

# Feuille de route mondiale : Quatrième trimestre 2015



**Drummond Brodeur, gestionnaire de portefeuille et stratège mondial**  
**Signature Gestion mondiale d'actifs**  
**19 octobre 2015**

## **Dissonance cognitive**

Le dernier trimestre de 2015 s'est amorcé au beau milieu d'une vague de volatilité déferlant sur presque toutes les catégories d'actif dans toutes les régions du monde. Alors que les experts et les médias offrent des thèses contradictoires, les investisseurs se demandent ce que leur réserve l'avenir, et leur confusion relative aux opinions divergentes quant à la santé des économies et des marchés est compréhensible. Ma propre conviction est que nous vivons une période de transition suscitée par le renversement de nombreuses tendances et de nombreux cycles économiques et financiers importants, par exemple en ce qui a trait aux marchandises, aux politiques monétaires et aux monnaies. Or, de telles périodes de transition s'avèrent souvent plus périlleuses et difficiles à interpréter que les périodes de stabilité économique. Notre époque en est également une de disponibilité instantanée d'information comme nous n'en avons jamais connu, et cette surabondance d'information plus ou moins pertinente obscurcit plus qu'elle n'éclaire la situation.

En d'autres mots, le rapport signal/bruit dans le secteur financier d'aujourd'hui est extrêmement faible. Par conséquent, j'aimerais vous parler des signaux que nous, à Signature, estimons pertinents pour établir notre stratégie de placement en période de transition. Lorsque montent les inquiétudes ou que baisse la confiance, nous protégeons en premier lieu nos capitaux, et c'est pourquoi nos portefeuilles sont tous positionnés défensivement.

Le malaise qui règne dans les marchés d'actifs est issu de deux importants facteurs perturbateurs affectant l'économie mondiale :

1) Il y a d'abord l'effet des politiques monétaires à l'échelle mondiale. Après sept années d'assouplissement progressif, on doit maintenant s'attendre à une vague de mesures de resserrement qui sera vraisemblablement amorcée par la Réserve fédérale américaine. Ce genre de transition provoque généralement des accès de volatilité puisqu'elle motive des stratégies de désendettement, de même que la liquidation d'opérations spéculatives sur écart de rendement qui dépendaient d'une conjoncture de faibles taux et de faible volatilité.

2) Les marchés sont conscients que le supercycle des marchandises, qui durait depuis 15 ans, est terminé et ne se reproduira pas. Les secteurs de l'énergie et des métaux se sont effondrés pour des raisons différentes, mais le résultat est le même. Les deux secteurs devront maintenant composer pendant longtemps avec une offre excédentaire de nature structurelle, alors qu'au

# Feuille de route mondiale :

## Quatrième trimestre 2015



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

cours des 15 dernières années, c'était la demande excédentaire qui alimentait une hausse constante des prix.

Chacun de ces facteurs aurait pu, à lui seul, avoir une importante incidence. Ensemble, ils ont suscité de fortes perturbations, beaucoup de confusion et des courants contraires au sein de l'économie mondiale et des marchés d'actifs, à tel point qu'il est difficile de prévoir l'issue des différentes tendances. À tout le moins, la confluence de ces deux importants facteurs d'influence a aggravé l'incertitude relative aux marchés et aux économies. Les entreprises, les secteurs et les pays qui comptaient sur une abondance de capitaux bon marché et sur des prix élevés pour les marchandises font maintenant face à un avenir incertain. Les producteurs de marchandises des marchés émergents, en particulier, sont visés non par un seul de ces facteurs perturbateurs, mais bien par les deux.

Il faut toutefois admettre que certaines parties prenantes vont bénéficier de l'évolution actuelle de la conjoncture. La Réserve fédérale n'envisage de hausser ses taux que parce que l'économie américaine, en fait, se porte bien. Oui, les producteurs de marchandises seront négativement affectés par la chute des prix dans leur secteur, mais les consommateurs en tireront avantage. Une chute de 50 \$ du prix du baril de pétrole, par exemple, pourrait mener à une chute proportionnelle des prix à la pompe et à une baisse de 50 \$ le baril des revenus des états membres de l'OPEP. Donc, la baisse des prix du pétrole est bonne pour les consommateurs, mais mauvaise pour les pays de l'OPEP.

