

Perspectives de placement de 2016

Retour sur nos prévisions de 2015

Avant de présenter nos perspectives de placement de 2016, prenons un moment pour revenir sur nos prévisions de 2015.

Dans nos perspectives de l'an dernier, nous affirmions préférer les actions américaines aux actions canadiennes. Nous étions d'avis que les faibles prix de l'énergie et la progression du marché de l'emploi allaient continuer de stimuler la croissance américaine. Nous avons également conseillé aux investisseurs de sous-pondérer les actions canadiennes, car les perspectives des actions du secteur des produits de base nous incitaient à la prudence. Cette recommandation s'est avérée rentable puisque les actions américaines ont inscrit des rendements nettement supérieurs à ceux des actions canadiennes durant l'année.

La surperformance des actions américaines est encore plus impressionnante si l'on tient compte de l'appréciation du dollar américain par rapport au dollar canadien. Nous avons prévu que le dollar américain se distancerait du dollar canadien en 2015, puisqu'il était évident que le secteur des ressources naturelles entraverait considérablement la croissance économique au Canada et que nous savions depuis octobre 2014 – lorsqu'elle a mis fin à son programme de détente quantitative – que la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») avait l'intention de relever les taux d'intérêt. Nous avons donc conseillé aux investisseurs canadiens de ne pas couvrir leurs placements en actions américaines contre les fluctuations du dollar américain puisque ces placements étaient susceptibles de profiter d'une hausse de la devise américaine. Le dollar canadien figurant parmi les pires devises du G10 en 2015, cet avis s'est également avéré profitable.

Notre méfiance à l'égard du secteur de l'énergie provenait surtout de nos prévisions voulant qu'une accumulation importante des stocks de pétrole mondiaux, conséquence de la décision prise par l'OPEP le 27 novembre 2014 de maintenir sa production, accentuerait les pressions à la baisse sur les prix du brut. Contrairement à de nombreux intervenants du marché, nous n'anticipons pas une baisse rapide de la production américaine de pétrole de schiste, du moins dans la première moitié de l'année. Nous avons encore une fois vu juste puisque les prix du brut ont atteint de nouveaux creux durant le premier trimestre de 2015. En revanche, nous avons prédit que les prix rebondiraient au cours du deuxième semestre de l'année, car nous étions à l'origine convaincus que le bras de fer entre l'OPEP et les producteurs de pétrole nord-américains se terminerai avant la fin de l'été et que la production américaine chuterait. Cette prévision ne s'est pas concrétisée.

En fait, la reprise précoce du marché du pétrole au printemps 2015 a plutôt permis aux producteurs de pétrole de schiste d'accéder aux marchés des capitaux pour y trouver du financement et mettre en place de nouveaux éléments de couverture. Nous étions alors d'avis que, malgré sa courte durée, cette reprise permettrait aux producteurs pétroliers de reporter leur capitulation de quelques trimestres. Au début du printemps 2015, nous avons donc recommandé aux investisseurs de sous-pondérer jusqu'à nouvel ordre

le secteur de l'énergie, car nous étions d'avis que la confrontation entre l'OPEP et les producteurs nord-américains ne prendrait pas fin avant qu'une baisse de la production américaine ne survienne; comme cette baisse ne s'est toujours pas produite, nous maintenons notre recommandation, qui s'est jusqu'ici révélée très judicieuse.

Nous avons aussi exprimé des réserves à l'égard du secteur des matériaux en raison des perspectives négatives des prix des métaux de base et des métaux précieux. Notre pessimisme concernant les prix des métaux de base était principalement fondé sur la détérioration des perspectives économiques et le ralentissement persistant du secteur de la construction en Chine. Nous avons aussi recommandé aux investisseurs de sous-pondérer les producteurs aurifères, car nous étions d'avis que l'or serait malmené en raison du lancement imminent du processus de normalisation de la politique monétaire de la Fed, de la déflation des coûts et du raffermissement du dollar américain. Ce conseil a été utile puisque les matériaux ont terminé dans le peloton de queue en 2015, tant aux États-Unis qu'au Canada.

Nous avons également recommandé aux investisseurs de surpondérer les « autres marchés développés », mais nous les avons mis en garde contre le risque de dépréciation de l'euro et du yen japonais. Nous avons indiqué que les valorisations des actions de la zone euro et du Japon étaient intéressantes et que la dépréciation prévue de leur monnaie soutiendrait les marchés boursiers de ces régions. Nous avons toutefois conseillé aux investisseurs canadiens de protéger leurs placements contre les fluctuations des monnaies pour réduire le risque lié à d'éventuelles baisses du yen et de l'euro et pour atténuer la volatilité globale de leur portefeuille.

