

# Feuille de route Signature : Quatrième trimestre 2014



**Drummond Brodeur,**  
**Vice-président, gestion de portefeuilles, et stratège mondial**  
**Signature Gestion mondiale d'actifs**  
**Novembre 2014**

## **Des taux encore plus bas pendant plus longtemps encore : de la surabondance d'épargne à l'échelle mondiale**

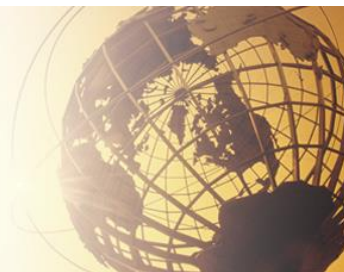
Nous croyons que la volatilité et la correction boursière observées récemment étaient suscitées par des préoccupations relatives à la croissance qui, en provoquant un repositionnement des portefeuilles, ont offert une occasion de placements en actifs à risque. Nous ne croyons pas qu'elles signalaient une détérioration des fondamentaux. L'économie mondiale doit, certes, relever certains défis, mais les investisseurs ont soudainement reporté leur attention sur ce qui ne fonctionne pas plutôt que sur ce qui fonctionne. Dans notre publication du début de l'année intitulée « La marée se retire : de la reprise mondiale synchronisée à la divergence des trajectoires de croissance », nous avons prévu précisément l'économie mondiale à deux vitesses actuelle. J'ai lu récemment un article affirmant que le changement d'humeur des marchés résultait du rapport de forces entre la vigueur américaine et la faiblesse européenne. C'est la simple nature humaine : nous aimons tout réduire à une notion de base, comme une opposition entre le bien et le mal ou entre la force et la faiblesse. Cette simplification fonctionne au cinéma, mais il en est autrement des économies et des marchés, dont la réalité est plus contrastée. Comme investisseurs, nous devons nous efforcer de comprendre les nuances d'un kaléidoscope en constante évolution.

Selon nous, l'économie mondiale actuelle est dominée par les États-Unis et la Chine, les autres pays et régions étant de trop faible envergure pour constituer d'importants moteurs de croissance ou ne présentant pas les perspectives de croissances qui en feraient des intervenants clés. Tout ce qui importe, c'est qu'ils survivent (zone euro!) afin de ne pas menacer notre propre survie. Les marchés et les économies d'aujourd'hui étant fortement interreliés, il demeure essentiel de surveiller toutes les catégories d'actifs et toutes les géographies, puisque nous appartenons tous à un même écosystème complexe. Il faut donc répondre à deux questions importantes : 1) Comment se porte la croissance aux États-Unis et en Chine, et ces pays peuvent-ils continuer d'alimenter l'économie mondiale? 2) Que se passe-t-il en Europe?

### **États-Unis**

La trajectoire de croissance de l'économie américaine demeure solide, s'établissant à environ 3 % alors que l'année s'achève. Alors que les données économiques cet été étaient plus positives que

# Feuille de route Signature : Quatrième trimestre 2014



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

prévu, les récents rapports, plus contrastés, pourraient indiquer un ralentissement dans ce pays également. Nous ne croyons pas que ce soit le cas. Certes, les principales mesures de rendement, comme l'emploi et la fabrication, sont solides alors que l'immobilier demeure peu vigoureux et que les indices de l'humeur des consommateurs et des entreprises sont peu uniformes. Mais ces signaux contradictoires pourraient être imputables à la fiabilité amoindrie des données. Les bouleversements des récentes années ont modifié fondamentalement le fonctionnement de l'économie et maintenant, les modèles économétriques et les modèles de désaisonnalisation sont moins fiables. Autrement dit, on peut attribuer les surprises (tant positives que négatives) des dernières années tant aux lacunes des méthodes de mesure qu'à l'évolution véritable de la conjoncture. Typiquement, on constate une série de mesures plus élevées que prévu suivies de mesures légèrement inférieures aux attentes. Dans certains cas, les surprises disparaissent lorsque les données sont révisées. Comprendre l'économie d'aujourd'hui relève encore plus de l'art que de la science.

