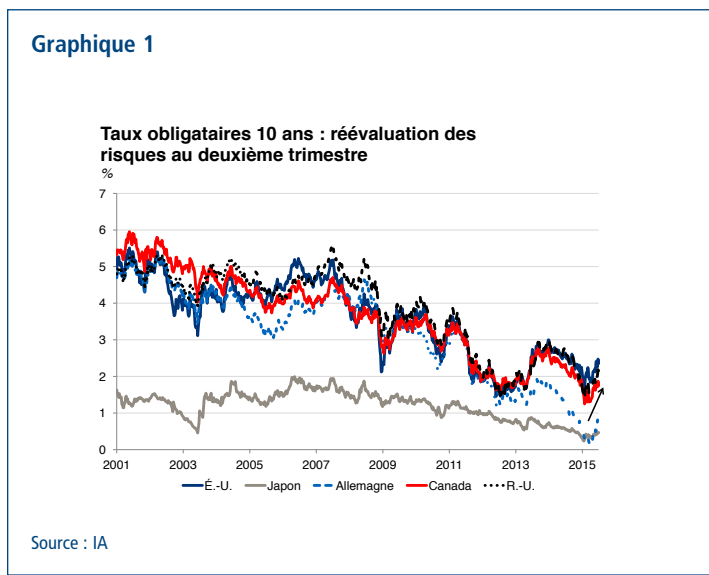
Économiste

Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

La révision des attentes inflationnistes en Europe a joué un rôle important sur les marchés obligataires internationaux au deuxième trimestre. Des surprises positives du côté de la croissance, principalement dans la périphérie, ainsi que le revirement du taux d'inflation de base, ont suffi à forcer une réévaluation des risques sur le marché obligataire européen et à faire passer les taux allemands, qui étaient à près de 0 %, à presque 1 % en quelques semaines seulement. Il suffisait d'un tel revirement pour entraîner à la hausse les taux d'intérêt dans les pays développés et, avec une hausse de 33 points de base des taux 10 ans en cours de trimestre (graphique 1), le Canada n'a pas fait exception. Pour les investisseurs, une telle hausse a été suffisante pour faire passer le rendement depuis le début de l'année de l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada d'un sommet, qui se situait à près de 4,5 % au début d'avril, à seulement 1,7 % en fin de trimestre. Alors que le deuxième trimestre de 2015 se termine, nous estimons qu'une simple hausse moyenne de 25 points de base des taux d'intérêt canadiens d'ici la fin de l'année donnerait lieu, dans le cas d'un portefeuille obligataire type, à un rendement quasi nul au cours des six prochains mois, et qu'une hausse de 50 points de base serait suffisante pour pousser le rendement total en territoire négatif (graphique 2). À l'approche d'un resserrement imminent de la politique monétaire américaine, la probabilité d'une hausse généralisée des taux d'intérêt nord-américains en deuxième moitié d'année est non négligeable, ce qui nous pousse à faire preuve de prudence envers le marché obligataire au cours des prochains mois.

Monde : l'assouplissement monétaire en Chine ne donne pas de résultat

Il semble qu'on y revient chaque trimestre : l'économie de la Chine ralentit. Malgré les tentatives de stimuler la demande des ménages sur qui l'on compte pour faire avancer la nouvelle locomotive économique au détriment des



entreprises et des investissements étrangers la demande de crédit a atteint un creux historique au deuxième trimestre de 2015. Même constat pour les entreprises, pour qui les investissements ont évolué au rythme le plus faible en 15 ans. Finalement, devant la faiblesse des taux de rendement offerts dans ce pays, les investisseurs internationaux reprennent leurs billes, et l'on assiste à une sortie nette de capitaux, ce qui a pour effet de resserrer davantage les conditions monétaires.

On s'inquiète maintenant du marché boursier, qui a fait un bond de plus de 150 % au cours des douze mois qui ont précédé la mi-juin 2015 et qui montre des signes évidents de fragilité. L'explosion de la dette sur marge, à un rythme de 463 % sur 12 mois, qui permet aux investisseurs de spéculer en utilisant de l'argent qu'ils ne détiennent pas, en est un signe éloquent. Le gouvernement chinois a été forcé d'annoncer des restrictions quant aux prêts sur marge afin d'empêcher la bulle de se gonfler davantage, ce qui a propulsé le marché chinois en zone de « bear market », c'est-à-dire dans un recul de plus de 20 % par rapport au sommet atteint en juin. La confiance des ménages étant déjà fragile, l'éclatement d'une bulle boursière n'aiderait certainement pas la seconde économie mondiale à reprendre de la vigueur.

