

Survol de l'économie mondiale : Premier trimestre 2015



**Drummond Brodeur, Gestionnaire de portefeuille et stratège des placements
mondiaux**

Signature Gestion mondiale d'actifs

9 janvier 2015

Perspectives mondiales de Signature pour 2015 : Tempête de boulettes géantes

Un certain nombre d'influences pertinentes pour les économies et les marchés mondiaux devraient faire de 2015 une année à la fois intéressante et pleine de défis pour les investisseurs. L'économie américaine, qui a enregistré une croissance de 5,0 % au troisième trimestre, bénéficie actuellement d'un fort élan, et cet élan devrait soutenir l'accélération continue de la croissance mondiale en 2015. Les États-Unis, ayant redressé un certain nombre de déséquilibres, ont non seulement survécu à la crise, leur économie est maintenant la plus concurrentielle, dynamique et souple de toutes les principales économies de la planète. Même l'Europe et le Japon, qui ont connu une année 2014 désastreuse, devraient voir leur croissance s'accélérer en dépit d'une longue liste de problèmes structurels non réglés. À l'inverse de l'an dernier, alors que nous affirmions que ces deux régions fourniraient des rendements décevants, nous estimons qu'elles ont atteint le creux d'un cycle économique peu marqué et qu'elles devraient connaître une modeste amélioration. Ni l'une ni l'autre n'est engagée dans la voie d'une croissance durable, et toutes deux pourraient éprouver de graves problèmes économiques et sociaux si leurs dirigeants ne se montrent pas plus disposés à résoudre les défis structurels. Les deux économies seront soutenues, sans plus, par une politique monétaire encourageante, une politique budgétaire souple, de même que l'affaiblissement de la monnaie et des prix du pétrole.

Si je devais choisir un titre de film pour représenter mes attentes pour 2015, ce serait « Tempête de boulettes géantes » (*Sunny with a Chance of Meatballs*). Le contexte économique est constructif, dans l'ensemble, mais un certain nombre de « boulettes » pourraient mettre en péril la réalisation des projections optimistes. D'abord et avant tout, il y a des risques de contagion issus de la récente et très rapide chute des prix du pétrole. Le pétrole meilleur marché est indubitablement une bonne chose pour les consommateurs, mais il est impossible que la contraction de 50 % du prix d'un produit de base aussi essentiel n'ait aucune répercussion négative sur les économies et les marchés mondiaux. Le deuxième défi provient de la zone euro, où les politiques continueront d'entraver toute reprise économique durable. Deux facteurs de risque particuliers : 1) les relations entre la Banque centrale européenne (BCE) et l'Allemagne en ce qui a trait à la mise en œuvre de politiques monétaires et budgétaires de soutien, et 2) la montée de partis politiques opposés à l'Union européenne, notamment en Grèce, en Espagne, au Royaume-Uni, au Portugal et, peut-être, en Italie. Enfin, il y a l'incertitude touchant les hausses de taux attendues de la Réserve fédérale américaine. Autres facteurs de stress potentiels : 1) les perturbations au Moyen-Orient (également en lien avec

Survol de l'économie mondiale :

Premier trimestre 2015



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

le premier défi, ci-dessus); 2) les réformes et le rééquilibrage en Chine, et les répercussions de la réussite ou de l'échec de ces réformes; 3) la perte de confiance possible dans la stabilité budgétaire du Japon; et 4) les effets de domino de la hausse du dollar américain.

