

De la Grèce à la Fed, en passant par la Chine!

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

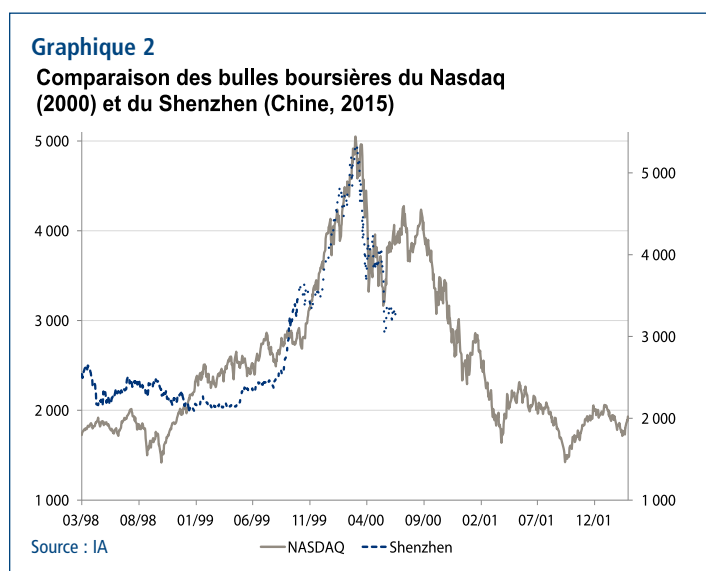
Économiste

Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

Le troisième trimestre de 2015 a connu plusieurs développements marquants, qu'il s'agisse de la saga politique grecque qui s'est dénouée, de la situation de la Chine qui est finalement apparue sur les écrans radars des investisseurs ou de la Réserve fédérale américaine (la Fed) qui a alimenté le marché d'une grande dose d'incertitude par ses messages contradictoires. Pour un investisseur canadien, le rôle joué par la Fed est probablement le développement le plus important étant donné l'interconnexion profonde qui existe entre les États-Unis et le Canada, tant au niveau économique que financier. Janet Yellen, la présidente du comité décideur de la politique monétaire, a mis au centre de son discours ses inquiétudes au sujet du ralentissement de la Chine et de la possibilité d'effets collatéraux négatifs en sol américain. L'incertitude montrée par la Fed n'a pas été appréciée par les marchés, qui se demandent maintenant si celle-ci trouvera, dans les données qui seront publiées d'ici la fin de l'année, suffisamment d'éléments pour être convaincue du bien-fondé d'une première hausse de taux en près de dix ans. Cette hausse, qui annoncerait que les effets de la crise sont bel et bien derrière nous et que l'économie américaine n'a plus besoin de s'appuyer sur une politique monétaire ultra-accommodante, aurait un effet plutôt symbolique. Madame Yellen a ensuite fait une sortie additionnelle, en fin de trimestre, où elle disait encore une fois qu'elle (ainsi que la majorité des gouverneurs) s'attendait à observer des conditions propices à une hausse de taux d'ici la fin de l'année. Il reste maintenant à voir si le quatrième trimestre se déroulera dans un environnement plus ou moins volatil que celui que nous laissons derrière nous.

Monde : La Chine secoue les marchés

Au troisième trimestre, tous les yeux ont été rivés sur la Chine, qui passe à son tour à l'avant-scène après la résolution, peut-être temporaire, de la crise politique en Grèce.



Graphique 1

Chine : un ralentissement plus important que ne le laissent entendre les données officielles?

Croissance annualisée inférée en %, (Indice China Premier Li - Comerstone Macro)



L'économie chinoise est en plein ralentissement, on le répète tous les trimestres, et les signes de faiblesse demeurent évidents. Les statistiques officielles font état d'une croissance annuelle de 7 %, mais certains indicateurs implicites, basés sur des données d'activités économiques réelles (transport ferroviaire, consommation d'électricité et prêts déboursés par les banques), suggèrent une croissance beaucoup plus faible de 1,5 % (graphique 1). La Chine a entrepris en août de libéraliser le cours de sa devise, le yuan, ce qui a tôt fait de réveiller les fantômes de la crise asiatique de la fin de la décennie 1990. À cette époque, plusieurs pays émergents se sont vus contraints de cesser de fixer la valeur de leur monnaie au dollar américain, provoquant aussitôt un exode des capitaux et une dévaluation rapide des devises, principalement en Asie. Bien qu'on ne voie pas pour le moment de catastrophes au sein des pays émergents, qui représentent maintenant près de 70 % de la croissance annuelle de l'économie mondiale, les risques sont tangibles étant donné qu'une bonne portion des dettes de ces pays est libellée en dollars américains et que leur capacité à payer est donc entravée par la force relative du billet vert.