Europe : malgré la saga grecque, les données économiques sont positives

Partout dans le monde, la Grèce et son premier ministre, Alexis Tsipras, sont sous les feux des projecteurs. Au moment où le second trimestre se terminait, nous attendions le résultat du référendum qui décidera, ultimement, si oui ou non le peuple grec souhaite demeurer dans la zone euro.

Malgré la situation politique grecque, les données économiques sont plutôt encourageantes depuis le début de l'année. La croissance économique s'étend aux pays de la périphérie (graphique 3), principalement à l'Espagne et au Portugal, où les mesures de contrôle des dépenses semblent porter fruit.

Graphique 2

Changement du taux 10 ans (bps)	Rendement total attendu pour un portefeuille type (6 mois)
+100	-4,99 %
+50	-1,69 %
+25	0,06 %
0	1,89 %
-25	3,79 %
-50	5,75 %
-100	9,89 %

Source : IA

AU 30 JUIN 2015

Le plus important changement repose néanmoins sur la dissipation de la peur d'une déflation qui planait au-dessus du vieux continent depuis quelques années déjà. Le taux d'inflation de base a finalement stoppé la descente entamée en 2012 et semble s'être arrêté à un creux de 0,6 % en avril, avant de bondir à 0,9 % en mai (graphique 4). L'inflation totale, qui est quant à elle exposée directement à la chute du prix du pétrole, présente un profil ascendant, après avoir atteint -0,6 % en janvier. Ce constat a joué un rôle important dans les mouvements des taux d'intérêt européens et, incidemment, des taux nord-américains, alors qu'une révision à la hausse des attentes inflationnistes a réduit la pression qui pesait sur les taux obligataires (par exemple, les taux allemands 10 ans sont passés d'un creux de 0,075 % en avril à près de 1,0 % en juin).

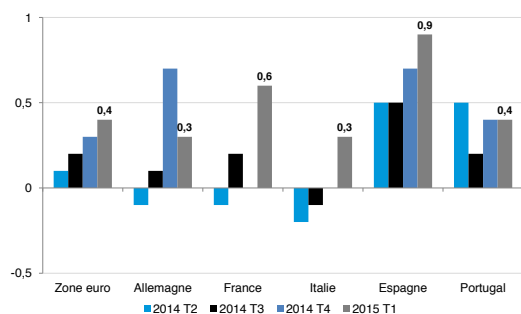
Finalement, tous ces facteurs ont rendu la devise européenne volatile. Celle-ci a oscillé entre 1,06 et 1,14 dollar américain en cours de trimestre. En mai, la vigueur de l'euro a pesé sur le dollar américain, qui semble avoir stoppé la forte progression commencée l'an dernier et qui a, du même fait, cessé d'exercer une pression additionnelle sur le prix du pétrole. Au cours de la deuxième moitié de l'année, les variations de l'euro seront au centre de nos préoccupations étant donné les effets collatéraux que celui-ci pourrait avoir sur la valeur du dollar américain et, incidemment, sur le taux de change canadien.

États-Unis : un fort rebond anticipé malgré un premier trimestre décevant

La faiblesse du premier trimestre est confirmée par un recul du PIB américain de 0,2 %, aggravé par la faiblesse de l'investissement dans le secteur de l'énergie ainsi que par le recul du commerce international, en raison des grèves dans les ports de la côte ouest et de la vigueur du dollar. Les données sur le PIB américain masquent toutefois la vigueur de la consommation des ménages, signe que les éléments qui pèsent sur la croissance au premier trimestre sont de nature temporaire. La croissance au deuxième trimestre s'annonce fort positive, stimulée par le rebond des exportations, les gains sur le marché du travail et l'accélération observée dans le secteur immobilier.