L'année devrait toutefois s'avérer bonne pour les investisseurs si l'économie mondiale surmonte ces défis et la volatilité qu'ils susciteront. L'économie et les marchés mondiaux poursuivant leur retour à la normale, les taux d'intérêt, notamment aux États-Unis, devraient amorcer une hausse pour s'approcher du sommet de 3 % atteint l'an dernier par les bons du Trésor américain à dix ans. La vigueur de l'économie américaine justifierait, en principe, une hausse encore plus forte, mais l'impossibilité d'isoler pleinement les taux américains des effets des tendances déflationnistes mondiales et de l'agressivité des politiques monétaires européennes et japonaises ne le permettra pas. (Nous avons abordé la question des taux encore plus bas pendant plus longtemps encore dans nos Survol de l'économie mondiale du troisième et du quatrième trimestre de 2014 que l'on peut consulter sur le site Web de Signature.) Nous prévoyons que la Réserve fédérale haussera ses taux du financement à un jour à deux ou trois reprises en 2015, mais nous croyons aussi que les taux à long terme demeureront stables. Par conséquent, nous nous attendons non aux rendements fortement positifs de 2014, mais plutôt à des rendements nuls ou même légèrement négatifs de la part des obligations d'État. Et compte tenu d'une hausse tout au plus modérée des taux et de la vigueur économique, les obligations de sociétés devraient fournir de modestes rendements de 2 à 5 %, les obligations à rendement élevé se situant à la borne supérieure de cette fourchette. Les écarts dans le secteur à rendement élevé s'étant accentués en décembre, il y aura place à un resserrement des écarts en 2015.

Nous croyons que ce sont les actions qui se démarqueront cette année encore et que nous pouvons nous attendre à un rendement boursier de 8 à 10 %, en supposant une croissance d'environ 8 % des BPA, un rendement en dividendes de 2 % et des valorisations boursières inchangées. L'année s'amorce avec un coefficient c/b mondial prévisionnel de près de 15, les États-Unis étant en tête avec un multiple d'un peu plus de 16. Ces niveaux sont près de la borne supérieure des récentes fourchettes historiques, mais sont relativement bon marché comparativement à la structure de taux d'intérêt actuelle. En d'autres mots, la prime de risque demeure élevée. Nous ne prévoyons pas une expansion des valorisations alors qu'un cycle de resserrement des taux est sur le point de s'amorcer, mais il est possible que les investisseurs à la recherche de rendements provoquent une hausse des valorisations en réaction à la faiblesse des taux d'intérêt. Il est toutefois peu probable que les coefficients c/b se contractent fortement tant que la reprise économique mondiale demeurera sur la bonne voie.

Voilà donc notre thèse de base pour 2015, mais nous sommes loin d'être persuadés que ces prévisions optimistes se réaliseront sans heurts. Il est probable, en effet, que la forte volatilité actuelle persistera. Nous avons amorcé l'année en position défensive, ayant augmenté nos espèces et abaissé notre pondération des actions en septembre dernier. De plus, nous sous-pondérons de façon importante les secteurs de l'énergie et des matériaux. Dans l'ensemble, une volatilité plus

Survol de l'économie mondiale :

Premier trimestre 2015



SIGNATURE
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

élevée et une liquidité réduite dans les marchés devraient permettre à nos gestionnaires de portefeuilles de profiter de dégagements périodiques. La conjoncture demeure instable et fragilisée. Voyons donc de plus près certaines des influences qui risquent de perturber la réalisation de nos prévisions de base :

