

Au 30 juin 2016

Brexit, Fed et feux de forêt

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

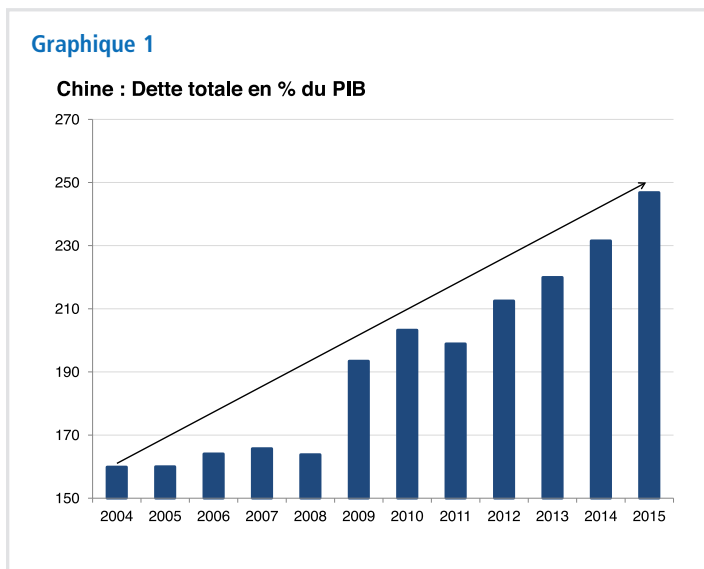
Économiste

Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

Trois principaux sujets ont occupé l'espace médiatique et marqué les marchés au deuxième trimestre. En ordre chronologique, les feux de forêt de Fort McMurray ont d'abord généré des images infernales dans les médias et mis en pause le quart de la production canadienne de pétrole, c'est-à-dire de notre principal bien d'exportation. La Banque du Canada a aussitôt fait de réviser à la négative son estimation de la croissance du PIB canadien au deuxième trimestre, tout en escomptant que l'impact pour l'année 2016 devrait être plutôt nul. Ensuite, en mai, ce fut au tour des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine (la Fed) d'attirer l'attention en préparant, de façon concertée, les marchés à la possibilité d'assister à deux ou trois hausses du taux directeur d'ici la fin de l'année 2016. La forte surprise négative causée par le faible rapport sur l'emploi en mai a forcé la Fed à faire preuve de patience, jetant une nouvelle dose d'incertitude sur les marchés. Mais ce fut sans contredire le vote anglais du 23 juin qui a retenu le plus l'attention de la planète, avec le résultat que l'on connaît maintenant : le gouvernement du Royaume-Uni a maintenant en main un référendum en vertu duquel le peuple s'est rangé derrière le refus de ratifier une entente améliorée sur les conditions de l'appartenance du pays à l'Union européenne (UE). Le nouveau gouvernement, avec à sa tête un nouveau chef qui succédera à David Cameron, devrait donc enclencher un processus de sortie de l'UE, communément appelé « Brexit ». Le troisième trimestre, qui s'amorce à peine, devrait donc être teinté de volatilité sur les marchés et de rebondissements politiques.

Monde : Le FMI lance un nouvel avertissement à la Chine

Pour une nième fois, le Fonds monétaire international (FMI) a lancé un avertissement à la Chine concernant le niveau élevé de sa dette privée. Selon le FMI, l'endettement des entreprises chinoises, dont plusieurs demeurent la propriété de l'État, constitue présentement « une faille fondamentale de l'économie chinoise ». Le FMI ne mâche pas ses mots et estime que les problèmes d'endettement des entreprises d'aujourd'hui pourraient devenir les problèmes d'endettement systémique de demain, avec un impact fortement



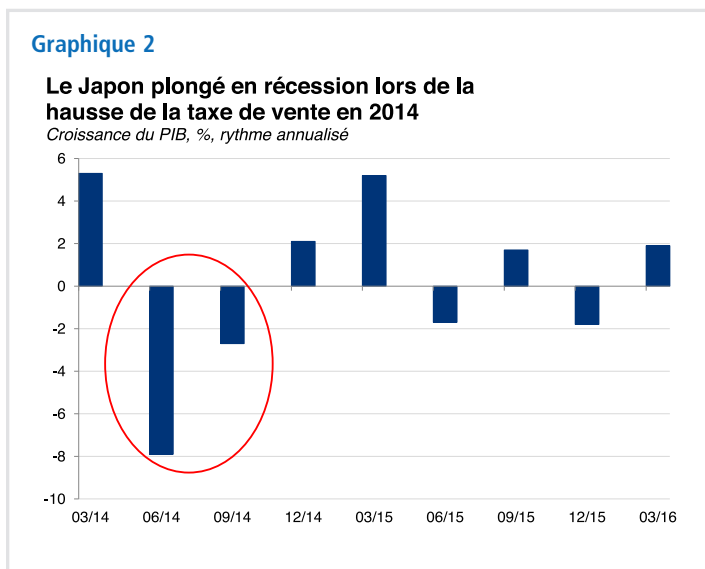
négatif sur la croissance économique de la Chine (et donc de l'économie mondiale, étant donné que la Chine contribue à elle seule à 33 % de la croissance économique mondiale en 2016) ou pouvant même mener à une crise bancaire.

