

Au 31 décembre 2015

La Fed passe (enfin) à l'acte

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

Économiste

Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

Le quatrième trimestre de 2015 aura été marqué par la volatilité, les revirements et les finalités. Après une première correction de plus de 10 % en quatre ans, le marché américain a rebondi avec force en octobre, en effaçant pratiquement toutes les pertes enregistrées durant l'été. Les économies émergentes, après avoir été responsables d'une bonne quantité d'incertitudes au cours de l'année, ont quant à elles connu un important revirement de situation et dépassent maintenant les attentes à un rythme jamais vu en près de trois ans. Plus près de nous, la Réserve fédérale américaine (la Fed) a finalement haussé son taux directeur de 0,25 %, un geste symbolisant le début de la normalisation de la politique monétaire américaine. Il faut dire que les gouverneurs de la Fed avaient bien préparé le terrain depuis la rencontre de septembre, alors que plusieurs observateurs avaient reproché à la Fed d'avoir injecté une forte dose d'incertitude et de confusion dans les marchés. Il reste maintenant à voir si le début d'un cycle de resserrement des conditions monétaires sera ultimement bien accueilli par les marchés, qui ont semblé offrir une réaction plutôt mitigée dans les jours qui ont suivi l'annonce.

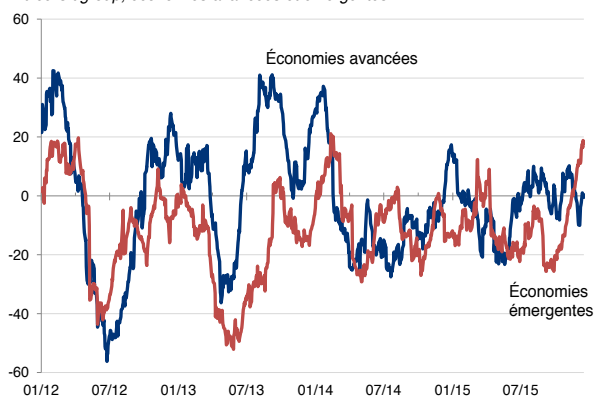
Monde : Les économies émergentes sont de retour

Après avoir été la source principale d'inquiétude sur la scène macroéconomique depuis l'été, les pays émergents, qui représentent plus de 50 % de l'économie mondiale et qui seront responsables de près de 75 % de la croissance planétaire en 2016 (graphique 1), ont rebondi au quatrième trimestre. L'indice de surprise économique des pays émergents, qui mesure la surprise moyenne donnée par les indicateurs économiques publiés comparativement aux attentes des experts, est passé au positif et termine même l'année près d'un sommet de quatre ans (graphique 2).

Graphique 2

Indice de surprise économique

Indice Citigroup, économies avancées et émergentes

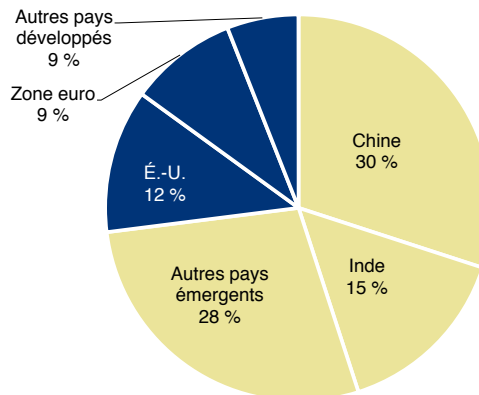


Source : iAGP

Graphique 1

Contribution à la croissance mondiale en 2016

Selon le World Economic Outlook du FMI, octobre 2015



Source : iAGP

Le ton s'améliore particulièrement en Asie, menée par la Chine, où les indicateurs pointent vers un rebond des exportations en 2016. L'indice d'activité manufacturière mondiale laisse de son côté présager une accélération pour l'année à venir, forte de l'accumulation des multiples programmes d'assouplissement quantitatifs et des politiques monétaires ultra-accommodantes des dernières années partout sur la planète. Le commerce entre les pays émergents et vers les pays développés devrait en être favorisé, stimulant l'appréciation des devises des pays exportateurs, et, du même fait, mettre un peu de pression à la baisse sur le dollar américain.