Ce conseil reflétait notre opinion selon laquelle 2015 serait caractérisée par un accroissement de la volatilité boursière, la probabilité d'un resserrement de la Fed générant un surcroît d'incertitude. Si on ne tient pas compte de l'effet des fluctuations du change, les actions japonaises et européennes ont inscrit des rendements positifs en 2015. L'indice de volatilité du CBOE a quant à lui atteint son plus haut niveau depuis 2011. Les actions américaines ont aussi subi leur première correction – soit un recul d'au moins 10 % par rapport au sommet le plus récent – depuis 2011.

Au début du mois d'août, nous avons prévu la dévaluation du yuan, qui est survenue le 11 août, en indiquant à ce moment qu'une possible dévaluation de la monnaie chinoise représentait l'un des risques les plus sous-estimés par les investisseurs; la correction boursière d'un mois qui a suivi a suscité l'incertitude à l'échelle mondiale et forcé les autorités monétaires chinoises à prendre des mesures énergiques pour défendre le yuan.

Sur le plan sectoriel, nous avons recommandé à nos clients de surpondérer les titres des technologies de l'information des États-Unis et du Canada, car ce secteur nous semblait susceptible de profiter grandement d'une confirmation de la reprise américaine. Le temps nous a donné raison puisque le secteur a été l'un des deux chefs de file aux États-Unis et au Canada.

Nous avons par ailleurs recommandé aux investisseurs de surpondérer la consommation discrétionnaire américaine, car le regain de confiance des consommateurs et la croissance de la masse salariale à l'échelle de l'économie réelle, combinés au déclin du ratio du service de la dette des ménages (attribuable à la baisse des dépenses d'énergie) allaient selon nous engendrer la surperformance des actions de ce secteur. Même si les dépenses des consommateurs américains ont été inférieures aux prévisions de la plupart des économistes, la consommation discrétionnaire a quand même été le secteur dominant aux États-Unis en 2015.

Les actions du secteur de la santé figuraient également parmi nos principales surpondérations durant le premier semestre de l'année. Nous avons recommandé aux investisseurs de réduire l'exposition à ce secteur au cours de l'été, tant aux États-Unis qu'au Canada. Cette recommandation tombait pile, car les rendements de ce secteur, excellents depuis le début de l'année, ont soudainement piqué du nez des deux côtés de la frontière. Début novembre, la santé est redevenue l'un de nos secteurs de prédilection aux États-Unis.

Pour ce qui est des banques américaines, nous étions d'avis qu'une légère hausse des taux d'intérêt permettrait aux banques d'augmenter leurs marges sur prêts. Nous pensions que le contexte – bonne santé de l'économie, hausse des investissements des entreprises, acquittement de la plupart des pénalités liées à la crise financière, mise en œuvre quasi complétée de nouveaux règlements et bilans affichant davantage de capitaux propres – permettrait aux banques d'accroître considérablement leurs dividendes en 2015, et donc de réaliser des rendements supérieurs. Comme nous le savons maintenant, les titres bancaires ont produit des rendements raisonnables en 2015, mais la Fed a reporté la fin de sa politique de taux d'intérêt nuls et le taux des fonds fédéraux s'établit maintenant à 0,37 %, un niveau à peine plus élevé que le niveau de 0,13 % maintenu pendant sept ans. Par conséquent, les rendements des banques ont été inférieurs à nos prévisions l'an dernier. Nous étions par ailleurs d'avis que les banques canadiennes produiraient de piètres rendements en 2015 et qu'elles semblaient surévaluées par rapport aux banques américaines. Une stratégie consistant à prendre des positions vendeur sur les banques canadiennes et des positions acheteur sur les banques américaines aurait donc été des plus fructueuses en 2015.

Au Canada, les secteurs de la consommation de base et de la consommation discrétionnaire figuraient parmi nos principales surpondérations en 2015, et ont également fini l'année dans le peloton de tête. En revanche, nous avons prévu que les actions liées à la foresterie et à l'agriculture réaliseraient des rendements supérieurs à ceux de l'indice au cours de l'année, car nous pensions que ces deux secteurs tireraient profit de la reprise aux États-Unis et de la forte demande des pays émergents pour ces produits. Nous étions notamment d'avis que le secteur des engrais profiterait de la faiblesse des prix de l'énergie puisqu'on sait que la production d'engrais exige énormément d'énergie. Contrairement à ce que nous avions prévu, ces deux secteurs ont été à la traîne durant l'année, la demande des marchés émergents ayant été inférieure à la moyenne et les agriculteurs américains ayant produit des récoltes exceptionnelles qui ont fait chuter les prix et, par conséquent, les profits.