On parle régulièrement du poids de la dette des entreprises chinoises, qui représente près de 145 % du PIB de la Chine, et de la dette totale, qui atteint maintenant près de 250 % du PIB (graphique 1). Il demeure difficile de se positionner quant au niveau d'endettement qui pourra être considéré comme excessif et qui pourrait précipiter une crise du crédit dans la deuxième économie mondiale. Par exemple, on remarque que 55 % de l'endettement des entreprises chinoises paraît sur le bilan des entreprises publiques (une forte surreprésentation, puisque ces entreprises ne contribuent que dans une proportion de 22 % à la production du pays). Comme les banques chinoises demeurent contrôlées par le gouvernement, et que les prêteurs et la majeure partie des emprunteurs sont ainsi directement contrôlés par l'État, est-ce que les risques d'effondrement du système financier sont imminents?

Plusieurs observateurs sérieux de la Chine se posent cette question, qui demeure sans réponse claire. Une chose demeure toutefois certaine : puisque tout ce qui ne peut durer éternellement finira éventuellement par s'arrêter, le bilan des entreprises chinoises ne pourra continuer de s'alourdir de la sorte. Dans cette optique, les conseils du FMI sont probablement très judicieux et arrivent à un moment où les autorités chinoises ont encore à leur disponibilité des outils pour leur permettre d'éviter une crise bancaire, plus tôt que trop tard.

Toujours en Asie, le Japon continue de lutter contre une croissance économique faible et la déflation, sans trop de succès, malgré tout l'argent imprimé par la Banque du Japon et les bonnes intentions du gouvernement Abe.

Le gouvernement japonais avait annoncé son intention de réformer son mode de financement en augmentant la taxe de vente pour une deuxième fois afin de réduire sa dépendance à la dette comme financement des programmes publics. Cette hausse était prévue pour le printemps 2017 et faisait suite à une première hausse, en avril 2014, qui avait fait passer le taux de taxation de 5 à 8 % et, surtout, plongé le pays dans une nouvelle récession (graphique 2). Étant donné la timidité des résultats obtenus jusqu'à maintenant par son grand plan à trois axes (stimuli monétaire et fiscal et réformes structurelles), le



Au 30 juin 2016

gouvernement a jugé prudent de retarder de deux ans et demi la hausse de 8 à 10 % du taux de taxation, pour la reporter ainsi à octobre 2019.

Le Japon est souvent cité comme le laboratoire du monde industrialisé, étant donné sa situation démographique difficile et annonciatrice d'une réalité qui pourrait s'étendre en Europe et en Amérique du Nord dans quelques décennies. Les décideurs de partout dans le monde prennent probablement bonne note du fait qu'il sera éventuellement très difficile de contrer les effets du vieillissement de la population, qui pèsera sur la taille de la population en âge de travailler et, directement, sur les perspectives d'une croissance économique assez importante pour continuer de pouvoir financer les programmes sociaux grâce à la stimulation monétaire et fiscale.

Ailleurs dans le monde, le marché du pétrole a progressé vers un rééquilibrage de l'offre et de la demande au cours du deuxième trimestre, ponctué par des arrêts temporaires, mais notables, de la production en Alberta, en Irak et au Nigeria. L'Agence internationale de l'énergie, dans son rapport de juin, avance que la forte croissance de la demande de pétrole en Asie, stimulée par les faibles niveaux des prix, sera également un facteur qui jouera pour rééquilibrer le marché pétrolier d'ici la fin de l'année 2016, soit quelques trimestres plus tôt que ce qui était précédemment escompté.

La stratégie de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) semble porter ses fruits, puisque le recul marqué des prix depuis la fin de 2014 pèse sur la production des pays hors OPEP (qui, on le rappelle, avait été la principale source de croissance de la production mondiale au cours de la dernière décennie, voir graphique 3), voyant déjà leur production chuter à 56,8 millions de barils par jour, soit 900 000 barils par jour de moins qu'à pareille date l'an dernier. La demande mondiale, quant à elle, devrait augmenter de 1,3 million de barils par jour au cours de la prochaine année, de quoi soutenir le niveau des prix. À la lumière de ces estimations, nous maintenons une fourchette cible de 50 à 60 \$ pour le prix du baril de pétrole au cours de la prochaine année, un niveau supérieur au cours actuel.

Europe : Brexit

Le peuple anglais a créé toute une onde de choc en votant à 52 % contre la proposition de demeurer au sein de l'UE lors du référendum historique du 23 juin dernier. Ce résultat a poussé le premier ministre anglais David Cameron à démissionner et à proposer une nouvelle élection en octobre, puis a

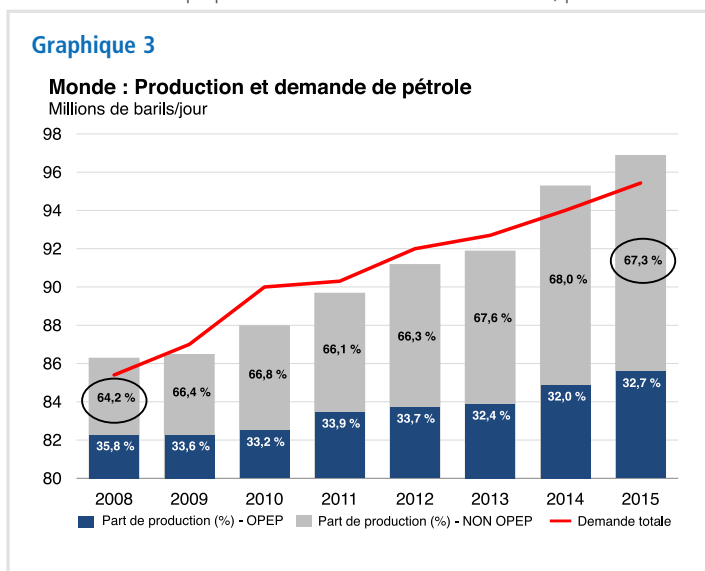


Tableau 1
Rendements du marché obligataire canadien au 30 juin 2016

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

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

semé la zizanie dans le parti d'opposition, qui a encaissé quelques démissions précipitées d'élus mécontents du travail de leur chef au cours de la campagne.