Europe : Vers une année plus calme?

L'Europe a retrouvé une certaine quiétude économique au quatrième trimestre, malgré le fait que ça n'a clairement pas été le cas sur le plan géopolitique.

La performance économique européenne est dans une zone mi-chaude, mi-froide, avec des taux de croissance suffisamment élevés pour laisser de côté le spectre de la déflation, mais suffisamment faibles pour justifier la poursuite d'un soutien monétaire de la part de la Banque centrale européenne (BCE), qui a prolongé son programme d'assouplissement quantitatif jusqu'en mars 2017.

Les efforts de la BCE commencent à donner des résultats timides, le cycle de crédit étant passé en territoire positif au cours des derniers mois (graphique 3).

On s'attend que 2016 se poursuive dans la même veine que la fin de 2015, soit avec des données économiques qui prennent lentement du mieux, une banque centrale qui demeure grandement accommodante et un calme général sur le plan économique. Nous risquons d'avoir encore quelques surprises au chapitre politique, avec l'Espagne qui sort d'une élection non concluante, mais la résolution de la situation grecque semble avoir étouffé, pour l'instant, les ardeurs du mouvement anti-austérité.

Au 31 décembre 2015

États-Unis : Toujours en pleine phase d'expansion

La croissance économique se poursuit chez nos voisins du sud, malgré un léger ralentissement du secteur manufacturier depuis l'été qui laisse certains observateurs sceptiques quant aux perspectives de 2016.

Nous gardons toujours un regard très positif envers l'économie américaine. La principale raison loge chez les ménages, dont les dépenses de consommation représentent 70 % du PIB et qui continueront de bénéficier de la vigueur du marché de l'emploi et de l'accroissement de la richesse globale des ménages. La prochaine étape demeure encore une poussée des salaires, qui pourrait bien survenir en 2016 si l'on en croit les intentions des petites et moyennes entreprises, qui ont explosé en ce sens au cours des derniers mois (graphique 4).

Un autre élément majeur, selon nous, est les effets bénéfiques provenant de la baisse importante des prix de l'énergie, autant du côté de l'essence que du côté du gaz naturel, faisant en sorte que le revenu disponible du ménage moyen s'en trouvera augmenté de plusieurs centaines de dollars en 2016. On remarque actuellement que les ménages ont choisi d'épargner à la pompe, mais le niveau déjà élevé du taux d'épargne fait en sorte qu'on pourrait maintenant voir les familles déployer les nouvelles sommes économisées.

Pour ce qui est du portrait économique général en 2016, nous nous attendons à une poursuite de la croissance, avec une vigueur soutenue de l'économie domestique, qui sera poussée par la consommation et, possiblement, le retour d'une vague d'investissements de la part des entreprises. La force des exportations dépendra de la vigueur du billet vert (un frein évident aux ventes à l'étranger) et des économies émergentes.

Canada : Optimisme prudent

L'amélioration générale des données canadiennes en deuxième moitié d'année nous pousse à faire preuve d'un optimisme prudent.