Examinons de plus près chacune de ces tendances, de même que leurs répercussions.

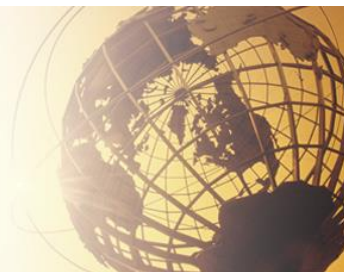
### **Politique monétaire**

Bien qu'elle n'ait pas haussé ses taux en septembre, la Réserve fédérale a clairement indiqué son intention de le faire de préférence avant la fin de 2015, mais que sa décision définitive dépendrait des données économiques. Qu'elle finisse par le faire ou non, l'important pour l'instant est qu'elle a affirmé *vouloir le faire* parce que l'économie américaine continue de croître au rythme accéléré de 2 à 2,5 %. L'emploi est en hausse, et le modèle de la Réserve fédérale indique que l'éventuelle pénurie de main-d'œuvre commencera à stimuler l'inflation lorsque les employeurs augmenteront les salaires pour attirer les travailleurs. En d'autres mots, les taux devront monter parce que l'économie américaine se porte très bien. Son taux de croissance actuel n'est peut-être pas aussi rapide que certains le souhaiteraient, mais nous croyons qu'il reflète avec justesse le potentiel plus lent, mais continu de l'économie. Envisagez l'économie américaine comme une voiture solidement engagée en deuxième vitesse. Elle n'avale pas les kilomètres en quatrième, mais elle ne tourne certes pas au neutre ni ne recule.

Ce virage suit sept années d'assouplissement continu depuis la crise financière. La Réserve fédérale elle-même a techniquement amorcé le changement de politique en 2013 lorsqu'elle a

# Feuille de route mondiale :

## Quatrième trimestre 2015



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS

réduit progressivement ses achats d'actifs. Pendant ce temps, en 2014 et 2015, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon ont fortement accéléré leurs mesures d'assouplissement, cette dernière en accentuant son programme et la BCE, en amorçant un. Ces mesures ont suffi pour plus que contrebalancer le léger resserrement monétaire de la Réserve fédérale, de sorte que globalement, les conditions monétaires en 2015 ont continué de s'assouplir. Mais la tendance est en train de s'inverser. Lorsque la Réserve fédérale commencera à relever ses taux – même très graduellement – aucune autre banque centrale ne pourra en contrebalancer les effets mondiaux. Ceux qui suivaient le courant le remontent maintenant !

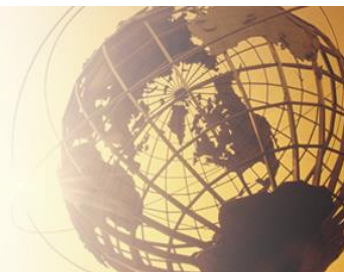
Il ne fait aucun doute que la politique d'assouplissement a surtout profité aux intervenants s'adonnant à des opérations spéculatives sur écart de rendement, qui ont tiré avantage de la faiblesse des taux et, surtout, de la volatilité nulle favorisée par cette politique monétaire. Ils ont ainsi pu emprunter à court terme et à faible coût d'importants capitaux pour investir dans des valeurs mobilières à rendement élevé afin de profiter de l'écart de taux, sûrs que la Réserve fédérale interviendrait si les taux ou la volatilité menaçaient de monter. La Réserve fédérale, pour sa part, estimait que l'économie était trop affaiblie pour supporter des taux d'intérêt ou une volatilité plus élevés, mais elle a, sans le vouloir, créé le parfait environnement pour permettre l'exploitation du système par la spéculation visant les écarts de rendement. (Ces opérations ne sont pas nécessairement néfastes en elles-mêmes, ces intermédiaires servant de courroie de transmission des politiques de la Réserve fédérale afin qu'elles agissent sur l'économie, mais elles peuvent néanmoins devenir problématiques si elles sont accompagnées de l'usage excessif du crédit et d'une insuffisance de la réglementation et des contrôles du risque, comme nous l'avons vu en 2008.)