Il ne faut pas sous-estimer les implications politiques de cet événement; il s'agit sans contredit d'un changement important de la donne. Pour la première fois depuis la Deuxième Guerre mondiale, un pays développé membre de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) décide de faire un pas de recul marqué sur les enjeux d'ouverture des frontières et de mobilité de la main-d'œuvre. Cela étant dit, il est important de prendre une minute pour bien saisir l'origine de cette décision, les prochaines étapes auxquelles on peut s'attendre ainsi que les impacts les plus probables qui devraient en résulter.

L'enjeu de rester ou non au sein de l'UE ne date pas d'hier pour les Anglais. Depuis que le Royaume-Uni a rejoint le groupe européen en 1973, des politiciens se sont prononcés contre la réglementation, la perte de souveraineté et les coûts liés à l'administration de cette entité. La mobilité de la main-d'œuvre et l'immigration étaient récemment au cœur des débats, avec la montée de la radicalisation au Moyen-Orient et la multiplication des actes terroristes en Europe. Il ne faut pas oublier la montée des inégalités de revenus au sein de la population, phénomène répandu partout dans les pays développés et qui contribue à semer la méfiance envers les institutions (à ce chapitre, on peut aisément faire un parallèle avec la montée en popularité de Donald Trump aux États-Unis, qui a séduit une partie de l'électorat avec un discours protectionniste menant à la division). L'enjeu était devenu un enjeu électoral majeur pour M. Cameron lors des élections de 2015, le poussant alors à faire d'un référendum sur la question une promesse électorale.

Le résultat du vote a révélé d'importantes divisions entre les différents groupes d'âge (les personnes plus âgées préféraient quitter l'UE, les jeunes préféraient y rester) et d'une région à l'autre. L'Écosse (qui sort tout juste d'un référendum sur la question de demeurer ou non au sein du Royaume-Uni) et l'Irlande du Nord ont toutes deux voté massivement pour demeurer au sein de l'UE et songent maintenant à consulter leurs populations respectives sur l'idée de quitter le Royaume-Uni et demeurer au sein de l'UE! On entend même la première ministre de l'Écosse affirmer qu'elle pourrait bloquer le projet d'un Brexit en ne donnant pas l'aval de son parlement. Bref, sur le plan politique,

Au 30 juin 2016

Tableau 2
Rendements du marché au 30 juin 2016

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

Tableau 3
Rendements du marché au 30 juin 2016

| Indices | Rendements (%) | |
|--|----------------|--------|
| | 3 mois | DDA |
| Performance sectorielle S&P/TSX | | |
| Énergie | 9,5 | 19,3 |
| Matériaux | 26,9 | 52,3 |
| Industrie | 1,2 | 5,3 |
| Consommation discrétionnaire | (2,9) | 0,1 |
| Biens de consommation de base | (4,1) | 2,7 |
| Santé | (15,3) | (72,3) |
| Finance | 1,3 | 5,1 |
| Technologies de l'information | (5,9) | (5,7) |
| Télécommunications | 3,0 | 14,8 |
| Services aux collectivités | 7,0 | 17,3 |
| Indice composé S&P/TSX | 5,1 | 9,8 |

nous entrons dans un grand climat d'incertitude qui pourrait perdurer pendant des mois, voire des années.

On connaît quand même les étapes logiques qui devront maintenant être franchies. Premièrement, le Royaume-Uni devra invoquer, auprès de l'UE, l'article 50 du traité de Lisbonne, qui prévoit une période de négociations de deux ans advenant la demande d'un pays membre de quitter le groupe. Il reste malgré tout à déterminer le moment opportun pour enclencher le processus de sortie, certains préconisant de procéder rapidement, d'autres d'attendre l'élection d'un nouveau gouvernement à l'automne, et d'autres d'attendre encore plus longtemps afin de bien mesurer les tenants et les aboutissants. Une fois le processus enclenché, le Royaume-Uni et l'UE devront s'entendre sur une ou sur plusieurs nouvelles ententes commerciales, tout dépendant de la volonté des deux parties à conserver des liens économiques étroits ou non. Ici encore, difficile d'anticiper l'issue. Les possibilités vont d'une entente très similaire à l'actuelle, mais qui inclut des mesures de durcissement face à l'immigration, à

une rupture complète des liens, ce qui forcerait le Royaume-Uni à renégocier à la pièce ses ententes commerciales.

Le risque le plus important à considérer est sans contredit celui de la contagion de ce mouvement nationaliste en Europe, où poussent de plus en plus de partis bien campés dans des positions de fermeture des frontières et de protectionnisme. L'Espagne, où ces positions sont relativement populaires, a tenu une élection dans les jours qui ont suivi le vote anglais et le résultat montre que la population ne s'est pas rangée derrière les leaders séparatistes. L'année 2017 devrait tout de même être chargée, avec des élections aux Pays-Bas (en mars), en France (en avril) et en Allemagne (en août), lors desquelles on débattrait probablement de l'enjeu de rester ou non au sein de l'UE.