La Chine s'est défendue de vouloir expressément stimuler son économie en misant sur une devise plus faible (écartant ainsi les peurs d'une guerre de devises) et semble plutôt travailler à satisfaire aux exigences du Fonds monétaire international (FMI), qui la presse de libéraliser sa devise avant d'inclure le yuan dans sa liste des devises composant les droits de tirage spéciaux, soit le panier de monnaies majeures largement reconnues et utilisées pour le commerce international et les marchés financiers. La Chine ne cache pas son désir de voir sa devise reconnue à ce titre et avance progressivement, depuis le début de l'année, vers la libéralisation de ses marchés des capitaux.

Toutes ces démarches, qui surviennent au même moment où la Chine entreprend un plan très ambitieux de réformes économiques et sociales, font en sorte que les marchés chinois ont connu des hauts et des bas dans la dernière année. En fait, en adoptant un comportement plutôt similaire à celui du Nasdaq au tournant du millénaire, le marché boursier chinois a affiché un rendement de 150 % dans l'année précédant l'atteinte de son sommet, en juin de 2015. La bulle boursière s'est depuis dégonflée tout aussi rapidement puisque l'indice Shenzhen a perdu

AU 30 SEPTEMBRE 2015

plus de 40 % pendant l'été (graphique 2). L'histoire nous indique que l'on peut habituellement s'attendre à un recul de 60 % lors de l'éclatement d'une bulle financière. La descente n'est donc peut-être pas terminée.

Les difficultés économiques et financières de la deuxième économie mondiale ont eu bien évidemment des conséquences visibles sur les marchés internationaux, mais il faut absolument réitérer l'importance de la situation sur les marchés des ressources naturelles (graphique 3). Pour ne citer que quelques exemples, la Chine consomme à elle seule plus de 45 % de la production mondiale d'aluminium, de nickel, de cuivre, de zinc, d'étain et d'acier. Pour ce qui est du pétrole, les États-Unis et l'Europe demeurent plus importants et la part de la Chine est plus faible, à 12 %. Bref, pour une économie basée en bonne partie sur les ressources naturelles (comme le Canada!), la situation économique chinoise se doit d'être suivie de près.

Europe : Règlement en Grèce (pour le moment)

La crise politique en Grèce semble derrière nous pour le moment, mais il faudra maintenant que le gouvernement grec implante les réformes que lui ont imposées les autorités européennes.

Une entente a finalement été conclue par les dirigeants grecs et l'Union européenne, la Banque centrale européenne (BCE) et le FMI afin de faire le nécessaire pour que la Grèce conserve sa place au sein de la zone euro. Cette entente est de loin, sur le plan de l'austérité, la plus lourde que la Grèce ait eu à accepter au cours des dernières années et a finalement été entérinée par le parlement grec lors d'un vote spécial le 23 juillet. Le parti Syriza, au pouvoir seulement depuis le début de l'année, a ensuite plongé le pays en élection, à la recherche d'un mandat fort afin d'implanter les réformes imposées par l'entente. Après avoir réélu ce parti à la mi-septembre, la voie semble tracée pour un retour à la stabilité.

La communauté internationale semble s'être désintéressée de la situation depuis la fin de juillet, mais la partie n'est pourtant pas gagnée. Le FMI, acteur

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

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

important de l'histoire, ne semble toujours pas convaincu de la viabilité de l'entente conclue, qui n'inclut pas d'allègement de la dette pour le peuple grec. Nous aurons une meilleure idée de la participation du FMI au quatrième trimestre, au même moment où l'Espagne préparera à son tour une élection où le sujet de l'austérité se retrouvera vraisemblablement au centre des débats...

Ailleurs en Europe, les données économiques continuent de s'améliorer modestement (graphique 4), bien que nous soyons loin de niveaux de croissance enviables. D'ailleurs, la BCE a laissé planer la possibilité de prolonger son programme d'assouplissement quantitatif (QE) et même d'augmenter les montants injectés dans les marchés chaque mois. La décision de la Fed de ne pas hausser son taux directeur en septembre a d'ailleurs fait spéculer plusieurs observateurs comme quoi la BCE pourrait réagir en augmentant la vigueur de son programme de QE afin d'éviter ainsi une appréciation non souhaitable de l'euro. La BCE a mis fin à ces spéculations dans la semaine suivante, mais les marchés continueront vraisemblablement à étudier les signaux envoyés par la Banque centrale au cours des prochains mois quant à sa politique monétaire.

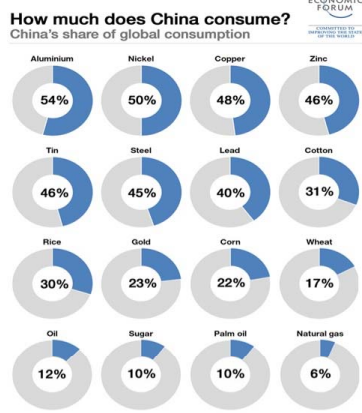
États-Unis : L'économie du pays en pleine forme, malgré la Fed

La magie des révisions des données économiques s'est encore opérée au troisième trimestre : la croissance américaine au premier trimestre a été révisée et se trouve en territoire positif, à 0,6 % (par rapport à -0,2 % lors de l'estimation précédente), et celle du deuxième trimestre est passée à 3,9 %, plaçant ainsi l'économie américaine en excellente posture pour la deuxième moitié de l'année.