Graphique 3

Zone euro : la croissance s'accélère et s'étend à l'extérieur des frontières allemandes
Taux de croissance trimestriel



Source : IA

Tableau 1
Rendements du marché obligataire canadien au 30 juin 2015

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

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

Tout comme au premier trimestre, nous comptons sur les consommateurs américains : ceux-ci devraient agir comme la locomotive de la croissance mondiale au cours des trimestres à venir. À ce titre, les ventes au détail américaines montrent des signes prometteurs et ont fait un bond important depuis mars (graphique 5). Les dépenses totales des ménages ont progressé en mai, au rythme le plus rapide depuis 2012.

Plusieurs se demandaient au premier trimestre où allaient les sommes engrangées par les consommateurs à la suite de la chute du prix à la pompe, des gains effectués sur le marché du travail, de la hausse du marché boursier et de la reprise généralisée du marché immobilier. La réponse se décline en trois axes. Premièrement, les ménages américains ont augmenté leur taux d'épargne, qui est passé de 4,5 %, en novembre 2014, à 5,6 % du revenu disponible en avril 2015, signe d'une prudence accrue dans le comportement des ménages. Deuxièmement, le comportement changeant des « nouveaux » consommateurs américains se traduit par une plus forte demande de services, qui constituent maintenant environ les deux tiers des dépenses totales de consommation, contre le tiers pour les ventes au détail. Finalement, il semble qu'une forte portion des gains monétaires des ménages ait été dirigée vers le marché immobilier, stimulé par les faibles coûts d'emprunt.

Les mises en chantier ont fait un bond impressionnant au deuxième trimestre et ont atteint un niveau inégalé depuis 2007, tout comme les demandes de permis de bâtir, les ventes de maisons neuves et de maisons existantes qui connaissent également un regain d'activité (graphiques 6 et 7).

Étant donné les effets en cascade qui découlent de l'achat d'une nouvelle résidence, tels les achats de meubles et d'électroménagers, on s'attend à un effet positif sur la croissance du PIB au cours des prochains trimestres. Le bond observé récemment dans la formation de ménages (graphique 8) pourrait également soutenir la demande immobilière au cours des prochains trimestres.

AU 30 JUIN 2015

Tableau 2
Rendements du marché au 30 juin 2015

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,2	0,4
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	(1,7)	2,4
Indice composé S&P/TSX	(1,6)	0,9
S&P 500 (\$ CA)	(1,4)	8,8
MSCI - EAEO (\$ CA)	(1,0)	13,5
MSCI - Monde (\$ CA)	(1,3)	10,4
TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)	(1,6)	7,5

Tableau 3
Rendements du marché au 30 juin 2015

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	(4,3)	(5,4)
Matériaux	(2,5)	0,8
Industrie	(9,5)	(8,1)
Consommation discrétionnaire	1,6	7,8
Biens de consommation de base	(0,1)	3,2
Santé	9,1	58,3
Finance	(0,1)	(0,3)
Technologies de l'information	(6,3)	1,8
Télécommunications	2,4	2,6
Services aux collectivités	(7,7)	(4,5)
Indice composé S&P/TSX	(1,6)	0,9

Canada : un début d'année « atroce »?

Dès le début du deuxième trimestre, le gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, a prévenu les observateurs que le début de l'année serait « atroce » au Canada sur le plan économique en raison de la chute du prix du pétrole. Le premier trimestre s'est en effet avéré négatif (sans être atroce, bien honnêtement) à la suite d'un recul de 0,6 % du PIB. Pour le deuxième trimestre, les pronostics demeurent moroses, et la probabilité d'une récession technique n'est certes pas nulle.

L'économie canadienne étant ce qu'elle est, l'effet de la chute du prix du pétrole ne touche pas de façon uniforme les citoyens et les entreprises canadiennes. Les provinces productrices de pétrole (Alberta, Saskatchewan et Terre-Neuve) souffrent d'un recul important de leurs revenus d'exportation

pendant que les autres provinces bénéficient d'un escompte à la pompe. Pour l'Ontario et le Québec, où le secteur manufacturier est d'une importance certaine, le recul du dollar canadien ajoute un effet positif additionnel en stimulant la demande pour les exportations.