Défi n° 1 : Les effets de la chute des prix du pétrole

Depuis septembre, le prix du brut Brent est passé de plus de 100 dollars américains à moins de 60 dollars. Il existe plusieurs théories pour expliquer cette contraction, mais d'un point de vue purement économique, un déséquilibre offre-demande a été provoqué par la forte hausse de la production de pétrole américain, qui a atteint un sommet de plusieurs décennies, au moment où la demande mondiale, particulièrement en provenance de la Chine, était en baisse. Les prix ont donc commencé à reculer pendant l'été, la contraction s'accroissant en octobre et en novembre. La réaction des pays de l'OPEP, lors de leur réunion du 27 novembre, a fait le reste et le Brent s'est effondré à moins de 60 dollars à la mi-décembre. Continuant d'affirmer qu'elle protégerait sa part de marché de 30 millions de barils par jour, l'OPEP a refusé de réduire sa production pour soutenir les prix. En s'écartant ainsi de sa politique habituelle, l'OPEP semblait reconnaître qu'elle ne pouvait plus, face à la hausse de production de pétrole américain, forcer un maintien des prix à 100 dollars le baril. L'Arabie saoudite a ouvertement déclaré qu'elle ne réduirait pas sa production, puisqu'une telle réduction serait compensée par une hausse de la production d'huile de schiste américaine. Les paramètres économiques du marché pétrolier ont donc changé. Au sommet de la puissance du cartel, le pays producteur à faible coût (l'Arabie saoudite) réduisait sa production pour soutenir les prix. Maintenant, elle veut forcer les producteurs à coût élevé à réduire leur production pour rétablir l'équilibre dans le marché pétrolier. Tant de facteurs entrent en jeu que personne ne sait pendant combien de temps et à quel bas niveau les prix du pétrole vont baisser, mais ce sera plus bas et pendant plus longtemps que la plupart des analystes ne le croient pour que l'offre soit ramenée durablement à un niveau d'équilibre. L'année 2015 sera donc très pénible pour les producteurs de pétrole.

La Russie est particulièrement affectée par la situation. Jumelée aux sanctions liées à l'Ukraine, la chute des prix du pétrole a mené à celle du rouble et la Russie est maintenant aux prises avec une importante récession et un effondrement économique potentiel. Elle est protégée dans une certaine mesure par son faible endettement public et par d'importantes réserves de devises (d'environ 400 milliards de dollars américains), mais les répercussions de tels chocs économiques sont difficiles à prévoir et les risques sont importants. Ces perspectives économiques incertaines, et l'attitude ultranationaliste et la vision du monde tordue de Vladimir Putin, rendent la Russie imprévisible tant sur le plan économique que géopolitique en 2015.

Les autres pays producteurs de pétrole auront aussi d'importants défis à relever. Un simple calcul rapide indique que les pays de l'OPEP pourraient essayer des pertes de revenus de l'ordre de 500 milliards de dollars! C'est beaucoup, particulièrement pour les pays entièrement dépendants

Survol de l'économie mondiale :

Premier trimestre 2015



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

du pétrole pour alimenter leur budget. Le Venezuela semble sur le point de s'effondrer, et la situation au Nigeria est sujette à caution. Le Brésil et le Mexique dépendent fortement des revenus pétroliers eux aussi. Les budgets des sociétés pétrolières seront également touchés. Bien que bon nombre des grandes sociétés mondiales d'exploration et de production soient encore très bien portantes, les sociétés de petite ou moyenne envergure courent des risques beaucoup plus élevés. Le secteur de l'énergie représente maintenant 16 % du marché américain des obligations à rendement élevé. Ces émetteurs sont plus spéculatifs et aux prix actuels du pétrole, ils seront plus nombreux à faire défaut. Ces perspectives se reflètent dans l'accentuation des écarts de rendement qui sont maintenant de 930 points de base dans ce segment, soit près de 300 points de base de plus que dans les autres segments du marché à rendement élevé. Globalement, le potentiel de défaillance des pays dépendants du pétrole et des sociétés pétrolières, et les répercussions de ces défaillances, si elles surviennent, constituent le principal risque en 2015.

La chute du prix du pétrole est toutefois une bonne chose pour les consommateurs et les pays importateurs de pétrole. En quelque sorte, on peut l'envisager comme un transfert de 500 milliards de dollars des pays de l'OPEP aux consommateurs de pétrole partout dans le monde qui recevront ce qui équivaudra à une baisse d'impôts par l'intermédiaire de prix de l'énergie moins élevés. Certes, le secteur de l'énergie sera affecté par une réduction des dépenses en immobilisations et par des pertes d'emploi, mais nous estimons que les avantages pour l'économie en général seront beaucoup plus importants que les répercussions négatives sur le secteur énergétique. En effet, l'on estime que l'effet positif net sur l'économie américaine sera de 0,3 % à 0,5 % du PIB en 2015 et en 2016.