Nous croyons que les fondamentaux de l'économie américaine sont essentiellement demeurés les mêmes, et que l'économie devrait poursuivre sa croissance au rythme d'environ 3 % en 2015. Ainsi, la Réserve fédérale américaine ayant mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif en octobre, nous pouvons nous attendre à une première hausse de taux en juin l'an prochain. La date exacte de cette première hausse, comme l'a souligné la présidente de la Réserve fédérale américaine, Janet Yellen, dépend néanmoins de l'état de l'économie en général, et du marché de l'emploi en particulier. La Réserve fédérale américaine est manifestement transparente et il faut la croire sur parole. Il conviendra donc d'accorder plus d'attention à la trajectoire de l'économie qu'aux évolutions des marchés obligataires, qui sont imputables à la baisse des achats d'actifs par la Réserve fédérale américaine et à la liquidité réduite découlant de la réglementation plus rigoureuse des activités de tenue de marché des banques.

Outre les fondamentaux économiques aux États-Unis, la Réserve fédérale américaine surveille étroitement trois grands facteurs : deux qui ralentiront la croissance et un qui la soutiendra. Les deux facteurs nuisibles sont la vigueur des autres économies mondiales et la robustesse du dollar américain. Un ralentissement économique mondial réduirait assurément la demande de produits américains d'exportation et préviendrait une hausse des taux d'intérêt mondiaux. La vigueur du dollar, bien qu'elle témoigne de la santé de l'économie américaine, a l'effet d'un resserrement monétaire aux États-Unis, de sorte que la Réserve fédérale américaine n'aura pas à hausser ses taux. Le troisième facteur, positif celui-là, est la baisse des prix du pétrole. En se répercutant sur les prix de l'essence, elle a le même effet qu'une réduction d'impôts sur les consommateurs américains. La diminution des prix de l'essence est certes excellente pour les consommateurs, mais elle provoquera néanmoins une baisse des investissements dans le secteur américain de l'énergie.

Nos perspectives sur la reprise économique aux États-Unis n'ayant que très peu changé, nous serons à l'affût des annonces de bénéfices du troisième trimestre et des prévisions des entreprises

# Feuille de route Signature : Quatrième trimestre 2014



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

afin de déterminer si la conjoncture demeure favorable aux bénéficiaires et si les valorisations boursières actuelles sont toujours justes.

## Chine

D'après les calculs récemment effectués par le Fonds monétaire international, la Chine vient de ravir aux États-Unis le titre de plus importante économie au monde selon la parité du pouvoir d'achat. Chacun des deux pays génère environ 16,5 % de l'activité économique mondiale et ensemble, ils en représentent le tiers. L'économie américaine « vaut » environ 17 billions de dollars et l'économie chinoise, 10,5 billions de dollars. Aucun autre pays ne peut rivaliser avec elles. Si, comme prévu, la croissance de l'économie américaine s'établit à 3 %, sa contribution à la croissance du PIB mondial sera d'environ 500 milliards de dollars. Celle de l'économie chinoise, même si elle ralentit à 7 % seulement en 2015, sera de 735 milliards de dollars, soit près de 50 % de plus que la contribution américaine. La Chine sera donc, et de loin, le principal moteur d'activité économique à l'échelle mondiale même si son taux de croissance ralentit fortement. Elle compte, pour l'économie mondiale et pour les marchés financiers.