La répartition géographique de la création d'emplois, qui montre que 94 400 des 102 300 emplois créés au pays, dans les cinq premiers mois de l'année, ont vu le jour au Québec et en Ontario (graphique 9), illustre bien ce phénomène. Toutefois, il demeure qu'il s'est perdu un nombre net de 14 000 emplois dans le secteur manufacturier depuis le début de l'année malgré un bond significatif de plus de 20 000 postes en mai uniquement. Bref, le « leadership » régional de la création d'emplois est passé au centre du Canada en 2015, mais ce n'est pas encore le secteur manufacturier qui mène la charge. En fait, au pays, il n'y a jamais eu aussi peu de travailleurs dans le secteur manufacturier qu'en 2015.

La disparité des effets de la chute du pétrole est également évidente du côté du secteur immobilier, entre autres, sur le marché de Calgary, qui a été fortement touché. De mai 2014 à mai 2015, le prix des maisons a bondi de 4,6 % au Canada, à l'échelle nationale, menés par des gains supérieurs à la moyenne à Toronto, à Hamilton, à Vancouver, à Victoria et même à Edmonton, tandis que les principales villes de l'est du pays ont affiché de légers gains positifs. À Calgary, toutefois, les prix ont reculé sur une base annuelle pour la première fois depuis juillet 2011. En mai 2015 uniquement, le plus grand marché d'Alberta a encaissé un recul record de 3,3 %, et ce, principalement dans le segment des maisons (excluant les condos).

Le dollar canadien a quant à lui évolué dans une fourchette de 78 à 84 cents au cours du trimestre, porté par le prix du pétrole qui semble s'être stabilisé à près de 60 \$ US. La relation explicite qui existe depuis plus de 15 ans entre le huard et le cours du pétrole continue d'exister, mais celle qui le lie au différentiel de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis démontre un plus fort pouvoir explicatif depuis quelques trimestres. Une simple lecture du différentiel des taux 5 ans entre les deux pays permet en effet d'expliquer, de façon très précise, les mouvements du taux de change canadien (graphique 10), signe que, dans le marché des devises également, ce sont les banques centrales qui dictent le ton via anticipations qu'elles génèrent à l'endroit des perspectives de politique monétaire.

Marchés financiers : en attente de la Fed et pleins feux sur la Grèce

Deux questions ont dominé les marchés financiers au second trimestre de 2015 : la Grèce sortira-t-elle de la zone euro et quand la Fed haussera-t-elle son taux directeur?

Si l'on se fie aux mouvements quotidiens des marchés européens, on remarque un certain détachement, comparativement à 2010. La principale raison est que, contrairement à ce qui s'est passé en 2010, ce sont maintenant les contribuables et le FMI qui sont exposés à un possible défaut de paiement de la Grèce et non les investisseurs privés. Alors que le trimestre se termine, la tournure des événements est toujours incertaine et la prime de risque qui plane sur les taux européens demeure présente.

Pour ce qui est de la Fed, l'incertitude demeure, mais les signaux se précisent. Le comité FOMC, responsable de la détermination de la politique monétaire, se

AU 30 JUIN 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	23,0 %	+18,0 %	+12,5 %
Obligations canadiennes	20	45	70	25,0 %	-20,0 %	-3,0 %
Obligations internationales	0	0	15	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Total – Obligations	20	45	70	25,0 %	-20,0 %	-3,0 %
Actions canadiennes	5	25	45	28,0 %	+3,0 %	-4,0 %
Actions États-Unis	5	12,5	45	11,0 %	-1,5 %	0,0 %
Actions internationales	5	12,5	45	10,0 %	-2,5 %	-5,5 %
Marchés émergents	0	0	45	3,0 %	+3,0 %	0,0 %
Total – Actions étrangères	10	25	45	24,0 %	-1,0 %	-5,5 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

réunit huit fois l'an et, une fois sur deux, publie les résultats d'un exercice prévisionnel effectué par ses 17 membres. Parmi les résultats publiés se trouvent les anticipations des membres quant au taux directeur qui sera en vigueur à la fin de l'année en cours ainsi qu'à la fin des deux années suivantes. Pour l'année 2015, la médiane des anticipations des membres du comité indique que deux hausses du taux directeur sont attendues d'ici la fin de l'année (15 des 17 membres anticipent au moins une hausse, et 10 membres s'attendent à deux hausses ou plus). Puisque les rencontres de septembre et de décembre sont les deux seules qui restent où Janet Yellen, la présidente du comité décideur, tiendra un point de presse à la suite de la diffusion du communiqué, ces deux rencontres deviennent les moments les plus probables où la Fed pourrait agir. Par la suite, madame Yellen répète que la trajectoire des hausses devrait demeurer lente et dictée par les données, non pas par un calendrier préétabli.