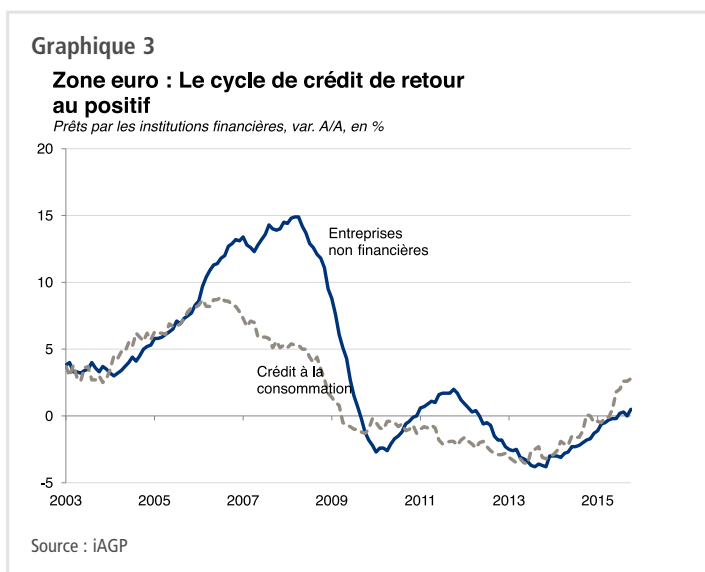


Tableau 1
Rendements du marché obligataire canadien au 31 décembre 2015

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

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

Premièrement, après une première moitié d'année difficile, marquée par une contraction concentrée dans les provinces productrices de pétrole, la croissance économique a rebondi de façon telle que le PIB canadien avait en août déjà tout repris ce qu'il avait perdu en début d'année. La Banque du Canada avait donc en partie raison : les effets négatifs de la chute du prix du pétrole ont eu une incidence rapide sur l'économie canadienne et les coupures de taux orchestrées par la Banque en début d'année ont fait leur travail.

Il s'est créé beaucoup d'emplois en 2015 et, à notre grande surprise, les provinces de l'ouest ont continué de mettre l'épaule à la roue. On remarque que la majeure partie des emplois se sont créés au centre du pays (Ontario et Québec), là où les consommateurs bénéficient de plus faibles coûts de l'énergie et où les répercussions négatives de la chute du prix du pétrole sont limitées.

La dépréciation du dollar canadien, qui s'est accélérée depuis l'été, a elle aussi joué un rôle important. On s'attend bien sûr à ce qu'un niveau plus faible du huard stimule le secteur manufacturier, de par l'importance des exportations vers le marché américain au sein du secteur, et là encore, nous avons des raisons de faire preuve d'un optimisme prudent.

La création d'emplois dans le secteur manufacturier a été la deuxième meilleure en treize ans (graphique 5) cette année, signe qu'une partie de la capacité de production perdue au cours des années où le huard se négociait à parité avec le billet vert est en voie de se rétablir. Toutefois, les volumes d'exportation de biens non énergétiques déçoivent encore, puisqu'il semble que les exportateurs canadiens ne réussissent plus à tirer leur épingle du jeu au sein du marché américain, du moins si l'on se fie à la progression des importations américaines, qui progressent à un rythme plus rapide que nos exportations (graphique 6).

Le marché immobilier nous semble toujours en équilibre, malgré les grands titres qui font état d'une poussée astronomique des prix. À ce chapitre, il est important de dissocier la situation des régions de Vancouver et du Grand Toronto, où les prix augmentent de près de 10 % sur une base annuelle en raison des forts flux

Au 31 décembre 2015

Tableau 2
Rendements du marché au 31 décembre 2015

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,1	0,6
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	1,0	3,5
Indice composé S&P/TSX	(1,4)	(8,3)
S&P 500 (\$ CA)	10,6	21,0
MSCI - EAEO (\$ CA)	8,2	18,3
MSCI - Monde (\$ CA)	9,0	18,3
TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)	3,3	19,3

Tableau 3
Rendements du marché au 31 décembre 2015

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	(1,6)	(22,9)
Matériaux	3,8	(21,0)
Industrie	(1,2)	(11,1)
Consommation discrétionnaire	(5,2)	(1,5)
Biens de consommation de base	0,8	12,4
Santé	(36,9)	(15,6)
Finance	1,7	(1,7)
Technologies de l'information	10,5	15,6
Télécommunications	(1,7)	3,6
Services aux collectivités	(1,3)	(3,5)
Indice composé S&P/TSX	(1,4)	(8,3)

démographiques (internationaux et interprovinciaux) qui créent une réelle pénurie de logements, contrairement à celle des autres régions où la croissance est à peu près nulle en raison de l'absence de pressions démographiques. Le nouveau gouvernement Trudeau a déjà annoncé de nouvelles mesures visant à contenir la hausse des prix immobiliers (et principalement la spéculation), en augmentant les exigences de mise de fonds pour les maisons qui se négocient à un prix entre 500 000 \$ et 1 000 000 \$. Cette mesure est louable quoique relativement timide, en ce sens qu'elle vise principalement les marchés de Vancouver et de Toronto (où plus de 40 % des transactions se trouvent dans cette fourchette de prix) et, à la marge, celui de Calgary, mais ne devrait pas avoir une incidence marquée à l'échelle nationale.