Que nous réserve 2016?

Nous sommes d'une certaine manière revenus à la case départ puisque la Réserve fédérale n'a pas encore augmenté les taux d'intérêt de manière substantielle, même si elle a finalement relevé son taux directeur de 25 points de base le 16 décembre dernier. De plus, l'Europe et le Japon sont toujours aux prises avec une croissance anémique et la plupart des pays développés, à l'exclusion des États-Unis, mettront probablement en œuvre de nouvelles politiques monétaires expansionnistes, alors que la Fed poursuivra son cycle de resserrement. Ajoutons que, comme l'an dernier, les marchés émergents éprouvent toujours des difficultés; certains en raison de la faiblesse persistante des prix des produits de base et d'autres, comme la Chine, à cause du surinvestissement dans l'habitation par exemple. En dernier lieu, mentionnons que les prix du pétrole et de la plupart des produits de base n'ont toujours pas atteint le plancher d'où ils pourront amorcer leur remontée.

Certains aspects de la conjoncture ont néanmoins nettement évolué par rapport à l'an dernier. Par exemple, la Banque du Canada, qui devait vraisemblablement augmenter ses taux d'intérêt peu de temps après les États-Unis, pourrait maintenant se voir forcée de les abaisser si la crise du pétrole s'aggravait et que la dépréciation du dollar canadien des 18 derniers mois ne parvenait pas à stimuler davantage la croissance des exportations du centre du Canada. De plus, la valeur du dollar américain est actuellement de 10 % à 15 % plus élevée que l'an dernier par rapport aux autres grandes monnaies (sauf le yuan chinois, qui est encore officiellement lié au dollar américain), même si le cycle de resserrement de la Fed ne s'est amorcé qu'en décembre dernier.

Comme c'est le cas au Canada, le moins que l'on puisse dire c'est que l'effet positif de la dépréciation planifiée de l'euro et du yen ne s'est pas encore pleinement matérialisé; autrement dit, en dépit des importantes mesures de relance monétaire mises en œuvre par les banques centrales hors des États-Unis, la croissance mondiale demeure anémique. Enfin, la crise a pris de l'ampleur dans les pays émergents et la modeste dépréciation du yuan survenue cet été a fait réaliser aux investisseurs qu'un ralentissement de la croissance en Chine pourrait provoquer des ondes de choc dans un avenir prévisible.

Cela dit, même si la Fed a tardé à relever les taux d'intérêt, de nombreuses raisons justifient aujourd'hui que l'on délaisse enfin cette politique monétaire ultra expansionniste adoptée dans la foulée de la crise financière : Les États-Unis ont presque atteint le plein emploi et, bien que l'inflation soit sous la cible de 2 % de la Fed, certains signes indiquent que le contexte de faible inflation n'est que temporaire alors les prix des produits de base (liés à l'énergie et autres commodités) sont actuellement dans un creux cyclique.

Le moment et les motifs d'un relèvement des taux sont donc appropriés, surtout compte tenu du fait que les effets de la politique monétaire prennent un certain temps à se matérialiser. Et il faut bien admettre que la hausse de 25 petits points de base de la Fed en décembre dernier ne frappe pas par son ampleur et qu'elle ne représente que le début du processus de normalisation de la politique monétaire. De plus, le taux d'intérêt neutre (le taux directeur à court terme correspondant à un taux d'inflation stable en situation de plein emploi à long terme) pourrait bien être moins élevé aujourd'hui que par le passé. Selon les propres recherches de la Fed, toutefois, le taux d'intérêt neutre devrait encore avoisiner 3,5 %, un taux nettement supérieur au taux des fonds fédéraux actuel.

En 2016, l'attention des investisseurs devrait donc se tourner vers la Fed pour connaître ce qu'elle nous réserve pour le reste de l'année et l'avenir. Depuis septembre 2014, la Fed répète que le taux des fonds fédéraux devrait augmenter d'environ 1,25 % (125 points de base) sur une période de 15 mois. Cependant, elle ne s'est décidée à agir qu'en décembre 2015 et n'a fait que reporter que les autres augmentations à plus tard.