Maintenant, pour ce qui est des impacts économiques et financiers, les choses demeurent incertaines, mais nous pouvons faire quelques affirmations.

Tout d'abord, le retrait du Royaume-Uni de l'UE n'est aucunement comparable à la faillite de Lehman Brothers, qui avait mené à la crise financière de 2008. Les banques partout dans le monde sont bien capitalisées et la courroie du crédit continuera de fonctionner pleinement.

Deuxièmement, les risques d'une correction semblable à celle du « lundi noir » sont très faibles, car les marchés boursiers n'affichaient pas un niveau d'évaluation élevé, mais plutôt une certaine complaisance envers le résultat malgré des sondages qui donnaient les deux camps nez à nez.

Troisièmement, le Royaume-Uni se dirige probablement vers une récession, mais la taille économique du pays ne représente que 2 % de l'économie mondiale. L'Europe souffrira probablement d'un manque de confiance généralisé et d'un recul des investissements des entreprises, mais évitera probablement la récession.

Quatrièmement, les exportateurs nord-américains ne devraient pas trop en souffrir étant donné que les exportations vers le Royaume-Uni ne représentent que 3 % des exportations totales.

Finalement, la dynamique du marché du pétrole ne devrait aucunement en être affectée étant donné que la croissance de la demande continuera d'être dominée par les pays émergents.

Notre conclusion est que cet événement occupera sans équivoque beaucoup d'espace dans l'actualité au cours des prochains mois et années, et qu'il est très difficile d'en estimer à ce moment-ci les conséquences. Nous entrons dans un territoire politique inexploré, qui sera probablement rempli de rebondissements et qui tiendra en haleine les marchés qui, comme on a pu le constater au lendemain du vote, n'apprécient pas tellement les mauvaises surprises.

États-Unis : Resserrement du marché du travail?

Malgré un début d'année plutôt lent, les données économiques se sont généralement améliorées au deuxième trimestre. Le consommateur continue de bien se porter, fort d'une hausse substantielle de ses revenus au cours des dernières années sur le marché du travail, sur les marchés financiers et par l'appréciation des prix de l'immobilier. Bien sûr, l'enjeu des inégalités de revenus demeure omniprésent, mais la confiance des consommateurs termine le trimestre à un sommet de huit mois (graphique 4), et les dépenses des ménages ont affiché la plus forte hausse mensuelle depuis 2009 en avril (graphique 5).

Les plus récentes estimations pointent vers une croissance annualisée plutôt faible de 1,1 % du PIB au premier trimestre puis d'environ 2,5 % au deuxième trimestre, soit au-dessus du rythme de croissance de long terme.

Au 30 juin 2016

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 | 7,5 % | +2,5 % | -1,0 % |
| Or (lingot) | | 0 | | 4,0 % | +4,0 % | 0,0 % |
| Obligations canadiennes | 20 | 45 | 70 | 23,0 % | -22,0 % | -0,5 % |
| Obligations internationales | 0 | 0 | 15 | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Total – Obligations | 20 | 45 | 70 | 23,0 % | -22,0 % | -0,5 % |
| Actions canadiennes | 5 | 25 | 45 | 36,5 % | +11,5 % | -2,5 % |
| Actions États-Unis | 0 | 12,5 | 45 | 12,5 % | 0,0 % | -0,5 % |
| Actions internationales | 0 | 12,5 | 45 | 14,5 % | +2,0 % | +4,5 % |
| Marchés émergents | 0 | 0 | 45 | 2,0 % | +2,0 % | 0,0 % |
| Total – Actions étrangères | 5 | 25 | 45 | 29,0 % | +4,0 % | +4,0 % |
| Total – Portefeuille | | 100 | | 100,0 % | | |

Ce qui a toutefois marqué le trimestre est sans contredit la création d'emplois en mai, qui a chuté drastiquement à 38 000 nouveaux postes, bien en deçà de la moyenne mobile des six derniers mois, qui se chiffre à 170 000 postes (graphique 6). L'impact sur les marchés a été marqué, réduisant du coup les probabilités escomptées d'une hausse du taux directeur par la Fed cet été, et même d'ici la fin de l'année 2016.

Il s'impose de prendre en compte que l'enquête du mois de mai a eu lieu pendant une importante grève, mais qui est déjà terminée, chez Verizon, entreprise américaine de télécommunications et employeur massif chez nos voisins du sud, retranchant environ 35 000 à 40 000 emplois à l'enquête.

Il faudra quelques autres mois de données avant de pouvoir tirer une conclusion sur l'état actuel du marché du travail. Assiste-t-on à un ralentissement marqué et abrupt de la création d'emplois, ou n'est-ce qu'une anomalie statistique? Plusieurs sont d'avis que le marché du travail se resserrera de plus en plus, avec un taux de chômage qui est passé sous les 5 %, mais nous sommes d'avis que ce ralentissement s'est produit de façon trop rapide pour sauter à des conclusions alarmistes.

Là où nous portons un regard inquiet est plutôt la faiblesse de l'investissement des entreprises, qui semble refléter le manque de confiance généralisé envers les perspectives économiques. Les marges de profit des entreprises ont touché un sommet de plus de 60 ans au cours des dernières années (graphique 7), mais on a préféré retourner les bénéfices aux investisseurs, par l'entremise de dividendes et de rachats d'actions, plutôt que d'investir dans la productivité de la main-d'œuvre. Nous nous retrouvons donc dans une situation où les marges bénéficiaires se compressent en raison des embauches massives des dernières années et des hausses (timides mais constantes) des salaires horaires, pendant que la productivité du travail ralentit au rythme le plus lent en 65 ans (graphique 8).