L'incidence sur l'inflation sera plus difficile à établir, puisque le PIB de base exclut généralement l'énergie en raison du caractère volatil et transitoire de cette incidence. Dans les économies importatrices de pétrole, toute déflation découlant du secteur pétrolier est considérée comme une bonne déflation puisqu'elle signale une hausse du revenu réel des consommateurs. Certains pensent que la faiblesse des prix du pétrole mènera à une baisse de l'inflation aux États-Unis et nuira à la capacité de la Réserve fédérale de hausser ses taux, mais cela semble peu probable. Il serait certes inhabituel de voir la Réserve fédérale hausser ses taux alors que le PIB de base est en baisse, mais les dirigeants américains ont clairement indiqué qu'ils considèrent cette déflation comme transitoire et qu'en réalité, l'incidence à moyen terme de la chute du prix du pétrole sera inflationniste! Dans la mesure où la baisse des prix du pétrole favorise la croissance du PIB au moment où l'écart de production disparaît, elle mènera, à moyen terme, à une hausse des pressions inflationnistes. Des prix du pétrole moins élevés et un IPC négatif justifieraient, certes, que la Réserve fédérale reporte à plus tard sa première hausse de taux, mais ils lui donneront l'assurance que la reprise aux États-Unis sera durable. Par conséquent, la probabilité d'une première hausse de taux en 2015 sera plus, et non moins, élevée.

Les points de vue de la Banque du Japon et de la BCE seront quelque peu différents de celui de la Réserve fédérale. La baisse des prix de l'énergie est indubitablement bonne pour leurs économies,

Survol de l'économie mondiale :

Premier trimestre 2015



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

mais la déflation menace ces deux économies et leurs banques centrales sont préoccupées par les effets négatifs à long terme d'une déflation qui persiste. Elles ont donc déployé beaucoup d'efforts pour pousser à la hausse l'inflation et les attentes en matière d'inflation. La perspective que l'énergie agisse en sens contraire sur ces attentes les incitera à adopter des mesures de relance additionnelles. En ce qui concerne la BCE, M. Draghi tentera d'invoquer la menace d'un IPC négatif pour obtenir plus de soutien pour son programme d'assouplissement quantitatif.

Défi n° 2 : Les politiques en Europe

La croissance dans la zone euro devrait reprendre maintenant que le crédit redevient plus accessible qu'en 2014, alors que les banques européennes se désendettaient en prévision des tests de solvabilité imposés par la BCE. Cette contrainte a disparu et bien qu'il soit probable que la demande de crédit en Europe demeurera faible, la plus grande disponibilité des capitaux favorisera la croissance du PIB en 2015. Le retrait des mesures d'austérité budgétaire se poursuit, et ces mesures cesseront de freiner l'économie en 2015. Nous ne prévoyons aucune répercussion du plan Juncker visant la levée de 300 milliards d'euros pour des investissements en infrastructure, mais il est toujours possible qu'un incident mineur se produise d'ici la fin de l'année. Les mesures de stimulation monétaire seront marginalement utiles, mais les taux étant déjà presque nuls, la difficulté réside non pas dans le coût du crédit, mais dans l'absence de demande. L'Europe bénéficiera davantage de la faiblesse marquée de l'euro qui favorisera les exportations et la balance commerciale. Ces facteurs, ainsi que la hausse des revenus réels découlant de la baisse des prix de l'énergie, devraient permettre une croissance de 1 à 1,25 % du PIB, comparativement à environ 0,8 % en 2014. Pas extraordinaire, et trop peu pour redresser des déséquilibres comme un niveau d'endettement insoutenable et un taux de chômage de 10 % et plus, mais tout de même un pas dans la bonne direction.