L'année 2016 devrait être marquée par le retour de l'outil fiscal, alors que le Canada, qui présente le plus faible taux d'endettement du G-7, ira

intentionnellement en déficit afin de stimuler la croissance économique. Nous voyons d'un bon œil les dépenses en infrastructures proposées par le nouveau gouvernement fédéral, qui permettront au Canada de stimuler son potentiel de croissance et de combler le déficit national en infrastructures, que certains estiment à 700 milliards de dollars.

Marchés financiers : Rebond des marchés et la Fed bouge enfin

Le thème du retour de la volatilité est demeuré à l'avant-plan au quatrième trimestre de 2015.

Le trimestre a commencé sur les chapeaux de roues avec une superbe performance du marché boursier américain. Faisant suite à la correction d'août dernier, le marché avait terminé le mois de septembre près du creux pour l'année avant de regagner pratiquement tout le chemin perdu avec un gain de 8,4 % en octobre (5,9 % en dollars canadiens). Plusieurs observateurs ont émis des doutes en cours de trimestre quant à la vigueur et à la durabilité de ce rebond, étant donné que le marché a été poussé à la hausse par seulement quelques dizaines de titres à forte croissance, mais force est de constater que les gains ont majoritairement été conservés en fin de trimestre.

Le mois de décembre nous a enfin apporté la première hausse de taux par la Fed depuis 2006. La Fed se dit maintenant beaucoup plus confiante envers les perspectives économiques américaines et constate que le marché du travail approche rapidement le plein emploi, bien qu'il reste un excédent de capacité, le taux de participation demeurant à des niveaux historiquement bas. Le communiqué qui accompagnait la décision de la banque centrale précisait clairement que c'est à l'évolution de l'inflation ainsi qu'aux attentes inflationnistes que la Fed porterait une plus grande attention, éléments qui dicteront la suite des choses pour sa politique monétaire.

La réaction initiale des marchés a été mitigée, mais ordonnée, démontrant que la Fed avait bien réussi à gérer les attentes et à préparer les investisseurs à cette possibilité de hausse de taux. Le marché obligataire est demeuré plutôt stable, affichant même de légers gains, un constat encourageant puisque le pire des scénarios aurait été un mouvement de panique qui aurait mené à une correction désordonnée dans le plus important marché de la planète. Comme quoi les marchés préfèrent la certitude à l'incertitude!

Le marché obligataire canadien termine l'année avec un autre trimestre positif et affiche, malgré nos attentes signifiées à plusieurs reprises dans ces lignes, une nouvelle année de gains. L'indice obligataire universel FTSE TMX Canada a gagné 1,0 % au quatrième trimestre, pour un gain total de 3,5 % en 2015. Les obligations de court terme ont progressé de 2,6 % et les titres de long terme affichent un gain de 3,8 % pour 2015.

Le marché boursier américain a conservé une partie des gains enregistrés en octobre et termine le trimestre avec un gain de 7,0 % (10,6 % en dollars canadiens). La Bourse canadienne a affiché un nouveau recul, avec une contraction de l'indice composé S&P/TSX de 1,4 %, comparativement à un gain de 1,1 % pour l'indice des titres à petite capitalisation. En 2015, le marché boursier canadien a reculé de 8,3 %, une cinquième sous performance annuelle consécutive vis-à-vis du marché américain.

Au 31 décembre 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	13,0 %	+8,0 %	+0,5 %
Obligations canadiennes	20	45	70	24,0 %	-21,0 %	0,0 %
Obligations internationales	0	0	15	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Total – Obligations	20	45	70	24,0 %	-21,0 %	0,0 %
Actions canadiennes	5	25	45	37,5 %	+12,5 %	+7,0 %
Actions États-Unis	0	12,5	45	11,5 %	-1,0 %	-8,5 %
Actions internationales	0	12,5	45	11,5 %	-1,0 %	+1,0 %
Marchés émergents	0	0	45	2,5 %	+2,5 %	0,0 %
Total – Actions étrangères	5	25	45	25,5 %	+0,5 %	-7,5 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

Les marchés boursiers de l'Europe, de l'Asie et des pays émergents sont passés au positif au quatrième trimestre. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a gagné 5,2 % (+5,9 % en dollars canadiens), l'indice MSCI - EAEO a progressé de 6,3 % (+8,2 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Monde a généré un gain de 6,2 % (+9,0 % en dollars canadiens). Finalement, l'indice MSCI - Marchés émergents affiche une légère progression de 1,6 % pour la période (+4,1 % en dollars canadiens).