Il faudra donc s'attendre à un rythme de croissance économique américaine plus faible au cours des années à venir que celui observé lors de la décennie précédente si la consommation des ménages n'est que l'unique moteur qui fonctionne à plein dans cet énorme paquebot.

Canada : Feux de forêt et perte d'impulsion

Le deuxième trimestre de l'année a été difficile pour l'économie canadienne, avec d'importants feux de forêt à Fort McMurray, le cœur de l'industrie canadienne du pétrole. À un certain moment, c'était 1,2 million de barils de production quotidienne qui était mise hors ligne, sur une capacité totale de près de 4 millions de barils par jour. La croissance du PIB sera nécessairement touchée à la baisse (la Banque du Canada estime un impact négatif d'environ 1,25 % pour le deuxième trimestre, faisant passer ses attentes pour le trimestre de 1 % de croissance annualisée à une contraction de 0,25 %, voir graphique 9). Les effets devraient par contre se renverser en deuxième moitié d'année, alors que les producteurs de pétrole devraient rattraper le temps perdu, le tout résultant en un impact à peu près nul pour l'année 2016 dans son ensemble.

Le principal point à surveiller pour l'économie canadienne est, comme on l'exprimait au trimestre dernier, la transition économique du secteur énergétique vers le secteur manufacturier. À ce chapitre, nous demeurons prudents envers le succès de cette transition, quoiqu'optimistes, en raison de la perte d'impulsion dans la création d'emplois dans le secteur manufacturier en début d'année (graphique 10). En fait, un simple regard sur les données de Statistique Canada montre que tous les gains effectués en 2015 ont été effacés rapidement en début d'année 2016 (les optimistes verront également un regain en mai, mais il est trop tôt pour établir une nouvelle tendance haussière).

Les perspectives de l'économie canadienne demeurent donc positives, soutenues par une devise qui est maintenant 30 % plus abordable qu'elle ne l'était en 2013, alors qu'elle s'échangeait à parité contre le dollar américain. Nous conservons notre attitude prudente tant et aussi longtemps qu'une impulsion réelle, y compris des investissements significatifs dans la capacité de production du secteur manufacturier et une accélération soutenue des embauches dans la production de biens, ne se fera pas clairement sentir.

Marchés financiers : Des rendements positifs saupoudrés de volatilité

Le vote anglais du 23 juin a bien évidemment volé la vedette sur les marchés financiers au deuxième trimestre, surtout en raison de la réaction violente des marchés boursiers mondiaux le lendemain du résultat, qui ont effacé 2 billions

Au 30 juin 2016

Tableau 5
Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 30 juin 2016

| 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 | 3,04 % | + | (4,55 %) | = | (1,51) % |
| Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes |> | | | | 8 % à 11 % |

(2 000 milliards!) de dollars de capitalisation boursière en une seule journée, un record historique. Bien que ce montant frappe l'imaginaire (surtout que la réaction à la suite de la faillite de Lehman Brothers en 2008 avait été moins importante en dollars, les cours mondiaux étant moins élevés à l'époque), il faut être prudent avant de faire des parallèles entre le résultat du vote anglais et la faillite de Lehman Brothers.

Premièrement, les banques américaines, canadiennes et européennes sont bien mieux capitalisées maintenant qu'à l'époque et le marché du crédit continue de bien fonctionner. N'importe qui désirant obtenir un prêt hypothécaire à la fin juin pouvait en faire la demande à sa banque, où qu'il se trouvait, et toute entreprise cherchant un accès au marché du crédit corporatif pouvait y accéder selon des modalités qui demeuraient très favorables sur une base historique.

Deuxièmement, on répète souvent qu'on n'a à peu près jamais vu de marché baissier (recul de plus de 20 %) aux États-Unis qui ne soit jumelé à une récession (l'exception est le « lundi noir » de 1987, alors que le recul de plus de 20 % s'était opéré au cours d'une seule journée!). Le résultat du vote pourrait bien causer une récession en Angleterre, mais gardons en tête que ce pays ne compte que pour 2 % du PIB mondial (graphique 11) et ne s'approprie que 4 % des exportations nord-américaines (graphique 12). Les effets de contagion économique, advenant un scénario catastrophe, demeurent donc limités.

La réaction forte des marchés dans les jours qui ont suivi le résultat du vote s'explique principalement par la complaisance observée dans les jours qui avaient précédé le scrutin, et surtout en Europe. En première moitié de juin, le camp du *leave* prenait de l'avance dans les sondages, ce qui avait mené à un recul des marchés, puis le « léger » regain du camp du *stay* dans la dernière semaine poussait les marchés vers de nouveaux hauts, tout ça malgré des sondages qui mettaient encore les deux camps presque nez à nez! Comme quoi les marchés détestent les surprises négatives, tous les gains encaissés se sont évaporés en une seule séance. Sans compter la livre sterling, qui a reculé de plus de 10 % à la suite de la nouvelle et affiché le pire recul quotidien de sa longue histoire (la Banque d'Angleterre imprime de l'argent papier depuis sa fondation en 1694).

L'impact ne s'est bien sûr pas limité aux actions européennes. La réaction des marchés boursiers a été négative (dans une plus faible mesure) en Amérique du Nord, en Asie et dans les pays émergents, et les actifs refuges tels que les obligations, l'or et les devises américaine et japonaise ont connu des rendements forts positifs. Le calme est finalement revenu rapidement sur tous les marchés dans les derniers jours du trimestre, mais il demeure trop tôt pour dire si l'effet Brexit est déjà derrière nous.