Nous voyons effectivement beaucoup de points positifs partout où nous regardons.

Le marché du travail a fait beaucoup de progrès au cours des dernières années, et certains indicateurs précurseurs, tel le nombre de postes offerts non comblés, ont atteint un sommet jamais vu depuis 15 ans et occupent même des niveaux plus enviables que lors du sommet précédent, en 2007. D'autres indicateurs coïncidents, telle la création mensuelle d'emplois, sont en bonne posture et sont même en meilleure forme qu'en 2007. C'est surtout du côté de l'utilisation de la

Graphique 3



Source : World Economic Forum

AU 30 SEPTEMBRE 2015

Tableau 2
Rendements du marché au 30 septembre 2015

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,1	0,5
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	0,1	2,5
Indice composé S&P/TSX	(7,9)	(7,0)
S&P 500 (\$ CA)	0,5	9,4
MSCI - EAEO (\$ CA)	(3,6)	9,4
MSCI - Monde (\$ CA)	(1,7)	8,5
TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)	7,4	15,5

Tableau 3
Rendements du marché au 30 septembre 2015

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	(17,2)	(21,6)
Matériaux	(24,5)	(23,9)
Industrie	(2,1)	(10,0)
Consommation discrétionnaire	(3,6)	3,9
Biens de consommation de base	8,0	11,5
Santé	(15,6)	33,7
Finance	(3,1)	(3,3)
Technologies de l'information	2,8	4,7
Télécommunications	2,7	5,3
Services aux collectivités	2,4	(2,2)
Indice composé S&P/TSX	(7,9)	(7,0)

main-d'œuvre, comme le nombre de personnes qui travaillent à temps partiel pour des raisons économiques, le taux de chômage à long terme et le taux de participation, qu'il reste du progrès à faire pour retourner aux niveaux enviables d'avant la crise, même si des avancées significatives ont tout de même été faites.

Nous constatons également une renaissance du secteur manufacturier, au sein duquel le thème du « re-shoring », ou du rapatriement de la production en sol américain, joue un rôle important. Le nombre d'heures travaillées en moyenne par employé dans ce secteur se situe à un sommet inégalé depuis 1950, et la croissance de l'emploi a atteint un sommet jamais observé en 40 ans (graphique 5).

La confiance des ménages américains, qui est très élevée depuis la crise financière, alimente les ventes de biens dispendieux, tels les automobiles et les

biens immobiliers, dont dépend toute une panoplie de secteurs connexes et qui stimulent de façon importante la croissance économique. Du côté du secteur immobilier, on remarque un important progrès du côté des mises en chantier, des permis de bâtir et, surtout, du côté de la confiance des constructeurs qui est de retour au niveau atteint en 2005. Les ventes d'automobiles occupent, elles aussi, un sommet jamais vu en dix ans, soit près de 18 millions de véhicules par année. L'âge moyen des véhicules qui circulent sur les routes américaines se situe, quant à lui, à un record de 11,5 années, facteur encourageant qui devrait stimuler la demande au cours des prochaines années.

Malgré tout ceci, la Fed a choisi, le 17 septembre dernier, de poursuivre sa politique monétaire « ultra-accommodante ».

Dans son communiqué de presse, le comité Federal Open Market Committee (FOMC), qui est responsable de la politique monétaire américaine, reconnaît les progrès de l'économie américaine et du marché du travail, voit un affaiblissement des exportations (causé par la vigueur du dollar et la faiblesse de l'économie mondiale) et s'inquiète de la faiblesse de l'inflation ainsi que du recul des attentes inflationnistes.

Le segment le plus important du communiqué du FOMC, toutefois, et celui qui a fait couler le plus d'encre, fait directement référence aux événements qui se sont déroulés récemment sur la scène économique mondiale (faiblesse de l'économie en Chine) et dans les marchés financiers (éclatement de la bulle boursière chinoise et turbulence marquée des marchés mondiaux en août et en septembre) et mentionne que ces événements pourraient avoir des conséquences sur l'activité économique américaine.

Ce segment ainsi que le point de presse de la présidente, Janet Yellen, ont ajouté une forte dose d'incertitude dans les marchés, pour plusieurs raisons.

Premièrement, bien que les attentes des marchés étaient mitigées par rapport à la perspective de voir la Fed hausser son taux en septembre, le ton plutôt « dovish » utilisé par la présidente en a surpris plus d'un.