Stratégie : Le temps de retourner vers les actions canadiennes?

Notre stratégie au sein des fonds diversifiés a été similaire à celle du dernier trimestre de 2014. Après la correction boursière d'août, pendant laquelle nous en avons profité pour augmenter significativement le poids des actions aux dépens de l'encaisse, nous avons ensuite réduit progressivement notre exposition aux actions étant donné l'ampleur et la rapidité avec laquelle le rebond s'est opéré.

Le résultat est que nous terminons le trimestre avec une légère surpondération aux actions, mais avec une certaine nouveauté : nous affichons maintenant une plus forte surpondération aux actions canadiennes qu'aux actions américaines.

En termes d'évaluation, nous estimons que les actions américaines sont correctement évaluées (graphique 7) (donc pas de surévaluation selon nos estimations) et que les perspectives de rendement demeurent positives pour les prochaines années (graphique 8), quoique modestes. Le principal facteur qui nous pousse à la prudence est le fait que les marges de profit des entreprises américaines trônent près d'un sommet de plus de 60 ans. Les pressions salariales à venir, ainsi que les besoins éventuels d'accélérer les investissements, devraient ralentir la croissance des bénéfices des entreprises américaines.

Du côté du marché boursier canadien, nous estimons que le temps est venu de profiter du fait que le S&P/TSX est à un creux de deux ans pour bâtir une position plus importante au sein des fonds diversifiés.

Plusieurs raisons nous poussent en ce sens.

Premièrement, 2015 a été la cinquième année consécutive où le marché canadien a sous-performé vis-à-vis du marché américain et jamais dans l'histoire une telle séquence s'est prolongée jusqu'à six années. Historiquement, après une telle séquence, le marché canadien a surperformé le marché américain de plus de 20 %. Dans un contexte d'accélération des marchés émergents et de stabilisation du prix du pétrole, nous jugeons probable d'entrer dans un contexte où les actifs liés aux ressources naturelles ainsi que ceux qui performant bien dans un environnement d'appétit pour le risque pourraient être favorisés.

Deuxièmement, lors des précédents épisodes de hausse du taux directeur de la Fed, on remarque que dans les six premiers mois suivant la première hausse, le marché boursier canadien a offert de meilleurs rendements que le marché boursier américain, et que le dollar canadien s'est apprécié (graphique 9).

Finalement, l'évaluation générale du secteur de l'énergie, mesurée par le ratio du prix sur la valeur comptable, montre quant à elle que les niveaux actuels correspondent à peu près aux creux historiques (graphique 10). Ce constat nous laisse à penser que le pire du recul des titres liés à l'énergie est probablement derrière nous et que le temps est venu de diriger une part plus importante de notre allocation d'actifs vers le marché canadien.

Le huard s'est encore déprécié en cours de trimestre, passant sous les 72 cents américains, guidé vers le bas par le nouveau recul du prix du pétrole et la divergence de politiques monétaires en Amérique du Nord. Nous avons profité des récents creux (correspondant en fait à un bas de onze ans!) pour couvrir notre exposition au dollar américain, une nouveauté qui devrait réduire la volatilité de nos portefeuilles dans un environnement où le huard pourrait bénéficier d'un rebond des économies émergentes et, possiblement, d'une légère hausse du prix du pétrole en cours d'année 2016.

Notre vague d'achat d'actions en fin de trimestre 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 38 % du Fonds Diversifié, dont 9 % dans les titres à petite capitalisation. Les actions internationales représentent à nouveau près de 25 % de l'actif, dont plus de 2 %

Au 31 décembre 2015

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

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	Gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,50 %	+	0,00 %	=	0,50 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	3,20 %	+	(3,24 %)	=	(0,04) %
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes					8 % à 11 %

est exposé aux marchés émergents par l'entremise d'une position au sein de l'indice MSCI - Mexique.