La Fed devra s'ajuster et communiquer ses intentions au marché afin de créer un environnement plus propice à la croissance économique. Cette communication est essentielle, car de nombreux intervenants des marchés financiers craignent toujours que le cycle de resserrement de la Fed ne se déploie trop tôt et trop rapidement dans le contexte actuel. Pour calmer ces craintes, la Fed pourrait entre autres choses commencer par admettre clairement que la reprise économique actuelle, tant aux États-Unis qu'à l'étranger, repose sur des bases fragiles et un endettement excessif et qu'elle pourrait trébucher si on force la note avec des hausses de taux trop rapides.

Le nœud du problème est le suivant: la reprise est beaucoup plus fragile ailleurs dans le monde qu'aux États-Unis et, à mesure que la Fed relèvera les taux d'intérêt, les liquidités mondiales commenceront à se

faire plus rares, ce qui accentuera les pressions à la baisse sur la consommation et l'investissement. Pour contrer l'éventuelle baisse des liquidités mondiales, imputable au cycle de resserrement amorcé par la Fed, les autres banques centrales, particulièrement la Banque centrale européenne (la « BCE ») et la Banque du Japon, ont lancé d'imposants programmes d'achat d'actifs. Ces politiques expansionnistes préventives des banques étrangères ont eu pour effet d'augmenter considérablement la valeur du dollar américain par rapport à celle de l'euro et du yen en 2015, même si la Fed n'a procédé à une première hausse des taux d'intérêt qu'en décembre dernier. Ces mesures étaient tout à fait justifiées mais la dépréciation de l'euro et du yen, supposée stimuler la croissance en Europe et au Japon l'an dernier, n'a pas eu les effets attendus jusqu'à maintenant.

Par ailleurs, l'appréciation du dollar américain a considérablement ralenti les exportations et la croissance aux États-Unis en 2015. Janet Yellen a clairement reconnu l'existence de ce phénomène lors d'un récent discours où elle a indiqué que l'appréciation du dollar américain l'an dernier a probablement retranché 0,5 % à la croissance des États-Unis en 2015. Plus important encore, Stan Fischer, le vice-président de la Fed, a également déclaré que nous n'avons pas fini de ressentir les effets négatifs de l'appréciation du dollar américain en 2015 et que ces effets pourraient vraisemblablement continuer à nuire à la croissance américaine en 2016 et par la suite. Il est donc tentant de conclure que la dernière chose dont nous avons besoin aujourd'hui est une appréciation encore plus grande du dollar américain. Non seulement la croissance des États-Unis en 2016 sera-t-elle freinée par la progression de la monnaie américaine de 2015, mais elle pourrait l'être encore davantage si le dollar américain poursuivait sa croissance durant l'année. En outre, la croissance pourrait se détériorer encore plus, et sur plusieurs années, si le dollar poursuivait son ascension vers de nouveaux sommets.

Comme l'économie américaine est actuellement l'un des moteurs de l'économie mondiale, voire le seul, un ralentissement de la croissance des États-Unis ne semble manifestement pas une stratégie gagnante pour stimuler l'expansion économique mondiale. Ce n'est sûrement pas la voie à suivre non plus pour éviter une dévaluation désordonnée du yuan chinois à court terme puisqu'un pareil événement est plus susceptible de se produire si le dollar américain se raffermi et que la croissance des États-Unis faiblit. Lorsqu'on décèle les messages inscrits en filigrane dans les plus récentes allocutions de M. Fischer et Mme Yellen, dans les modestes mesures monétaires annoncées par M. Draghi le 3 décembre pour raviver l'Europe, ainsi que dans les timides annonces de la Banque du Japon de la semaine suivante, on en déduit qu'il s'agit vraisemblablement d'une action mondiale concertée visant à stabiliser le dollar américain. Cet effort commun a aussi pour effet connexe de stabiliser le yuan; un objectif louable pour toutes les raisons décrites précédemment. De plus, lorsque Janet Yellen a mis fin à sept ans de taux d'intérêt nuls aux États-Unis en décembre dernier, elle a également indiqué que la Fed entendait faire preuve de prudence et qu'elle ne hausserait les taux d'intérêt que graduellement, ce qui indique tacitement selon nous qu'elle vise à stabiliser le dollar américain.