Ces opérations spéculatives qui s'accumulaient depuis sept ans ont fini par s'étendre aux titres à rendement élevé des marchés émergents, y déversant d'importantes quantités de capitaux. Maintenant, avec la perspective de taux et de volatilité en hausse, de nombreux fonds spéculatifs et spéculateurs liquident leurs positions. Il est très difficile de déterminer l'étendue du problème, et l'ampleur de cet effet de levier inversé, mais nous pensons que le processus est en cours depuis la réduction des mesures de relance en 2013 et que, par conséquent, il n'aura pas nécessairement des conséquences problématiques.

L'importance et l'ampleur de l'usage actuel de l'effet de levier sont loin d'égaliser celles qui ont mené à la crise en 2008, mais les tensions dans les marchés du crédit des régions émergentes et dans les marchés de change par suite de l'exode continu des capitaux sont évidentes. Certaines monnaies émergentes ont maintenant perdu 30 à 40 % de leur valeur par rapport au dollar américain. Les banques centrales ont été contraintes de vendre leurs réserves de devises pour freiner cette dévaluation, et il en est résulté une détérioration marquée des conditions financières dans ces économies. Plusieurs d'entre elles, comme le Brésil, sont déjà en récession, et nous prévoyons plusieurs défaillances de crédit des sociétés et des États l'an prochain. Les

# Feuille de route mondiale :

## Quatrième trimestre 2015



tensions dans les marchés émergents se communiqueront-elles aux économies développées des États-Unis et de l'Europe par l'intermédiaire d'un ralentissement de la croissance? Le resserrement des conditions financières mettra-t-il fin aux reprises, déjà peu vigoureuses, dans ces pays? Nous verrons. Si la Chine parvient à maintenir le taux de croissance actuel de 6 à 7 %, ce que nous estimons probable, alors les difficultés éprouvées par les autres régions émergentes ne suffiront pas à freiner la reprise en cours dans les marchés développés.

### **Fin du supercycle des marchandises**

Le plus important facteur perturbateur est probablement la prise de conscience croissante que le supercycle des marchandises, qui durait depuis 15 ans, a pris fin et qu'il est peu probable qu'il revienne. C'est là le principal point de vulnérabilité des économies et des marchés mondiaux. Les sociétés, les secteurs et les pays qui comptaient sur une hausse continue des prix de leurs marchandises doivent maintenant composer avec une offre excédentaire de nature structurelle et avec la chute des prix. Les producteurs qui ne parviennent pas à réduire leurs coûts de manière à demeurer rentables éprouveront donc d'importantes difficultés. Cette conclusion vaut pour la plupart des marchés de matières industrielles, y compris le minerai de fer, le charbon, l'acier, le pétrole et le gaz naturel.

En ce qui concerne le complexe des matières industrielles, le principal facteur d'influence s'avère la fin de la bulle qui avait été suscitée en Chine par la création extrêmement rapide d'une infrastructure adéquate pour cette économie d'ampleur continentale. C'est maintenant terminé. Les villes, les routes, les ponts et les chemins de fer qui ont transformé une économie agricole et économie industrielle sont en place. Il y aura, certes, des besoins éventuels en matière d'expansion et de remise en état, mais les quantités de marchandises qui seront requises seront très inférieures aux 40 à 60 % de la production mondiale qui ont servi à créer l'infrastructure. Or, l'offre a rattrapé et même surpassé la demande.