Le poids des obligations demeure inférieur à la cible, à 24 % comparativement à une cible de 45 %, soit au même niveau qu'à la fin du trimestre précédent. Maintenant que la Fed a entamé le processus de normalisation de sa politique monétaire, nous nous attendons à ce que le marché obligataire demeure sous pression.

Finalement, l'encaisse représente maintenant près de 13 % de l'actif du Fonds, et nous n'avons plus d'exposition directe à la devise américaine. Vu le niveau actuel du huard (près des 72 cents américains à la fin du trimestre), notre conviction quant aux prochains mouvements de notre devise n'est plus aussi forte qu'auparavant.

Au 31 décembre 2015

Tableau 6
Scénarios économique et financier

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

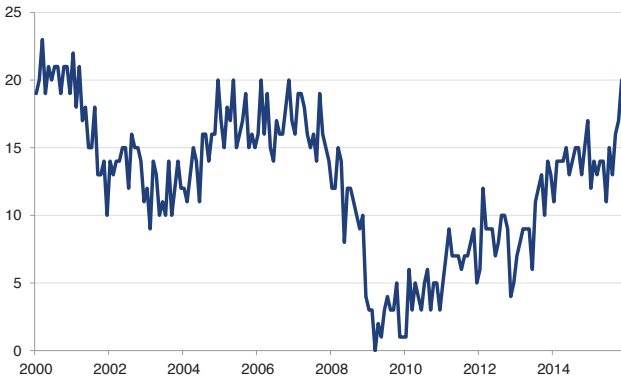
		Scénario financier*				Variation depuis le 30 septembre 2015	
		Cibles					
		Actuel	juin 2016	déc. 2016	juin 2017	juin 2016	déc. 2016
Taux d'intérêt							
	U.S. taux 10 ans	2,27 %	2,50 %	2,70 %	3,20 %	-0,40 %	-0,50 %
	Canada taux 10 ans	1,39 %	1,70 %	1,90 %	2,20 %	-0,40 %	-0,50 %
Taux de change							
	\$US/\$CAD	0,72	0,72	0,75	0,77	-0,08	-0,05
	\$US/Euro	1,09	1,05	1,05	1,05	---	---
	Pétrole (WTI), \$US	37,04	35	40	45	-17	-15
	S&P 500	2 043	2 000	2 100	2 200	-100	-100
	S&P/TSX	13 010	13 000	14 050	15 200	-2 000	-1 450

* fin de période

Graphique 4

É.-U. : Les petites entreprises ont l'intention de hausser les salaires en 2016

NFIB Compensation plans index

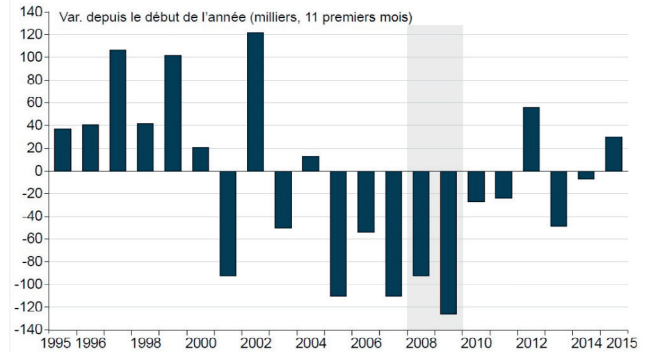


Source : iAGP

Graphique 5

Fabrication : Deuxième gain en importance depuis 13 ans

Emploi dans la fabrication

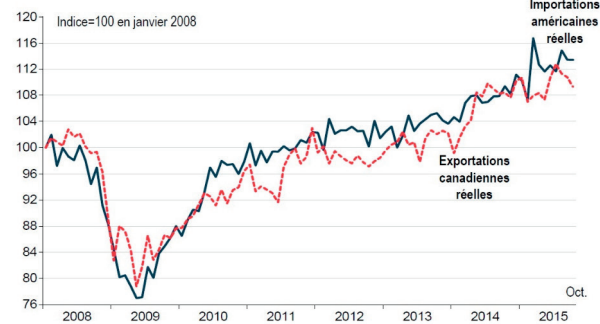


Source : FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Graphique 6

Canada : Contreperformance des exportations par rapport à la demande américaine

Importations réelles de marchandises des États-Unis comparativement aux exportations réelles de marchandises du Canada