Les investisseurs du marché obligataire américain, quant à eux, demeurent sceptiques et n'anticipent qu'une seule hausse d'ici la fin de l'année, probablement en décembre. Cette réaction n'est pas atypique du marché obligataire qui tend à sous-estimer les mouvements de la Fed lors de changements de politique monétaire et qui a historiquement eu à revoir a posteriori ses anticipations quant aux mouvements du taux directeur (par exemple, lors du dernier cycle haussier entamé en 2004, le marché anticipait systématiquement un rythme plus lent que celui qui s'est imposé, et ce, même après plusieurs hausses consécutives par la Fed (graphique 11).

Il semble donc raisonnable de s'attendre à ce que l'histoire se répète et que la Fed agisse de façon plus rapide que ce qui est implicitement attendu par le marché. Si tel est le cas, le marché obligataire pourrait se trouver fragilisé advenant un ajustement rapide des anticipations, ce qui pourrait mener à des hausses abruptes des taux d'intérêt américains et, par le fait même, des taux canadiens.

Il est important de rappeler que la politique monétaire américaine peut être qualifiée d'« ultra-accommodante », en raison du taux directeur pratiquement nul, et que les premières hausses ne constitueront qu'une normalisation de la situation (vers une politique « simplement » accommodante). Nous demeurons

d'avis que la vigueur de l'économie américaine justifie l'enclenchement d'un processus de normalisation, de façon certes prudente, et que ses effets sur l'expansion de l'économie américaine seront minces. Toutefois, la volatilité ainsi injectée au sein d'un marché obligataire marqué depuis quelques années déjà par un faible niveau de liquidité augmenterait la probabilité d'une hausse rapide et désordonnée des taux d'intérêt.

Les marchés obligataires et boursiers étant étroitement liés, il faut garder à l'esprit que, même si les données économiques s'avéraient positives d'ici la première hausse de taux, la possibilité que les marchés boursiers réagissent de façon erratique et abrupte ne peut être ignorée.

Une autre inquiétude que nous avons envers le marché boursier est liée au niveau historiquement élevé des marges de profit des entreprises américaines. En analysant les deux épisodes précédents de hausse du taux directeur par la Fed, ayant débuté en 1994 et en 2004, on remarque que les marges de profit des entreprises étaient peu élevées au départ et se sont appréciées en cours de cycle, ce qui a poussé le taux de croissance des bénéfices à la hausse (graphique 12). La raison est que la Fed entamait alors un resserrement de sa politique monétaire en réaction à une accélération inflationniste de l'économie américaine, ce qui a eu pour effet de créer un environnement propice à l'expansion des marges bénéficiaires des entreprises. Ainsi, alors que la Fed haussait son taux directeur et exerçait du même coup une pression sur le ratio cours/bénéfices du marché boursier, le profil de croissance des bénéfices des entreprises demeurait favorable et soutenait le marché, qui affichait à son tour des rendements positifs malgré le resserrement de la politique monétaire.

En 2015, par contre, la situation diffère puisque par le fait que la Fed n'entamera pas de cycle haussier en réaction à une expansion forte de l'économie, mais plutôt dans le but de normaliser sa politique monétaire. Les marges de profit ont déjà atteint des sommets jamais égalés depuis 60 ans, et les signes naissants d'inflation des salaires pointent vers une pression sur les marges, qui pourraient faire un retour à la moyenne de long terme et donc peser sur le taux de croissance des bénéfices des entreprises. Le facteur qui a soutenu le marché lors des deux derniers cycles haussiers pourrait alors jouer le rôle inverse et fragiliser le « bull market » qui dure depuis 2009 et qui n'a connu aucune correction de plus de 10 % depuis 2011.