Nous croyons qu'en effet, la croissance en Chine ralentira encore davantage alors que ses dirigeants poursuivent leurs efforts pour rendre l'économie moins dépendante des investissements en infrastructure et en immobilier et plus axée sur la consommation et les services. Il faudra environ dix ans pour mettre en œuvre cette stratégie, mais il est clair que les dirigeants chinois comprennent qu'il faut des réformes continues plutôt que des programmes de relance visant des taux de croissance arbitrairement établis. Il faut mettre sur pied des institutions qui assureront une croissance durable et prévenir d'autres investissements massifs et peu rentables en industries lourdes qui mèneront tôt ou tard à de substantielles pertes. Le gouvernement dispose encore des ressources et des avantages politiques voulus pour gérer ce virage. Pourvu que le marché de l'emploi tienne le coup, la Chine devrait être en mesure de tolérer un ralentissement de la croissance.

Ce rééquilibrage sera très positif à long terme pour la Chine, mais il a néanmoins des répercussions directes et négatives sur les marchés des produits de base, sur les pays producteurs de produits de base et sur les monnaies de ces pays. Et parmi ces pays axés sur les produits de base, on compte le Canada. La demande de la Chine pour les produits de base ne s'effondrera pas, mais la fin de ses programmes de relance provoquera une baisse de cette demande pour bon nombre de marchandises. Pire encore, cette diminution de la demande survient alors que les pays producteurs, en réponse à la demande antérieure, commencent à augmenter leur production. Inévitablement, les prix en subiront le contrecoup et demeureront affaiblis jusqu'à ce que la demande en provenance d'autres parties du monde augmente ou que les producteurs à coûts élevés se retirent du marché.

# Feuille de route Signature : Quatrième trimestre 2014



**SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

## Europe

L'Europe continue de poser les plus grands défis et de susciter les risques les plus importants pour l'économie mondiale. Comme nous l'avions prévu au début de l'année, la croissance et l'inflation dans la zone euro ont poursuivi leur détérioration. La Banque centrale européenne a donc ajouté à sa panoplie de politiques monétaires non conventionnelles les taux d'intérêt négatifs, les injections de liquidités par l'opération de refinancement à long terme, et une forme d'assouplissement quantitatif axé sur l'achat, dans le secteur privé, de titres adossés à des créances et d'obligations sécurisées. Elle n'a toutefois pas encore acheté d'obligations d'État et bien que nous croyons qu'elle mettra en œuvre un programme de détente monétaire en bonne et due forme l'an prochain, elle devra surmonter d'importants obstacles juridiques et politiques pour arriver à ses fins.

Le véritable défi que devront relever les dirigeants européens a été très bien expliqué par le président de la BCE, Mario Draghi, lors de sa visite à Jackson Hole à la fin d'août : la BCE poursuivra ses vigoureuses mesures de relance monétaires, mais la politique monétaire ne peut pas, à elle seule, tout régler. Il faut y ajouter une politique budgétaire apte à soutenir une demande interne plus forte. Et ces deux politiques ne seront pas fructueuses sans réformes structurelles rigoureuses visant à améliorer la compétitivité et le potentiel de croissance des pays individuels. Si ces trois conditions ne sont pas réunies, l'Union européenne ne survivra pas.

Comme on pourrait le prévoir, la stratégie qui permettrait le rétablissement durable de l'économie européenne est la même que la stratégie à trois piliers qui a été indiquée pour le Japon en 2013. Dans les deux cas, on sait ce qu'il faut faire, mais on ne le fait pas. Le Japon a bien institué de vigoureuses politiques monétaires et budgétaires, mais il ne s'est pas attaqué aux réformes structurelles requises. Le fait est que les décisions peu populaires sont quasi impossibles à mettre en œuvre au Japon en raison des intérêts particuliers opposés à la réforme et à la faiblesse de longue date des politiciens et des institutions. La situation est à la fois semblable et beaucoup plus complexe au sein de l'Union européenne, qui est composée de 17 pays membres. L'opposition de l'Allemagne aux mesures de relance économique n'a pas permis d'instituer la politique budgétaire qui aurait soutenu la politique monétaire de la BCE. L'Allemagne bloque toute stratégie de relance économique alors que la France et l'Italie se sont révélées, du moins jusqu'à présent, incapables de mettre en œuvre des réformes efficaces.