Deuxièmement, plusieurs observateurs ont été surpris par la référence explicite du communiqué à la situation internationale. Le ralentissement en Chine ne sera pas résolu en quelques mois seulement et, si la Fed s'en inquiète suffisamment pour retarder sa décision, on voit maintenant mal comment elle pourrait se sentir à l'aise de procéder à la normalisation de sa politique monétaire d'ici la fin de l'année 2015.

Troisièmement, malgré tout ceci, madame Yellen a mentionné de nouveau que le comité s'attendait à ce que les données soutiennent une première hausse d'ici la fin de l'année, et les prévisions des membres du comité qui accompagnent le communiqué indiquent toujours que 13 des 17 membres s'attendent en effet à une hausse du taux directeur d'ici la fin de l'année 2015. Plusieurs des membres du comité ont d'ailleurs fait des sorties à la suite de la décision afin d'appuyer une hausse en 2015, ajoutant ainsi à la confusion.

Bref, plutôt que de réduire l'incertitude qui régnait depuis plusieurs semaines sur les marchés, la Fed a plutôt alimenté la confusion et laisse les marchés à la recherche de nouveaux repères. Il y a fort à parier que la vigueur de l'économie américaine se poursuivra en 2016 et que la première économie mondiale a les

AU 30 SEPTEMBRE 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	12,5 %	+7,5 %	-10,5 %
Obligations canadiennes	20	45	70	24,0 %	-21,0 %	-1,0 %
Obligations internationales	0	0	15	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Total – Obligations	20	45	70	24,0 %	-21,0 %	-1,0 %
Actions canadiennes	5	25	45	30,5 %	+5,5 %	+2,5 %
Actions États-Unis	5	12,5	45	20,0 %	+7,5 %	+9,0 %
Actions internationales	5	12,5	45	10,5 %	-2,0 %	+0,5 %
Marchés émergents	0	0	45	2,5 %	+2,5 %	-0,5 %
Total – Actions étrangères	10	25	45	33,0 %	+8,0 %	+9,0 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

reins suffisamment solides pour supporter une première hausse de taux, qui serait symbolique parce qu'elle viendrait confirmer le progrès réalisé depuis la pire récession de notre génération. Mais pour le moment, malgré la confusion, il faut reconnaître que la Fed s'inquiète suffisamment de la faiblesse des perspectives inflationnistes pour faire preuve de prudence.

Canada : Vraiment en récession?

Après deux trimestres consécutifs de contraction du PIB, le Canada est officiellement en récession technique. Nous croyons tout de même que le mot « contraction » serait plus approprié pour décrire l'économie canadienne et que le terme « récession », qui devrait être réservé à l'Alberta et aux autres provinces productrices de pétrole, dont l'activité économique dépend, dans une proportion pouvant aller jusqu'à 24 %, directement de l'industrie du pétrole et gaz (graphique 6).

L'économie canadienne est bel et bien frappée par un choc pétrolier et par le ralentissement de l'économie chinoise, qui font en sorte de ralentir la croissance des revenus et, de façon encore plus importante, des investissements des entreprises dans les secteurs liés aux ressources. La situation devrait demeurer au beau fixe pendant encore quelques trimestres si l'on se fie aux principales agences internationales qui prévoient que le déséquilibre actuel sur le marché du pétrole au profit de la production ne se résorbera qu'au quatrième trimestre de 2016. En plus, en raison du ralentissement en Chine qui devrait continuer de se faire sentir, la trame de fond des prix de nos principaux biens d'exportation n'est pas très positive.

La hausse constante du nombre total d'heures travaillées, malgré les cinq mois consécutifs de contraction mensuelle du PIB canadien en début d'année (graphique 7) est l'un des constats importants à faire. Les récessions sont habituellement marquées tout d'abord par le recul des heures travaillées et par la diminution progressive de l'utilisation des facteurs de production par les entreprises (il en va habituellement de même pour le taux d'utilisation de la machinerie). Le comportement actuel du marché du travail indique que le malaise est concentré dans les secteurs des ressources (géographiquement dans l'Ouest du pays).

Alors que, en 2014, la forte majorité des emplois étaient créés dans l'Ouest, on remarque qu'une saine création d'emplois se poursuit en 2015 mais que la distribution a migré vers le centre du pays, en Ontario et au Québec (graphique 8). Un signe clair, qui indique que le secteur manufacturier reprend le flambeau de la croissance, est toujours attendu mais, pour le moment, il faut se contenter de quelques signes précurseurs d'une reprise du côté des exportations hors énergie qui réagissent timidement à la faiblesse du dollar canadien.