AU 30 JUIN 2015

Tableau 5
Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 30 juin 2015

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	Gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,70 %	+	0,00 %	=	0,70 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	3,20 %	+	(3,45 %)	=	(0,25 %)
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes▶				8 % à 10 %

Peu importe le comportement du marché boursier d'ici la fin de l'année, il faut se rappeler que ce sont historiquement les récessions qui mettent fin aux marchés haussiers et que nous n'en entrevoyons aucune dans la prochaine année. Advenant une correction et aucun changement à nos prévisions économiques, il s'agira probablement d'une occasion à saisir.

Le marché obligataire canadien a effacé une partie de ses gains du premier trimestre alors que les marchés anticipent une première hausse de taux aux États-Unis. L'indice obligataire universel FTSE TMX a en fait perdu 1,7 % au cours du deuxième trimestre de l'année. Les obligations à court terme ont stagné et les titres à long terme affichent une perte de 4,6 %. Les obligations de sociétés BBB ont finalement perdu 1,3 %.

Le S&P 500 fait du surplace depuis quelque mois et termine le trimestre avec un rendement total de 0,3 %. La dépréciation du dollar américain par rapport au huard désavantage les investisseurs canadiens, ce qui porte le rendement total de l'indice à -1,4 % en dollars canadiens. La bourse canadienne a débuté dans le rouge, plombée principalement par le secteur industriel. L'indice composé S&P/TSX a affiché un rendement total de -1,6 % au deuxième trimestre. L'indice canadien des titres à petites capitalisations S&P/TSX affiche un maigre gain de 1,3 %.

Les marchés boursiers de l'Europe, de l'Asie et des marchés émergents ont connu un trimestre négatif. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a perdu 1,0 % en dollars canadiens, l'indice MSCI - EAEO a perdu 1,8 % (-1,0 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Monde a perdu 0,7 % (-1,3 % en dollars canadiens). Finalement, l'indice MSCI - Marchés émergents a progressé de 0,8 % (-0,8 % en dollars canadiens).

Stratégie : neutre envers les actions

Pour la première fois depuis notre arrivée en tant que gestionnaires des fonds diversifiés à la fin de 2012, notre stratégie à l'égard des actions est maintenant neutre. La raison en est simple : notre manque de conviction en ce qui concerne la direction que prendront prochainement les marchés, qui semblent bien évalués. Nous préférons augmenter l'encaisse et protéger le portefeuille tout en le positionnant avantageusement si une occasion venait à se présenter. Pendant ce temps, la sélection des titres devient plus importante pour ajouter de la valeur aux fonds.

Notre stratégie vise premièrement à protéger le portefeuille et nous croyons que c'est en limitant les possibilités de pertes et en étant opportunistes lorsqu'une occasion se présente que nous pourrions offrir un meilleur rendement que nos

pairs. Donc, sans conviction profonde, la prudence est de mise. Nous sommes toujours d'avis qu'il est impossible d'anticiper correctement le moment où le marché reculera, mais notre stratégie plus défensive est influencée par le retour attendu d'une volatilité généralisée au cours des prochains trimestres.

Le marché obligataire nous semble donc dispendieux et nous estimons qu'un recul de marché est plus probable qu'une hausse, ce qui nous incite à sous-pondérer les obligations au sein des portefeuilles.

Tout comme nous l'avons fait l'an dernier, c'est grâce au marché des devises que nous arrivons présentement à ajouter de la valeur aux solutions gérées. L'évolution du prix du pétrole, les attentes envers la politique monétaire et la tournure des événements en Grèce font des vagues sur le marché des changes, et nous sommes en mesure d'en bénéficier en faisant appel à divers outils de placement. La chute du dollar canadien depuis le début de l'année, la faiblesse de l'euro et la vigueur générale du dollar américain ont tous été des filons intéressants qui nous ont permis d'ajouter quelques points de base aux rendements annuels de nos fonds, principalement dans les fonds diversifiés où nous utilisons un éventail d'outils plus large et varié.

La neutralité de notre exposition aux actions est approximativement maintenue selon les régions géographiques. Les actions canadiennes représentent maintenant 28 % du fonds diversifié, ce qui est légèrement plus élevé que la cible de 25 %, dont 10 % est investi dans les titres à petite capitalisation. Les actions étrangères représentent maintenant moins de 24 % de l'actif, et 3 % sont exposées aux marchés émergents en raison d'une position dans un fonds négocié en bourse (FNB) qui reproduit l'indice MSCI - Mexique.