Deux facteurs de risque menacent toutefois ce scénario. Il y a d'abord les politiques monétaire et budgétaire d'austérité de l'Allemagne, très mal avisées dans une économie où la demande est insuffisante. L'on chercherait à convertir la récession en dépression comme celle des années 1930. La capacité de la BCE d'imposer des mesures de relance monétaire en dépit de l'opposition de la banque centrale allemande et, possiblement, de la chancelière allemande, sera vraisemblablement mise à l'épreuve tôt en 2015. On ignore si M. Draghi sera confronté à des obstacles légaux et politiques pour instituer cette politique, et précisément quelle forme cette politique devra prendre pour les surmonter, le cas échéant. Le président de la BCE pourra certes invoquer la déflation pour imposer une certaine forme de détente monétaire en 2015, mais les marchés pourraient être perturbés par une rupture des relations entre la BCE et l'Allemagne, comme il en avait été question en septembre dernier.

Le deuxième facteur de risque, également de nature politique, a trait à la probabilité accrue qu'un parti opposé à l'Union européenne soit porté au pouvoir. Cela pourrait se produire notamment en Grèce, où se tiendront, le 25 janvier, des élections législatives provoquées par l'incapacité du parti

Survol de l'économie mondiale :

Premier trimestre 2015



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

au pouvoir à faire élire son candidat à la présidence, ainsi qu'en Espagne, où des élections auront lieu à la fin de 2015. Il est également question d'élections surprises en Italie, un pays bien connu pour ses bouleversements politiques.

Le désordre règne dans la zone euro, et les progrès vers le rééquilibrage des forces compétitives, le désendettement et la création d'emploi demeurent très lents. Les dirigeants européens ne prennent tout simplement pas les mesures nécessaires pour assurer la durabilité de l'union monétaire, et les perturbations politiques pourraient bien prendre le pas sur le lent processus de redressement économique en 2015.

Défi n° 3 : Hausse des taux de la Réserve fédérale

Le troisième défi découle du fait que l'économie américaine est réellement vigoureuse et semble engagée dans une voie durable. Les États-Unis ont enregistré, aux deuxième et troisième trimestres de 2014, les taux de croissance trimestriels les plus élevés de la dernière décennie, la création d'emplois non agricoles s'élevait récemment à plus de 300 000, le taux de chômage n'est que de 5,8 % et baisse à un rythme plus rapide que prévu, et il semble que l'inflation des salaires s'amorce enfin. De toute évidence, l'économie américaine se relève. C'est une excellente nouvelle, mais cela signifie également que la Réserve fédérale va vraisemblablement aller de l'avant avec le cycle de resserrement des taux prévu qui devrait commencer à la mi-2015. La décision définitive dépendra, certes, de l'évolution des données et la Réserve fédérale s'y adaptera, mais justement, ces données demeurent très positives jusqu'à maintenant. Les consommateurs américains disposant de revenus disponibles plus élevés grâce à l'effondrement des prix de l'essence, nous prévoyons pour l'économie américaine un taux de croissance continu supérieur à 3 %. Seul un virage négatif très important pourrait maintenant dissuader la Réserve fédérale de poursuivre sa politique annoncée.

En général, les hausses de taux motivées par une économie plus robuste constituent un bon environnement pour les actifs à risque, mais elles sont souvent accompagnées d'une volatilité accrue, et c'est ce que nous prévoyons pour 2015. Mais la politique monétaire américaine influe aussi sur tous les actifs mondiaux. Alors que le resserrement s'amorce aux États-Unis tandis que la BCE et la Banque du Japon font le contraire, il est probable que le dollar américain va poursuivre sa hausse. Toutes autres choses étant par ailleurs égales, un dollar américain vigoureux nuira aux produits de base, aux économies émergentes liées au dollar américain, et aux monnaies dépendantes des produits de base, comme le dollar canadien. À l'inverse de leur période de prospérité connue entre 2001 et 2011, où le dollar était faible, ces catégories d'actifs se retrouveront en difficulté. Comme nous l'affirmons depuis quelques années, la tendance à la hausse du dollar américain est évidente depuis 2011 et, en dépit d'une pause en 2012-2013, se poursuit depuis la mi-2014. Le dollar étant la monnaie de réserve du monde, son comportement a une incidence sur pratiquement toutes les autres catégories d'actifs. Les investisseurs doivent donc y prêter attention.