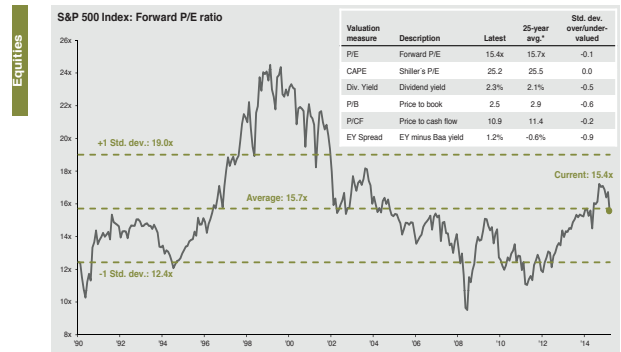


Source : FNB Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Graphique 7

S&P 500 valuation measures

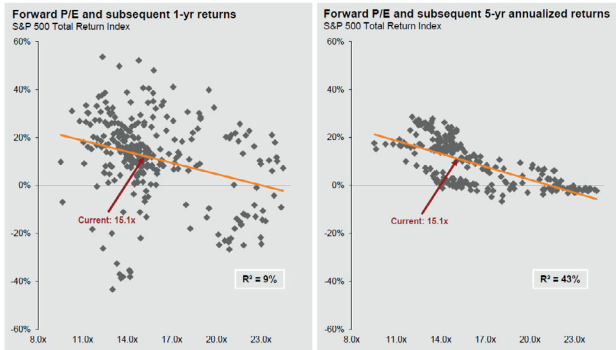
GTM - U.S. | 5



Source : FactSet, FRB, Robert Shiller, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management.

Source : J.P. Morgan Asset Management

Graphique 8



Source : FactSet, Reuters, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Returns are 12-month and 60-month annualized total returns, measured monthly, beginning September 30, 1990. R² represents the percent of total variation in total returns that can be explained by forward P/E ratios. Guide to the Markets - U.S. Data as of September 30, 2015.

J.P.Morgan Asset Management

Source : J.P. Morgan Asset Management

Graphique 9

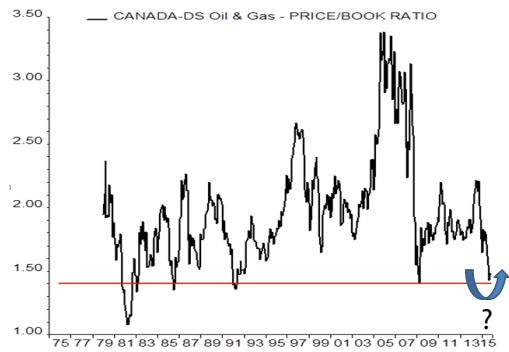
Performance de diverses classes d'actifs suite à la première hausse de taux directeur par la Fed

Classe d'actifs	Hausse consécutive Moyenne de 1994, 1999 et 2004		Hausse graduelles Épisode 1986	
	6 mois précédents la hausse	6 mois suivants la hausse	6 mois précédents la hausse	6 mois suivants la hausse
S&P/TSX	8,2 %	7,6 %	-0,7 %	21,3 %
S&P 500	6,3 %	3,5 %	3,7 %	16,6 %
Taux 10 ans É.-U. (pbs)	51,6	47,1	-137,7	157,4
Dollar Canadien	-0,6 %	2,9 %	0,8 %	2,8 %
Dollar É.-U. (DXY)	4,4 %	-5,7 %	-7,2 %	-8,8 %
Or	-5,9 %	6,6 %	13,6 %	16,6 %

Source : Canaccord

Graphique 10

S&P/TSX : L'évaluation relative du secteur de l'énergie est-elle signe d'opportunité?



Source : Canaccord