Le poids des obligations, qui se situe à 25 %, demeure bien inférieur à la cible qui est de 45 % pour les raisons évoquées depuis plusieurs trimestres ainsi que celles décrites dans la section précédente.

Finalement, l'encaisse représentait, à son sommet, plus de 22 % de l'actif du fonds Diversifié au cours du trimestre et plus de la moitié de cet actif était exposé directement au dollar américain. Nous avons maintenu notre stratégie qui consiste à détenir directement des bons du Trésor américain et fait appel à la stratégie utilisée en 2014 qui consistait à détenir une position dans un FNB qui reproduit la performance du dollar américain vis-à-vis d'un panier composé des principales devises mondiales, majoritairement l'Euro et du Yen.

AU 30 JUIN 2015

Tableau 6
Scénarios économique et financier

Scénario économique

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

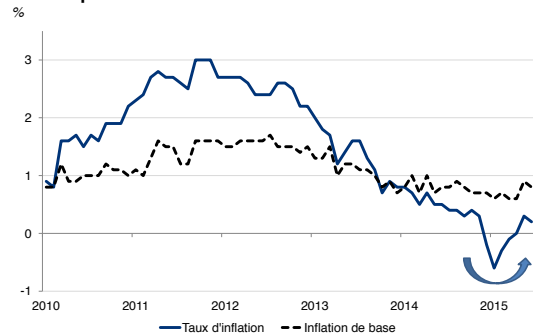
Scénario financier*

		Cibles				Variation depuis le 31 mars 2015	
		Actuel	déc. 2015	juin 2016	déc. 2016	déc. 2015	juin 2016
Taux d'intérêt							
	U.S. taux 10 ans	2,35 %	2,55 %	2,90 %	3,20 %	+0,35 %	+0,30 %
	Canada taux 10 ans	1,68 %	1,90 %	2,30 %	2,40 %	+0,30 %	+0,35 %
Taux de change							
	\$US/\$CAD	0,80	0,75	0,78	0,80	---	-0,02 \$
	\$US/Euro	1,11	1,05	1,05	1,05	---	---
	Pétrole (WTI), \$US	59,47	50	55	55	+5	+5
	S&P 500	2 063	2 125	2 200	2 400	---	+120
	S&P/TSX	14 553	15 000	15 300	15 900	-200	-500

* fin de période

Graphique 4

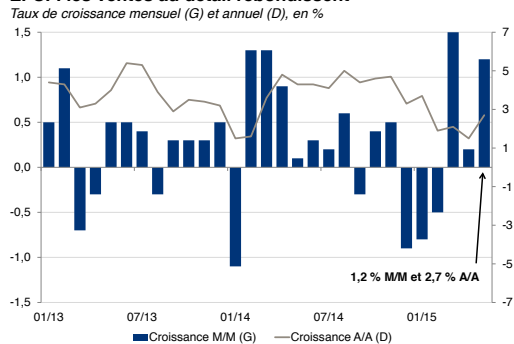
Zone euro : les craintes déflationnistes se dissipent



Source : IA

Graphique 5

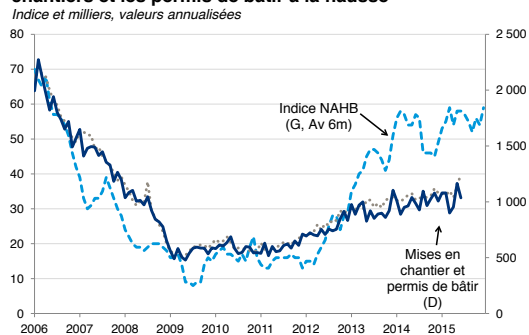
É.-U. : les ventes au détail rebondissent



Source : IA

Graphique 6

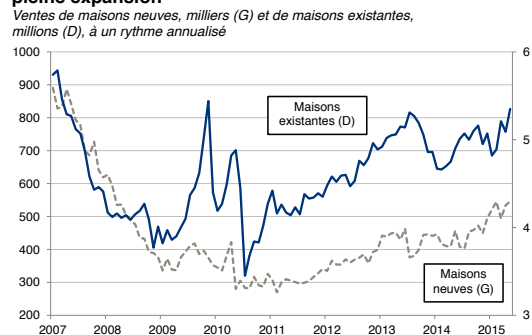
É.-U. : la confiance pousse les mises en chantiers et les permis de bâtir à la hausse