Le Brexit a pris tellement de place que la Fed, qui captait pourtant la majeure partie de l'attention des marchés en avril et en mai, se retrouve ici en fin de texte. Le moment propice pour la Fed de procéder à une prochaine hausse de son taux directeur est toujours une variable importante pour les gestionnaires

de portefeuilles, et la Fed a tenté tant bien que mal d'offrir un peu de clarté aux marchés en répétant, dans une série de discours prononcés par les membres du Federal Open Market Committee – comité décideur –, qu'elle anticipait procéder à deux ou trois hausses de taux en 2016 puis à trois à quatre hausses en 2017. Le rapport sur l'emploi de mai, fort de ses 38 000 postes créés (la plus faible hausse en 6 ans) par rapport à des attentes de 160 000, est venu changer la donne et a plus ou moins forcé la Fed à attendre encore quelques mois, question de s'assurer que le ralentissement du marché du travail est conjoncturel, et non structurel.

Maintenant que nous connaissons la décision du peuple anglais, et étant donné l'incertitude politique qui en résultera en Europe (en plus du lancement officiel de la campagne électorale américaine qui est à nos portes), nous anticipons que la Fed restera sur les lignes de côté jusqu'en décembre, au plus tôt.

Le marché obligataire canadien, mesuré par l'indice obligataire universel FTSE TMX, continue sur sa lancée avec un gain de 2,6 % pour le deuxième trimestre, et de 4,1 % à ce jour en 2016. Les obligations de court terme ont, quant à elles, avancé de 0,7 % et les titres de long terme de 5,5 % en cours de trimestre.

Le marché boursier américain affiche un autre rendement positif, avec un faible gain de 2,5 % (+2,8 % en dollars canadiens) pour le trimestre. La Bourse canadienne a encore une fois affiché l'une des meilleures performances à l'échelle mondiale, avec une avancée de l'indice composé S&P/TSX de 5,1 % (9,8 % depuis le début de l'année) et un gain de 17,9 % de l'indice des titres à petite capitalisation (28,0 % à ce jour en 2016).

Les marchés boursiers de l'Europe et de l'Asie affichent un autre recul pour le deuxième trimestre, tout comme les marchés émergents. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a gagné 1,2 % (-2,0 % en dollars canadiens), l'indice MSCI - EAEO a perdu 0,7 % (-1,2 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Monde a gagné 1,3 % (1,3 % en dollars canadiens). Finalement, l'indice MSCI - Marchés émergents affiche un gain de 0,8 % (1,1 % en dollars canadiens) pour la période.

Stratégie : Encore de la place pour l'or dans notre stratégie?

Les marchés boursiers continuent d'offrir des perspectives intéressantes, surtout après le recul observé en fin de trimestre. Les titres du marché européen se négocient à des multiples forts attractifs (graphique 13), mais l'incertitude à laquelle nous ferons vraisemblablement face sur l'échiquier politique cet été et en automne nous poussent à faire preuve de prudence avant de plonger pour le long terme, quoique les opportunités tactiques offertes peuvent être intéressantes.

C'est d'ailleurs la stratégie que nous avons adoptée en juin, alors que le cours du marché boursier européen pointait vers une victoire du *leave* malgré des sondages serrés. Nous avons alors augmenté temporairement, au sein des fonds

Au 30 juin 2016

Tableau 6
Scénarios économique et financier

| | | Scénario économique | | | | | Variation depuis le 31 mars 2016 | |
|------------|------------------|---------------------|-------|-------|-------|-------|----------------------------------|--------|
| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 |
| États-Unis | PIB réel | 2,4 % | 2,4 % | 2,2 % | 2,3 % | 2,1 % | -0,3 % | -0,3 % |
| | Taux d'inflation | 1,6 % | 0,1 % | 1,3 % | 2,3 % | 2,3 % | --- | +0,1 % |
| | Taux de chômage | 6,2 % | 5,3 % | 4,8 % | 4,6 % | 4,6 % | --- | --- |
| Canada | PIB réel | 2,5 % | 1,1 % | 1,7 % | 2,0 % | 2,2 % | -0,3 % | -0,4 % |
| | Taux d'inflation | 1,8 % | 1,1 % | 1,6 % | 2,0 % | 2,0 % | -0,4 % | --- |
| | Taux de chômage | 6,9 % | 6,9 % | 7,2 % | 7,0 % | 6,7 % | --- | --- |

| | | Scénario financier* | | | | Variation depuis le 31 mars 2016 | |
|-----------------------|---------------------|---------------------|-----------|-----------|-----------|----------------------------------|-----------|
| | | Cibles | | | | | |
| | | Actuel | déc. 2016 | juin 2017 | déc. 2017 | déc. 2016 | juin 2017 |
| Taux d'intérêt | | | | | | | |
| | U.S. taux 10 ans | 1,47 % | 1,90 % | 2,20 % | 2,50 % | -0,35 % | -0,40 % |
| | Canada taux 10 ans | 1,06 % | 1,45 % | 1,70 % | 1,90 % | -0,20 % | -0,20 % |
| Taux de change | | | | | | | |
| | \$US/\$CAD | 0,77 | 0,80 | 0,81 | 0,81 | --- | --- |
| | \$US/Euro | 1,11 | 1,08 | 1,05 | 1,05 | --- | --- |
| | Pétrole (WTI), \$US | 49,21 | 52 | 55 | 55 | +7 | +5 |
| | S&P 500 | 2 099 | 2 200 | 2 250 | 2 300 | --- | --- |
| | S&P/TSX | 14 065 | 14 500 | 15 200 | 15 500 | --- | --- |

* fin de période

diversifiés, le poids des actions européennes, puis avons vendu la majorité à profit, avant l'issue du vote et après un gain rapide de près de 10 %.