Le huard demeure une « pétro-devise » et continue d'être plutôt étroitement lié aux mouvements du prix du pétrole. Dans une perspective à plus long terme, la faiblesse du huard pourrait être persistante dans un environnement où une pression baissière structurelle s'exercerait sur les prix des ressources. En étudiant le comportement du huard au cours des 40 dernières années, on remarque que le dollar canadien se négocie sous sa valeur d'équilibre (habituellement appelée, en jargon économique, parité des pouvoirs d'achat ou PPA) lors des périodes où les prix des ressources sont dépréciés et au-dessus de l'équilibre lorsque les prix des ressources sont élevés (graphique 9). Ces périodes de déséquilibre peuvent durer plusieurs années, par exemple de 1994 à 2005 ou de 2009 à 2015. Notre pessimisme à l'égard des prix des ressources nous porte donc à croire qu'il est raisonnable de s'attendre à ce que le huard demeure sous sa valeur d'équilibre pendant quelque temps.

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

Plusieurs événements ont secoué les marchés financiers au cours du troisième trimestre.

Premièrement, la crise politique en Grèce a créé de l'incertitude en début de trimestre, mais le dénouement de cette crise, en juillet, a tôt fait de calmer le jeu. La situation en Chine est passée par la suite au premier plan, un changement causé par l'éclatement de la bulle boursière qui y régnait depuis la moitié de l'année 2014. L'annonce de la dévaluation contrôlée du yuan, à la mi-août, a créé une secousse dans les marchés mondiaux devenus fragiles après une période prolongée de faible volatilité. Ces inquiétudes, jumelées à l'incertitude causée par la hausse ou le maintien du taux directeur de la Fed en septembre, ont fait en

AU 30 SEPTEMBRE 2015

Tableau 5
Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 30 septembre 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 %	+	(1,50 %)	=	1,70 %
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes➔				8 % à 10 %

sorte que, pour la première fois depuis 2006, tous les ingrédients étaient présents pour un retour de la volatilité (graphique 10).

La volatilité a effectivement fait un retour en force à la fin août, alors que le marché boursier américain connaissait sa première correction technique (c'est-à-dire un recul de plus de 10 % depuis le sommet qu'il avait atteint en mai) en quatre ans. Comme nous le soulignons régulièrement, nous pensons que ce sont les récessions qui causent les marchés baissiers (en anglais « bear markets »). Toutefois, nos écrans radars ne laissent voir aucun signe « récessionniste » à l'horizon.

Le fait que l'évaluation du marché américain soit rapidement retournée à un niveau cohérent par rapport à la moyenne des évaluations observées depuis 25 ans (graphique 11) constitue l'un des points positifs de cette correction. Que l'on regarde les ratios cours/bénéfice (15,4 par rapport à la moyenne de 15,7), cours/valeur aux livres (2,5 par rapport à la moyenne de 2,9) ou cours/flux de trésorerie (10,9 par rapport à la moyenne de 11,4), le marché américain est revenu à un niveau que l'on peut qualifier « d'acceptable ».

L'indice boursier canadien S&P/TSX était, quant à lui, déjà brièvement entré en phase de correction en juillet 2015, après avoir reculé de plus de 10 % depuis son dernier sommet en septembre 2014. Dans la tourmente d'août et de septembre 2015, l'indice a de nouveau flanché et l'ampleur de la correction a atteint près de 17 % depuis son sommet de 2014. Un investisseur canadien qui aurait investi à l'étranger peut encore se consoler du fait que le recul du huard, depuis le début de l'année, a totalement effacé le rendement négatif du S&P 500 (le rendement du marché américain en dollars canadiens dépasse encore 5 % depuis le début de l'année)!

Sur une base historique, au même titre que le comportement du huard décrit précédemment, le marché boursier canadien tend à offrir un surrendement uniquement lorsque les prix des ressources naturelles sont poussés à la hausse (graphique 12). Depuis 1950, il n'y a eu que deux périodes où le S&P/TSX a offert, pendant quelques années, une meilleure performance que l'indice S&P 500 : de 1976 à 1980 (arrivée de l'OPEP et la hausse du prix du pétrole) et de 1999 à 2010 (urbanisation rapide de la Chine et hausse généralisée des prix des ressources naturelles). Hormis ces périodes, le marché boursier canadien offre, au mieux, en devises locales, un rendement similaire à celui du marché américain.

Bien sûr, lors de périodes plus courtes (de quelques mois ou de quelques trimestres), le marché canadien peut offrir des rendements plus attrayants, surtout lorsqu'un environnement propice à la prise de risques s'installe à court terme. Un investisseur aguerri se doit donc de demeurer à l'affût du sentiment sur les

marchés lorsqu'il choisit le poids relatif qu'il attribuera à chacun des marchés boursiers nord-américains.

Le marché obligataire canadien est reparti à la hausse au troisième trimestre, alors que la volatilité s'est emparée des marchés boursiers. L'indice obligataire universel FTSE TMX Canada a gagné 0,1 % au cours du troisième trimestre de l'année. Les obligations à court terme sont demeurées plutôt stables, avec un léger gain de 0,0 %, et les titres à long terme ont affiché une faible baisse de 0,1 %.