Le sommet a été atteint il y a quatre ans, au beau milieu de la mise en œuvre du programme d'infrastructure de la Chine qui a suivi la crise de 2008. Le gouvernement chinois a dépensé quatre mille milliards de renminbis (environ 600 milliards de dollars US) pour lutter contre les répercussions de l'effondrement de l'économie mondiale. La Chine a entrepris plus tôt que prévu la réalisation de nombreux projets d'infrastructure, mis en œuvre plusieurs projets économiquement non rentables et suscité, ce faisant, une corruption à grande échelle. Les nouveaux dirigeants reconnaissent que ce programme de relance était une erreur monumentale, continuent de lutter contre ses effets négatifs, et demeurent très déterminés à faire passer l'économie d'une croissance axée sur les investissements en infrastructure à une croissance axée sur la consommation. Et il semble qu'ils y parviennent. Nous pensons que la Chine est véritablement déterminée à effectuer cette transition et qu'elle possède les ressources voulues pour le faire. Les craintes actuelles visant un effondrement économique en Chine sont, selon nous, exagérées, mais il est vrai qu'il s'agit d'une économie à deux volets. Le volet services,

# Feuille de route mondiale :

## Quatrième trimestre 2015



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

commerce électronique et consommation est vigoureux, mais le volet industriel traditionnel est en difficulté et une amélioration est peu probable. La croissance globale en Chine demeurera dans sa fourchette actuelle de 6 à 7 %, mais la contraction du secteur chinois des marchandises posera problème pour les pays et les entreprises mondiales dont la performance en dépend.

Ni l'Inde ni les autres marchés émergents ne peuvent prendre la relève de la Chine au chapitre de la demande de marchandises. C'est absolument impossible. L'économie chinoise est beaucoup plus importante, et aucun autre pays ne pourra susciter le même niveau de croissance axée sur les projets d'infrastructure. La population de l'Inde est certes comparable à celle de la Chine, mais l'économie indienne n'est que d'environ 20 % de celle de la Chine et elle est administrée par une bureaucratie tellement lourde que le rythme de la croissance en est freiné. Certes, nous prévoyons une croissance raisonnable en Inde, mais pas axée sur les marchandises dans une proportion aussi importante.

À la différence de ce qui s'est produit dans le secteur des matières industrielles, les prix du pétrole ont chuté de moitié il y a un an seulement. Face aux prix outranciers, les États-Unis se sont tournés vers les innovations technologiques pour exploiter rentablement de vastes nouvelles sources d'énergie. Grâce à l'huile de schiste, les États-Unis ont pu remonter leur production de pétrole aux niveaux d'il y a 40 ans, mettant ainsi fin au règne du cartel de l'OPEP et permettant de rétablir une tarification fondée sur les forces du marché.

Ainsi, le prix du baril de pétrole devrait maintenant correspondre au coût marginal d'extraction. En d'autres mots, combien en coûterait-il pour produire le prochain baril de pétrole? Ce baril provient maintenant des États-Unis, mais le véritable coût marginal dans le secteur de l'huile de schiste n'est pas précisément connu. Ce secteur et la technologie employée sont encore nouveaux. Les producteurs tentent d'augmenter les efficacités et de réduire les coûts, mais de nombreuses variables entrent aussi en jeu, y compris le taux de change du dollar américain. Les prix se situent actuellement aux environs de 40 USD le baril, un prix que nous estimons impossible à maintenir, et on ignore jusqu'où ils devront monter pour que la production d'huile de schiste devienne économiquement rentable. Nous prévoyons une importante consolidation du secteur nord-américain de l'énergie, alors que les producteurs à coûts plus élevés se retirent du marché et que les entreprises en difficulté se voient contraintes de vendre aux sociétés plus solides. L'allocation disciplinée des capitaux rendue impérative par la faiblesse des prix contribuera à éliminer les producteurs non rentables et à rétablir l'équilibre dans le secteur de l'énergie. Nous croyons cependant que si le prix du baril monte à 60 \$, la production augmentera. Par conséquent, il est peu probable qu'à court terme, ce prix surpasse 60 \$.