À la veille du vote, malgré notre conviction envers une victoire du *stay*, nous avons opté pour protéger le capital de nos fonds en ajoutant une exposition substantielle au lingot d'or, classe d'actif qui, selon nos attentes, profiterait fortement d'une éventuelle surprise négative advenant une victoire du *leave*. La réaction du prix de l'or a été conforme à nos attentes, mais est-il toujours approprié d'avoir de l'or au sein d'un portefeuille diversifié?

Nous sommes d'avis que oui, les conditions demeurent en place pour soutenir le prix de l'or au cours des prochains mois, et ce, principalement pour deux raisons. Premièrement, le prix de l'or bénéficie habituellement des climats d'incertitude. Deuxièmement, la réaction des autorités monétaires et fiscales, qui pourraient ajouter encore plus de stimuli à l'économie mondiale, pourrait faire en sorte de maintenir les taux d'intérêt mondiaux à des niveaux encore plus faibles, réduisant davantage le coût d'opportunité de détention de l'or. Bref, il faut toujours demeurer flexible et éviter de tomber en amour avec une classe d'actif en particulier, mais nous continuons de voir de bonnes raisons de maintenir de l'or au sein de nos fonds diversifiés.

Nous maintenons de plus une stratégie active de couverture des devises, en tenant compte de la relation étroite qui existe entre le dollar canadien et le prix du pétrole.

Nous avons encore une fois conservé une stratégie de surpondération des actions au deuxième trimestre, et saisi quelques opportunités offertes par la volatilité des marchés. Les actions canadiennes représentent maintenant 36,8 % du Fonds Diversifié, dont 7,5 % en petites capitalisations. Les actions internationales représentent 24,1 % de l'actif.

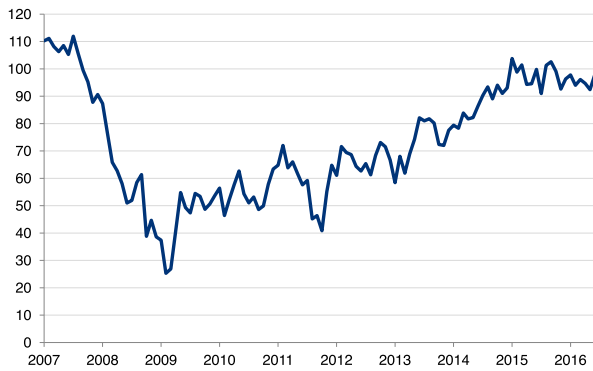
Le poids des obligations demeure inférieur à la cible, à 23 % par rapport à une cible de 45 %, un niveau légèrement inférieur au trimestre précédent.

L'encaisse représente quant à elle maintenant près de 8,0 % de l'actif du Fonds, et nous n'avons plus d'exposition directe à la devise américaine.

Nous avons maintenu, en cours de trimestre, une exposition quasi constante au prix de l'or, par l'entremise de contrats à terme sur le prix du lingot d'or et des fonds négociés en bourse (FNB) contenant des titres aurifères. Nous avons également ajouté une exposition plus élargie aux ressources naturelles, au moyen de FNB possédant directement des contrats sur ressources ou des titres d'entreprises œuvrant dans divers secteurs des ressources.

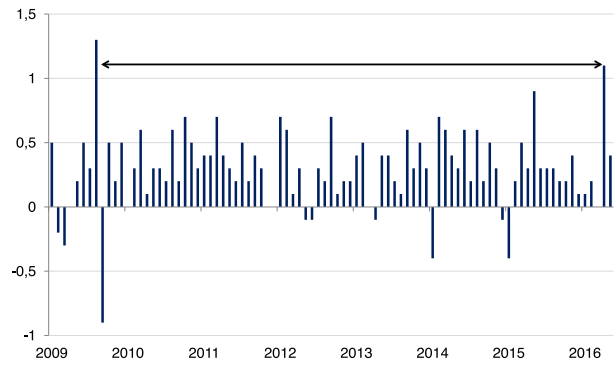
Graphique 4

É.-U. : En juin, la confiance des consommateurs se situe à un sommet jamais atteint en 8 mois
Conference Board survey



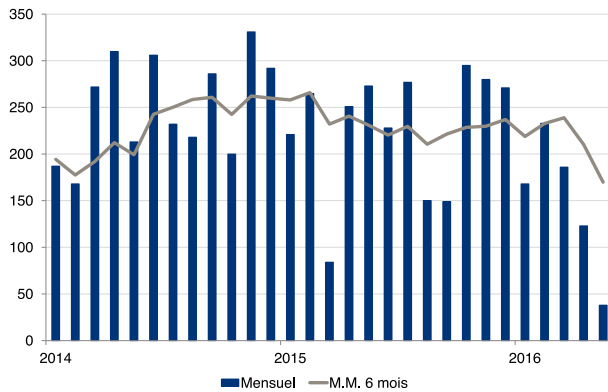
Graphique 5

É.-U. : En avril, la croissance mensuelle des dépenses des ménages a atteint un point culminant jamais vu en 7 ans