Pour le S&P 500, qui a reculé de 6,4 % au cours du trimestre, il s'agit d'une première correction en quatre ans. Pour les investisseurs canadiens, la dépréciation du huard vient toutefois amortir la chute et faire passer le rendement total de l'indice à 0,5 % en dollars canadiens. La bourse canadienne a également écopé, avec un recul de 7,9 %, touchée par d'importantes baisses dans les secteurs de matériaux, de la santé et de l'énergie. L'indice des titres canadiens à petite capitalisation S&P/TSX n'y a pas échappé non plus avec un recul de 15,2 %.

Les marchés boursiers de l'Europe, de l'Asie et les marchés émergents ont enchaîné avec un nouveau trimestre négatif. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a perdu 8,7 % (-1,9 % en dollars canadiens), l'indice MSCI - EAEO a perdu 9,0 % (-3,6 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Monde a reculé de 7,7 % (-1,7 % en dollars canadiens). Finalement, l'indice MSCI - Marchés émergents a reculé de 12,0 % (-11,7 % en dollars canadiens).

Stratégie : Le moment d'être opportunistes

À l'instar de l'été 2014, alors que la faible volatilité des marchés nous laissait sceptiques, nous avons encore une fois maintenu notre exposition aux actions à un niveau plus faible qu'à notre habitude, voire même neutre. Notre stratégie, que nous avons décrite au trimestre précédent, consistait à augmenter l'encaisse et à protéger le portefeuille tout en le positionnant pour tirer profit des occasions. Cette stratégie a encore une fois été avantageuse puisque nous étions bien positionnés pour profiter du recul des marchés.

La correction qui a eu lieu en cours de trimestre nous a donc permis d'augmenter notre pondération en actions. Alors que la panique s'installait et que le marché boursier nous proposait des prix très attrayants, nous en avons profité pour utiliser une portion de l'encaisse accumulée afin de procéder à des achats ciblés.

Notre stratégie a principalement consisté à augmenter le poids des actions internationales et à rétablir un poids neutre du côté des actions canadiennes

AU 30 SEPTEMBRE 2015

Tableau 6
Scénarios économique et financier

Scénario économique

							Variation depuis le 30 juin 2015	
		2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016
États-Unis	PIB réel	2,2 %	2,4 %	2,8 %	2,9 %	2,8 %	-0,5 %	---
	Taux d'inflation	1,5 %	1,6 %	0,2 %	1,9 %	2,0 %	-0,3 %	+0,2 %
	Taux de chômage	7,4 %	6,2 %	5,3 %	4,9 %	4,8 %	-0,1 %	-0,1 %
Canada	PIB réel	2,0 %	2,5 %	1,2 %	2,0 %	2,2 %	+0,1 %	+0,1 %
	Taux d'inflation	0,9 %	1,9 %	1,2 %	1,7 %	1,8 %	+0,6 %	+0,2 %
	Taux de chômage	7,1 %	6,9 %	6,8 %	6,7 %	6,6 %	+0,1 %	+0,2 %

Scénario financier*

		Cibles				Variation depuis le 30 juin 2015	
		Actuel	déc. 2015	juin 2016	déc. 2016	déc. 2015	juin 2016
Taux d'intérêt							
	U.S. taux 10 ans	2,04 %	2,30 %	2,90 %	3,20 %	-0,25 %	---
	Canada taux 10 ans	1,43 %	1,70 %	2,10 %	2,40 %	-0,20 %	-0,20 %
Taux de change							
	\$US/\$CAD	0,75	0,78	0,80	0,80	+0,03	+0,02
	\$US/Euro	1,12	1,1	1,05	1,05	+0,05	---
	Pétrole (WTI), \$US	45,09	47	52	55	-3	-3
	S&P 500	1 920	2 050	2 100	2 200	-75	-100
	S&P/TSX	13 307	14 200	15 000	15 500	-800	-300

* fin de période

(qui étaient sous-pondérées jusque-là). Nous avons également instauré des expositions ciblées à quelques secteurs du S&P 500, dont les banques et le secteur des constructeurs immobiliers qui devraient tous les deux profiter de l'élan dont bénéficie le secteur immobilier américain.

En raison de la croissance américaine qui s'installe, nous continuons de penser que le marché obligataire est dispendieux et qu'un recul de marché est plus probable qu'une hausse. Nous continuons donc de sous-pondérer les obligations au sein des portefeuilles.

La dépréciation du dollar canadien s'est poursuivie au cours du trimestre. Le huard est passé de 0,80 \$ US à 0,75 \$ US depuis la fin de juillet, ce qui a favorisé encore une fois les rendements de nos investissements à l'étranger. À son niveau actuel, il devient difficile de formuler des attentes spécifiques quant à ce qui adviendra du huard d'ici la fin de l'année. Par conséquent, au moment où le trimestre se termine, nous ne détenons plus de position sur le marché monétaire américain.