En agissant ainsi, la Fed reconnaît clairement qu'elle a sous-estimé les difficultés à l'échelle mondiale et l'incidence négative de la hausse du billet vert sur la croissance américaine et mondiale. La Fed a également confirmé que les prochaines hausses de taux dépendront des statistiques qui seront publiées au cours des prochains mois. De plus, même si les prévisions moyennes des membres du FOMC à l'égard des taux (les fameux « dots » de la Fed) ont légèrement diminué en décembre (par rapport à la moyenne de septembre), la prévision médiane indique toujours que nous aurons droit à quatre hausses du taux des fonds fédéraux en 2016. À notre avis, cela n'a pas suffi à calmer la nervosité des intervenants du marché, ni à réduire l'incertitude et semble confirmer notre évaluation de la situation. Les prochaines rencontres de la Fed pourraient convaincre d'autres membres du FOMC d'aplanir leurs prévisions de hausses de taux et

ainsi réduire la hausse de taux médiane prévue pour la fin de l'année. Ce scénario pourrait aider à créer un contexte économique plus favorable à l'investissement des entreprises et à la création d'emplois.

La Fed risque toutefois d'avoir à augmenter les taux plus rapidement l'an prochain si l'économie américaine continue de bien se porter. On a récemment vu poindre certaines pressions liées aux coûts de la main-d'œuvre et il semble que le mauvais temps, qui a ralenti l'économie américaine durant les mois d'hiver en 2014 et en 2015, ne pourra pas servir d'excuse pour la faible croissance au premier trimestre de 2016 en raison d'El Niño. Certains économistes prévoient aussi que la baisse des factures de chauffage de cet hiver doux permettra aux ménages d'économiser en moyenne 600 \$, qu'ils pourront consacrer à d'autres dépenses au début de l'année. Finalement, le taux d'épargne des consommateurs américains est à un niveau historiquement élevé, ce qui pousse la demande vers le haut; par surcroît, les longues périodes de faibles prix de l'énergie et des produits de base précèdent habituellement des périodes d'expansion prolongées.

Qu'en est-il du pétrole? Les prix du pétrole subissent une forte pression à la baisse et cherchaient encore leur plancher au moment de mettre sous presse au début de janvier. Nous croyons toutefois qu'ils devraient se redresser au second semestre de 2016 et atteindre environ 70 \$ le baril en fin d'année. Plusieurs analystes prévoient que les prix du brut resteront beaucoup plus bas durant encore de nombreuses années, mais nous pensons plutôt que la consolidation en cours parmi les producteurs de pétrole déprimera les prix à des creux records pendant encore une courte période seulement. Nous estimons que la capitulation des producteurs à coûts élevés devrait se produire d'ici l'été 2016, ce qui enverra le signal aux pays membres de l'OPEP de finir par s'entendre sur des réductions temporaires de production pour réduire les stocks excédentaires. Cela devrait permettre aux prix de remonter graduellement et aux producteurs à faible coût d'accroître leurs parts de marché à mesure que la demande de pétrole augmentera. À notre avis, l'OPEP tentera de stabiliser les prix dans la fourchette de 70 \$ à 80 \$ en 2017 et durant les années suivantes afin d'éviter que les producteurs à coûts élevés reviennent dans la mêlée.

Toutefois, la dynamique du secteur pétrolier est très incertaine et le contrôle de l'OPEP sur les prix du pétrole s'exerce plus difficilement que dans le passé. En conséquence, les prix du brut pourraient finir par dépasser 80 \$ le baril d'ici 2017, risquant de déclencher une nouvelle guerre des prix dans un avenir prochain. En revanche, il se peut aussi que les prix du pétrole se maintiennent sous les 60 \$ plus longtemps que nous le prévoyons si, en l'absence de réductions proactives par l'OPEP cet été, les niveaux des stocks demeurent excessifs pendant plusieurs années. S'il est vrai que la chronologie de tels événements est difficile à prédire, nous sommes convaincus que la baisse rapide des dépenses en immobilisation dans le secteur pétrolier découlant des prix extrêmement bas durant une longue période pourrait, de manière réaliste, entraîner des pénuries dès 2018. Cela nous amène à faire cette prévision : quand les Saoudiens seront satisfaits du niveau de réduction des investissements dans le secteur pétrolier, l'OPEP effectuera les réductions de production temporaires suffisantes pour ramener les prix à un niveau plus stable et durable.