Les nombreuses entreprises excessivement endettées et les pays producteurs de pétrole dont les budgets exigent, pour être équilibrés, des cours pétroliers d'au moins 90 \$ éprouveront d'importantes difficultés. Plusieurs pays du Moyen-Orient verront leur balance commerciale



# Feuille de route mondiale :

## Quatrième trimestre 2015



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

devenir déficitaire et des sociétés comme Petrobras seront fortement ébranlées par l'amoncellement de dettes qu'elles ne parviendront plus à supporter. Si les prix demeurent sous les 60 \$, et nous croyons que ce sera le cas, on comptera de nombreuses faillites de sociétés et un niveau élevé de stress de crédit souverain.

Les questions qui se poseront ressembleront à celles suscitées par les sorties de capitaux des marchés émergents. Les dommages causés par les complexes de l'énergie et des marchandises se répercuteront-ils sur l'ensemble des marchés et de l'économie? Et ces dommages vont-ils nuire aux raisonnablement bonnes perspectives de croissance des États-Unis et des pays européens?

Les principaux effets de ces tendances se manifesteront de deux manières. La première, et la plus facile à comprendre touchera l'économie par la chute de la demande en provenance des marchés émergents, et par l'élimination des investissements des entreprises et des emplois dans le secteur pétrolier. Cette même baisse des prix de l'énergie et des marchandises profitera cependant aux consommateurs et donc, indirectement, à l'économie. Donc, dans l'ensemble, les pays consommateurs tireront profit de la situation alors que les pays producteurs de marchandises et d'énergie seront négativement affectés. Dans les pays développés, l'effet sera surtout positif, quoique dans une moindre mesure au Canada. Dans les pays membres de l'OPEP et les autres économies axées sur les marchandises, comme le Brésil et l'Afrique du Sud, il sera négatif. Nous croyons que dans l'ensemble, l'effet net de la baisse des prix de l'énergie sera positif pour l'économie mondiale et devrait favoriser la croissance.

La deuxième, moins apparente et plus dommageable, affectera les marchés financiers. L'exode des capitaux causé par les craintes de défaillances et l'incertitude généralisée resserrera les conditions de financement partout dans le monde et dans tous les secteurs économiques. Aux États-Unis en particulier, les marchés des créances, tant de bonne qualité qu'à rendement élevé, se sont révélés instables cet été et au début de l'automne. Bien qu'il faille s'attendre à une retarification des titres de créance dans les secteurs en difficulté, il se pourrait que l'incertitude croissante et la liquidation d'opérations spéculatives sur écart de rendement aient de forts effets sur les différentiels de taux dans tous les secteurs économiques. Ainsi, les difficultés éprouvées par les marchés émergents et les secteurs des marchandises pourraient se communiquer aux autres segments, autrement sains, de l'économie dans une mesure suffisante pour menacer les reprises en cours.

Tout cela n'est pas couru d'avance, mais nous surveillons tout de même la situation de près. Un apaisement des marchés des capitaux et de la volatilité et un fonctionnement sain des marchés du crédit signaleraient que les marchés effectuent la transition avec succès. Les marchés jouent efficacement leur rôle de répartition des capitaux au sein de l'économie, et les risques de contagion sont en baisse. Si cette tendance se confirme, nous augmenterons nos placements en actifs à risque. Si, au contraire, les tensions dans les marchés des titres de créance s'accroissent,

# Feuille de route mondiale : Quatrième trimestre 2015



 **SIGNATURE**  
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™

les risques économiques posés pour les économies et les marchés développés augmenteront. C'est l'évolution de cette situation qui déterminera notre tolérance au risque au prochain trimestre.

*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 publié par Placements CI. Il est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel de placement ou une offre ou 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. Le présent rapport peut renfermer des déclarations prospectives sur le Fonds, son rendement futur, ses stratégies ou perspectives et les mesures que pourrait prendre le Fonds. Ces déclarations reflètent les convictions des gestionnaires de portefeuille et sont basées sur les renseignements qui sont actuellement disponibles. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur du Fonds. Le lecteur est prié de ne pas se fier indûment à ces déclarations puisque les événements et les résultats réels pourraient différer sensiblement de ceux qui sont énoncés dans les déclarations prospectives, notamment des changements économiques, politiques et des marchés, ainsi que d'autres événements. Publié en octobre 2015.*