Notre vague d'achat de titres d'équité en fin de trimestre a fait passer l'exposition aux actions du Fonds Diversifié au-dessus des cibles neutres dictées par la politique de placement. Les actions canadiennes représentent maintenant plus de 30 % du Fonds Diversifié, dont 9 % dans les titres à petite capitalisation. Les actions étrangères représentent de nouveau près de 30 % de l'actif, et 2,5 % sont exposées aux marchés émergents en raison d'une position dans un fonds négocié en bourse (FNB) qui reproduit l'indice MSCI - Mexique.

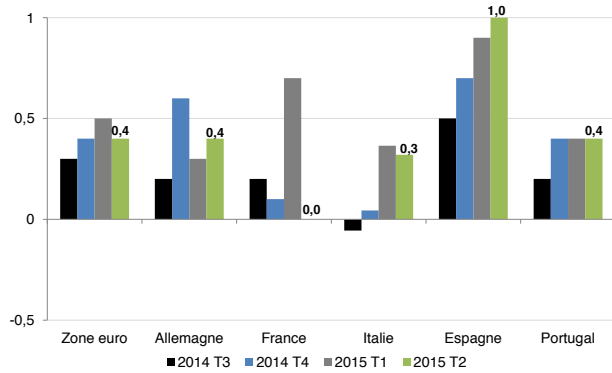
Le poids des obligations, qui est à 24 %, demeure inférieur à celui de la cible, qui se situe à 45 %, en raison de notre manque de conviction envers cette classe d'actif et de notre prudence, compte tenu d'une hausse imminente du taux directeur de la Fed.

Finalement, le marché monétaire représente maintenant près de 13 % de l'actif du Fonds, et nous ne sommes plus exposés directement à la devise américaine. En raison du niveau actuel du huard (fixé sous les 75 cents américains à la fin du trimestre), notre conviction n'est plus aussi forte qu'auparavant quant aux prochains mouvements de notre devise.

Graphique 4

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

Taux de croissance trimestriel

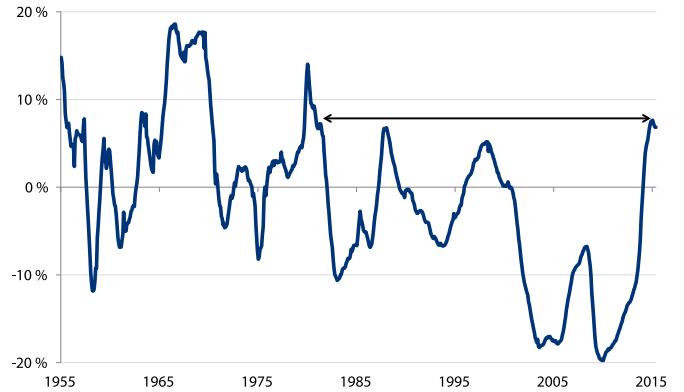


Source : IA

Graphique 5

É.-U. : croissance de l'emploi dans le secteur manufacturier

Variation en % sur 60 mois



Source : IA

Graphique 6

Contribution de l'industrie du pétrole et gaz

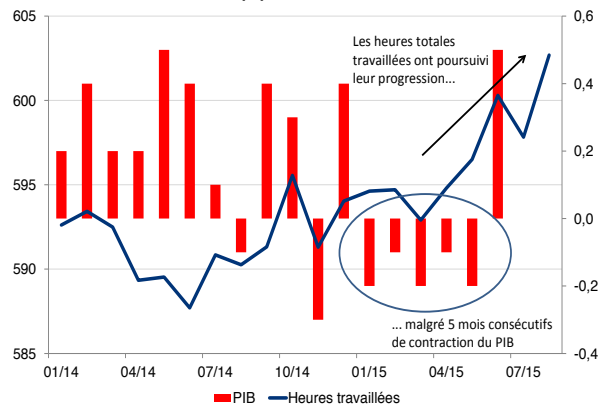
(En portion du total, 2014, %)

Région	PIB	Emploi	Dépenses en capital
Canada	6,2	2,2	34,0
Alberta	24,0	7,4	64,0
Saskatchewan	15,0	5,0	30,0
Terre-Neuve-et-Labrador	22,0	7,1	23,0
États-Unis	1,7	0,7	8,0

Source : IA

Graphique 7

Heures totales travaillées (G) et variation mensuelle du PIB réel (D)