Compte tenu de ces contraintes, nous croyons que la BCE cherchera de nouvelles mesures de relance monétaire. Elle a récemment, par exemple, indiqué qu'elle aimerait acheter pour un billion d'euros d'actifs. Malheureusement, elle devrait, pour atteindre cet objectif, acheter des créances souveraines, bien que certains croient qu'elle pourrait faire l'acquisition d'obligations de sociétés. Surtout, M. Draghi tente d'obtenir de l'Allemagne qu'elle cesse son opposition à la relance budgétaire en échange d'engagements de la part de la France et de l'Italie d'instituer des réformes

# Feuille de route Signature :

## Quatrième trimestre 2014



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

structurelles importantes. Ce compromis ne sera pas facile à réaliser, mais nous prévoyons quelques progrès.

Compte tenu des tests de solvabilité des banques européennes imposés par la BCE et de la conviction que la croissance mondiale s'accélère, nous ne prévoyons pas une perte de confiance des marchés pour le moment. Bien que la situation continue d'évoluer, nous croyons que le processus de raffermissement de la zone euro se poursuivra et que la seule menace serait la portée au pouvoir de partis politiques opposés à l'Union européenne. La possibilité de prise de pouvoir par Marine Le Pen motivera l'atteinte du compromis susmentionné.

### **Des taux encore plus bas pendant plus longtemps encore : les guerres de devises ruineuses vont se poursuivre**

J'aimerais soulever quelques-unes des grandes questions économiques actuelles, notamment l'inflation/déflation, les guerres de devises, la surabondance d'épargne, la stagnation économique à long terme et même le paradoxe de l'épargne de Keynes. Particulièrement inquiétants sont les signes croissants d'une surabondance d'épargne à l'échelle mondiale suscitée par une baisse de la demande globale. Cet argent ni dépensé et ni requis pour les investissements se manifeste sous la forme d'un surplus de la balance commerciale, soit l'exportation de l'épargne excédentaire d'un pays vers un autre pays ayant une demande d'épargne à satisfaire (dont la balance commerciale est déficitaire).

Dans un système fermé, les surplus commerciaux globaux doivent être égaux aux déficits commerciaux globaux. Pour qu'un pays puisse augmenter son surplus commercial, un autre pays doit être voir son déficit commercial s'accroître. Or, presque tous les pays de la zone euro tentent d'augmenter leur surplus commercial ou de réduire leur déficit. Ils veulent tous épargner plus, mais personne ne veut emprunter davantage. C'est impossible. L'épargne doit être égale à l'investissement. Tous s'efforçant d'épargner plus, la demande globale baisse. Cette baisse a pour résultat une faible croissance et un faible taux d'inflation ou même une déflation, et la surabondance d'épargne exerce des pressions à la baisse sur le rendement de l'épargne, c'est-à-dire les taux d'intérêt.

C'est l'état actuel du monde : le paradoxe de l'épargne de Keynes. Les pays ayant une surabondance d'épargne exportent, en réalité, la déflation (leur demande insuffisante) aux autres parties du monde, et c'est dans le marché des devises que ce phénomène se manifeste. C'est la version moderne des guerres de devises ruineuses de l'époque de la Grande dépression : chaque pays veut abaisser le cours de sa monnaie pour importer l'inflation et exporter la déflation.

Quand cela prendra-t-il fin? Lorsque se manifestera une importante source de demande accrue. Qui sera disposé à emprunter l'épargne excédentaire et à faire monter la demande globale? Lors du



# Feuille de route Signature :

## Quatrième trimestre 2014



**SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

cycle précédent, les ménages américains ont emprunté l'épargne excédentaire de la Chine. En Europe, les pays en périphérie de la zone euro, notamment l'Espagne, ont emprunté l'épargne excédentaire de l'Allemagne, de sorte que la balance commerciale globale de l'Union européenne a peu changé. L'endettement excessif des deux régions emprunteuses a contribué à la formation de la bulle immobilière qui a débouché sur la crise du crédit. Inutile de préciser que ni l'une, ni l'autre n'a l'intention de jouer le même rôle cette fois encore!