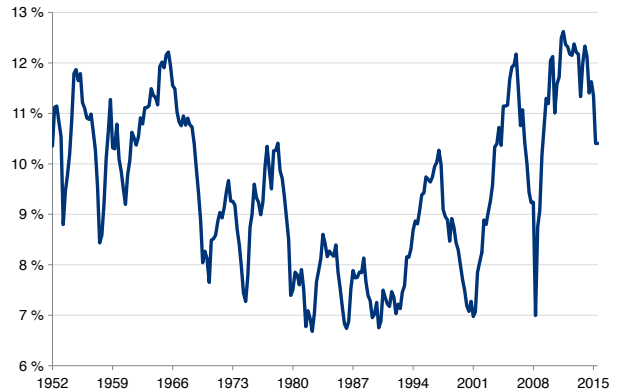
Graphique 6

É.-U. : Création mensuelle d'emplois
En milliers



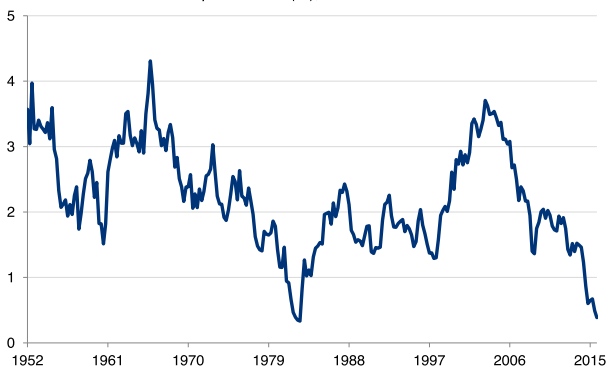
Graphique 7

É.-U. : Les marges de profit sous pression
Profits des entreprises en % du PIB



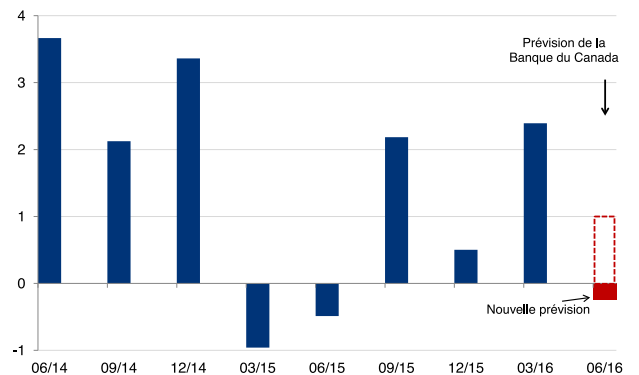
Graphique 8

É.-U. : La plus faible croissance de la productivité depuis des décennies
Croissance annuelle de la productivité (%), M.M. 5 ans



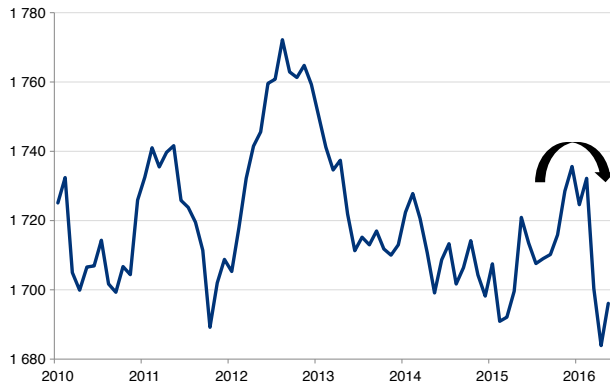
Graphique 9

Canada : Impact des feux de Fort McMurray sur la croissance économique au T2
Croissance trimestrielle à rythme annualisé, en %



Graphique 10

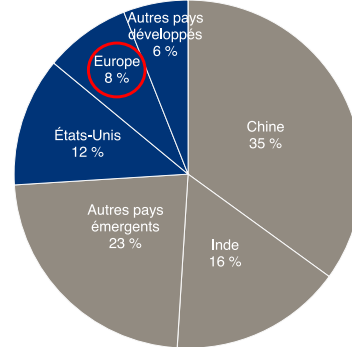
Canada : L'emploi manufacturier a récemment effacé tous les gains accumulés en 2015



Graphique 11

La contribution de l'Europe à la croissance économique mondiale est de moins de 10 %

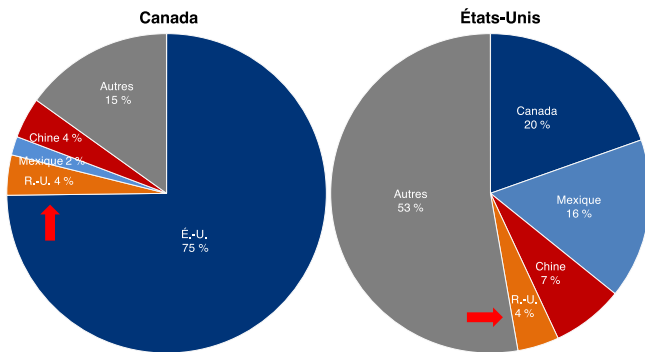
Estimation de la contribution relative des pays à la croissance du PIB mondial en 2016



Graphique 12

Brexit : L'impact sur les exportations nord-américaines devrait être faible

Exportations par pays, en % des exportations totales



Graphique 13

Bourses : Les titres du marché européen se négocient à un niveau relativement peu dispendieux

Ratios Cours/Bénéfices avancés