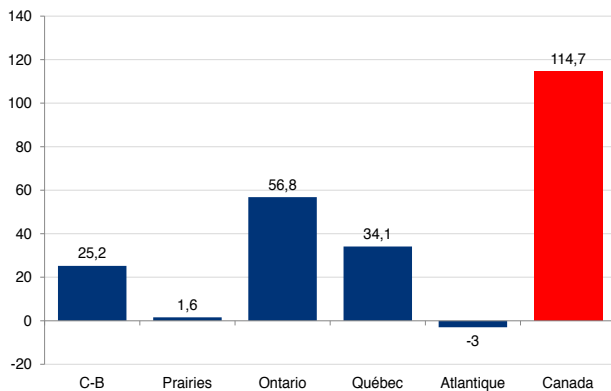


Source : IA

Graphique 8

Création d'emplois au Canada en 2015

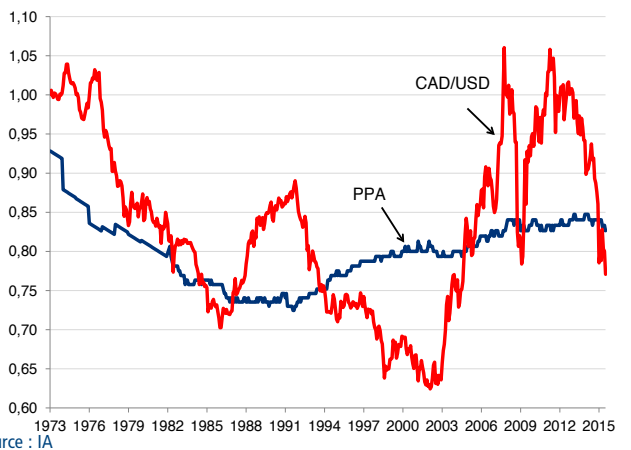
En date du 31 août



Source : IA

Graphique 9

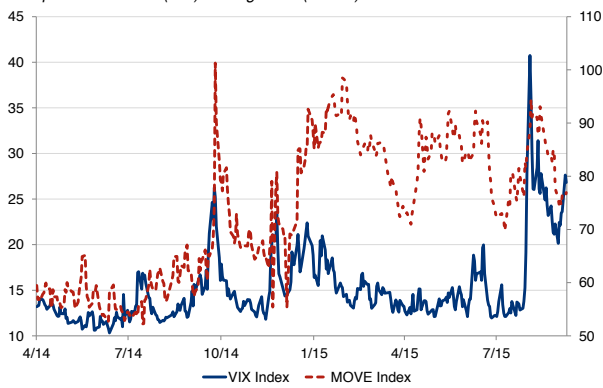
Canada : le huard et la PPA



Source : IA

Graphique 10

É.-U. : volatilité des marchés financiers
 Comparaison actions (VIX) et obligations (MOVE)

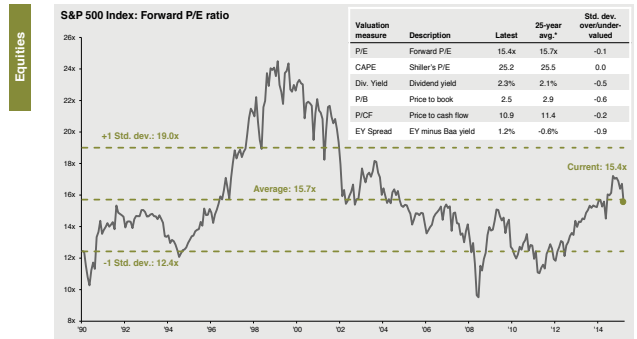


Source : IA

Graphique 11

S&P 500 valuation measures

GTM – U.S. | 5



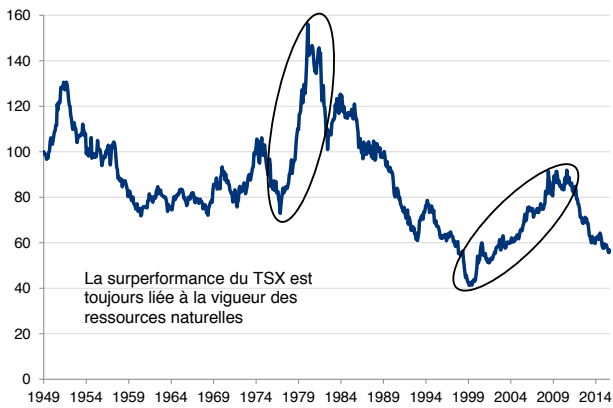
Source: FactSet, FRB, Robert Shiller, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Price to Earnings is price divided by consensus analyst estimates of earnings per share for the next 12 months. Shiller's P/E uses trailing 10-years of inflation adjusted earnings as reported by companies. Dividend Yield is calculated as the trailing 12-month average dividend divided by price. Price to Book Ratio is the price divided by book value per share. Price to Cash Flow is price divided by NTM cash flow. EY Minus Baa Yield is the forward earnings yield (consensus analyst estimates of EPS over the next 12 months divided by price) minus the Moody's Baa seasoned corporate bond yield. Std. dev. Over/under-valued is calculated using the average and standard deviation over 25-years for each measure. *P/CF is a 20-year avg. due to cash flow data availability. Guide to the Markets – U.S. Data as of August 31, 2015.

J.P.Morgan
 Asset Management

Source : J.P. Morgan

Graphique 12

Performance relative, S&P/TSX vs S&P 500
 1949 = 100



La surperformance du TSX est toujours liée à la vigueur des ressources naturelles

Source : IA