Survol de l'économie mondiale :

Premier trimestre 2015



 **SIGNATURE**
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

Ce scénario présente un risque de déséquilibre de change au chapitre des activités de financement, puisque les sociétés étrangères qui tirent principalement leurs revenus de leur pays de résidence et qui ont émis des titres de créance en dollars américains doivent maintenant assumer des coûts de financement plus élevés. Les probabilités de stress et de défaillances dans le marché des titres d'emprunt pour les pays exportateurs de pétrole subissant d'importantes pertes de revenus ou dévaluations de leur monnaie continueront d'augmenter en 2015. La crise de la dette mexicaine, la crise financière asiatique et la défaillance russe de 1998 sont toutes des exemples passés de tels déséquilibres de change, et les marchés ne les ont pas oubliés.

Signature fait valoir depuis 15 ans que les investisseurs canadiens doivent diversifier leurs actifs à l'échelle mondiale parce qu'il est pratiquement impossible de diversifier un portefeuille uniquement à l'aide de titres canadiens en raison de l'absence, en bourse, de sociétés de nombreux secteurs clés comme les soins de santé, la technologie et les produits de consommation mondiaux. C'est plus vrai que jamais maintenant, compte tenu de la performance morose du marché canadien. Et pourtant, de nombreux investisseurs canadiens continuent de privilégier les placements canadiens. Bon nombre d'entre eux n'ont pas encore souffert de ce manque de diversification, ses effets ayant été masqués au cours de la dernière décennie par la faiblesse du dollar américain et par le fort marché haussier des produits de base découlant de la croissance en Chine. Les Canadiens ayant fortement investi dans l'énergie et les matériaux viennent toutefois d'enregistrer deux années pénibles causées par l'effondrement des prix de l'or en 2013 et du pétrole en 2014. Les deux secteurs pourraient se relever en 2015, mais les facteurs qui pourraient assurer une telle reprise sont, selon nous, de nature structurelle. Le supercycle des produits de base, alimenté par la croissance explosive de la demande en provenance de la Chine, est terminé et bon nombre des excès qu'il a suscités continueront de se résorber pendant plusieurs années encore. Les années 2010 n'ont pas été favorables au Canada jusqu'à maintenant, et elles ne le seront pas d'ici la fin de la décennie, particulièrement sur le plan boursier (notre économie est plus équilibrée que notre marché boursier). Il est encore temps pour les investisseurs d'augmenter leurs placements étrangers, et nous pouvons les y aider. Forte de plus de 40 spécialistes, l'équipe de Signature, la seule équipe de gestion de placements multi-actifs véritablement intégrée à l'échelle mondiale, est l'un des investisseurs mondiaux les plus importants au Canada. Nous gérons des actifs mondiaux de plus de 25 milliards de dollars et comptons un portefeuille global de plus de 50 milliards de dollars. Notre gamme de produits et de solutions de placement mondiaux, comme le Fonds mondial de croissance et de revenu Signature, le Fonds mondial de dividendes Signature et le Fonds mondial sélect Signature, peut aider les investisseurs à composer un portefeuille adéquatement diversifié et bien géré.

Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leurs valeurs fluctuent fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se répéter. Ce commentaire est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être interprété comme un conseil personnel de placement, une offre, une sollicitation de vente ou d'achat de titres. ® Placements CI et le logo de Placements CI sont des marques de commerce déposées de CI Investments Inc. ^{MC}Signature Gestion mondiale d'actifs est une marque de commerce de CI Investments Inc. Publié en janvier 2015.