Source : IA

Graphique 7

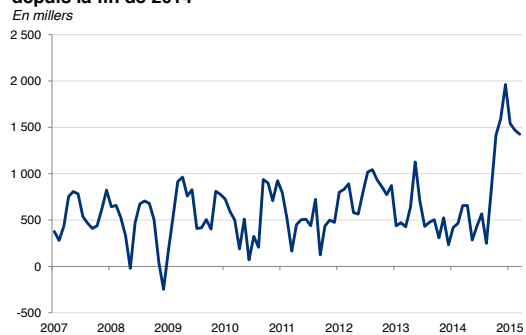
É.-U. : le marché immobilier en pleine expansion



Source : IA

Graphique 8

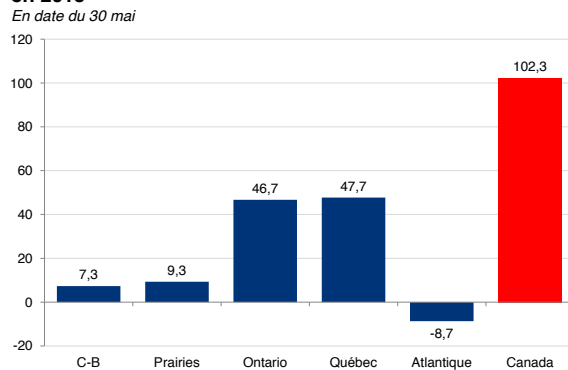
É.-U. : la formation de ménages explose depuis la fin de 2014



Source : IA

Graphique 9

Création d'emplois au Canada en 2015

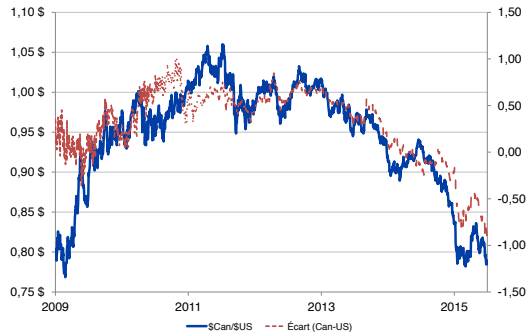


Source : IA

Graphique 10

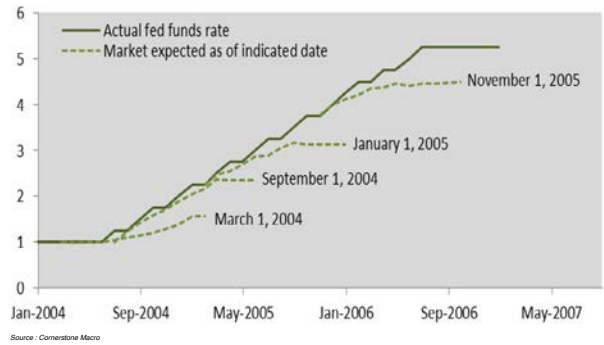
Canada : taux de change et écart de taux 5 ans

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



Source : IA

Graphique 11



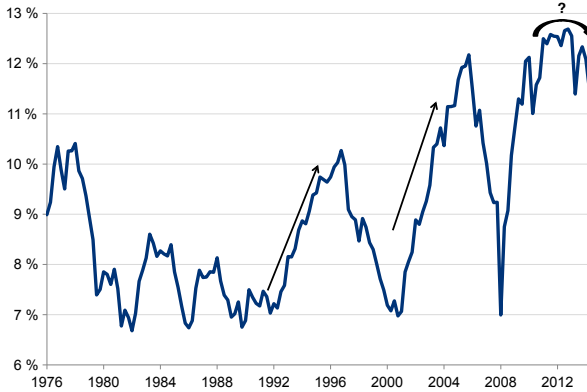
Source : Cornerstone Macro

Source : Cornerstone Macro

Graphique 12

É.-U. : les marges de profit plafonnent

Profits des entreprises / PIB



Source : IA