Il faut préciser que les emprunts compulsifs étaient favorisés par des taux d'intérêt qui n'augmentaient pas dans la mesure où ils auraient dû le faire, compte tenu des conjonctures locales, en raison des flux d'épargne excédentaire en provenance des autres régions du monde. C'est l'importance de cette interrelation des marchés d'actifs qui est passée totalement inaperçue au cours de la décennie précédente et qui constituait la solution, du moins partielle, à l'énigme qui s'était posée au président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, à savoir, pourquoi les taux d'intérêt n'augmentaient pas au même rythme que l'expansion économique de 2003-07. Aujourd'hui, le surplus commercial de l'Allemagne est plus important que celui de la Chine et le reste de l'Europe est également en état de surplus. Celui de la Chine, dont le taux d'épargne est de 50 %, demeure significatif et le déficit américain en 2015 devrait n'être que la moitié de ce qu'il était en 2007. Les ménages américains se désendettent et l'abondance d'huile de schiste et de gaz a fortement réduit les importations d'énergie des États-Unis. La situation est très favorable à la déflation, et le demeurera jusqu'à ce que :

1) la consommation dans les pays ayant une balance commerciale excédentaire augmente, réduisant l'épargne. On peut s'y attendre de la part de la Chine, mais le processus prendra une dizaine d'années;

2) les consommateurs des pays n'ayant pas une balance excédentaire augmentent leur consommation et empruntent l'épargne des pays en situation de surplus. Il est peu probable que ce soit les Américains et les Espagnols qui le fassent, mais il se pourrait que le Japon évolue vers un déficit commercial en raison du vieillissement de sa population et des hausses de ses importations d'énergie provoquées par la fermeture de ses centrales nucléaires. Là aussi, toutefois, l'effet sera lent à se manifester et relativement peu important.

3) l'investissement augmente, puisque l'épargne doit être égale à l'investissement dans un système fermé (et c'est le cas de la planète). Par exemple, les pays développés d'Amérique du Nord et d'Europe pourraient entreprendre des projets d'infrastructure massifs. Malheureusement, les gouvernements ne sont pas enclins à augmenter leurs emprunts alors que les budgets publics demeurent en difficulté par suite de la crise financière. On pourrait aussi penser que les principaux pays émergents, par exemple l'Inde, pourraient, à l'instar de la Chine au cours des deux dernières décennies, déclencher une forte expansion de l'investissement et de la productivité grâce à des réformes structurelles visant à libéraliser les marchés et à attirer d'importants flux de capitaux.

# Feuille de route Signature : Quatrième trimestre 2014



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

C'est possible, dans une certaine mesure, mais pas à une échelle suffisante pour réduire de façon significative la surabondance d'épargne actuelle.

Pour conclure, il se peut que l'excédent d'épargne soit absorbé grâce à une combinaison de facteurs, mais il est irréaliste de s'attendre à ce que ces facteurs exercent un effet significatif au cours des quelques prochaines années. Les tendances déflationnistes persisteront et les banques centrales s'efforceront de les maîtriser. Dans un monde d'épargne excédentaire, les taux d'intérêt auront du mal à augmenter aux niveaux connus au cours des cycles précédents et les investisseurs à la recherche de rendements demeureront insatisfaits. Nous, à Signature, estimons que la fructification des placements dépend d'une bonne compréhension de la dynamique actuelle. Les marchés se résignant, tôt ou tard, à la réalité de rendements plus faibles imputables à la conjoncture, la recherche effrénée de rendements exercera des pressions à la hausse constantes sur les valorisations de tous les actifs, y compris les actifs à risque, et provoquera une volatilité accrue.

*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. <sup>MC</sup>Signature Gestion mondiale d'actifs est une marque de commerce de CI Investments Inc. Publié en octobre 2014.*