Ce scénario comporte évidemment des risques. Dès le mois de mars qui vient, l'Iran pourrait ajouter 500 000 barils par jour (bpj) à un marché où l'offre est déjà excédentaire et elle a l'intention d'augmenter rapidement sa production de 1 million bpj d'ici la fin de 2016. En outre, l'Iran planifie de continuer d'accroître sa production durant les prochaines années, et ses réserves prouvées lui permettraient de le faire. Toutefois, compte tenu des prix actuels qui stagnent à environ 35 \$ le baril et qui risquent de se replier davantage à court terme, ce pays aura du mal à financer l'accroissement de sa capacité de production, à tout le moins à court terme. De plus, la Libye pourrait ajouter 500 000 bpj l'année prochaine si

les factions libyennes qui se font la lutte parviennent à un accord de paix. Et enfin, grâce aux avancées technologiques, particulièrement dans les gisements de pétrole de schiste aux États-Unis, les producteurs américains pourraient gonfler l'offre suffisamment à long terme pour contrecarrer les plans de l'OPEP.

Chine. La Chine est résolue à maintenir sa croissance proche de son taux cible de 7 %. Cependant, certains observateurs doutent à juste titre que les données publiées par les agences chinoises reflètent la réalité. Quoi qu'il en soit, comme le confirment les annonces récentes, la Chine s'apprête à prendre plusieurs mesures de soutien afin de combattre le ralentissement économique actuel. Les autorités chinoises devraient continuer d'investir massivement dans les infrastructures, réduire davantage les taux d'intérêt selon les besoins et encourager une dévaluation ordonnée, quoique modeste, du yuan en 2016. Sur ce dernier point, la Chine semble particulièrement vulnérable, car elle doit libéraliser son compte capital rapidement afin de permettre l'entrée du yuan dans le panier des monnaies de réserve du FMI dès octobre 2016; le FMI a approuvé la décision d'inclure le yuan dans son panier de DTS le 30 novembre dernier. La probabilité d'une dévaluation ordonnée de la monnaie chinoise, plutôt qu'une dévaluation surprise et soudaine, dépendra de la capacité des banques centrales mondiales de stabiliser le dollar américain. Une forte appréciation du dollar américain en 2016 pourrait exercer des pressions excessives sur le yuan et l'économie chinoise et forcer les autorités à dévaluer le yuan brusquement et rapidement; ce scénario pourrait avoir des conséquences néfastes et inattendues, comme nous l'avons constaté l'été dernier. Néanmoins, comme il a déjà été annoncé le mois dernier, l'abandon éventuel de l'arrimage du yuan au dollar américain pour un arrimage à un panier de monnaies plus large pourrait constituer une proposition élégante et judicieuse visant à réduire le risque d'une dévaluation désordonnée et soudaine du yuan; nous suivons ce dossier de près durant les prochains trimestres. Le pays continuera probablement aussi de bénéficier de la baisse des prix des produits de base en 2016. Même avec un taux de croissance de 5 % à 6 % de 2016 à 2020, la Chine aura une incidence très positive sur la croissance mondiale. Les fournisseurs de produits de base de la Chine devront toutefois s'ajuster à la nouvelle réalité, soit que l'économie ne pourra pas croître de 10 % pour toujours; vu la taille actuelle de l'économie chinoise, il fallait inévitablement s'attendre à une baisse des taux de croissance. Ce rajustement de l'offre des produits de base risque de s'échelonner sur plusieurs années et de plomber les prix des produits de base jusqu'à la fin de la décennie actuelle.

L'endettement mondial. Enfin, le niveau de la dette mondiale continuera d'augmenter l'année prochaine (et fort probablement les années suivantes) et préoccupera de plus en plus les investisseurs. Plusieurs facteurs contribueront à la hausse de l'endettement mondial, puisque les faibles taux d'intérêt continueront de favoriser les emprunts, la spéculation, les opérations de portage, les rachats d'actions et d'autres stratagèmes d'ingénierie financière. De plus, la faible croissance mondiale des sept dernières années, probablement attribuable en partie à la mauvaise affectation du capital, forcera les gouvernements à se lancer dans des politiques budgétaires plus expansionnistes. Le Canada et plusieurs de ses provinces se sont d'ailleurs déjà engagés à l'égard d'importants programmes d'infrastructure pour les prochaines années. D'autres pays imiteront ces mesures, s'ils ne l'ont pas déjà fait. Par exemple, la Chine n'hésitera pas à faire des dépenses d'infrastructure pour éviter le ralentissement de sa croissance. Les pays exportateurs de ressources, comme le Brésil et l'Arabie saoudite, emprunteront ou puiseront dans leurs surplus accumulés pour diversifier leur économie et atténuer les conséquences sociales et économiques négatives des investissements récents et excessifs dans les ressources. La pertinence de ces projets d'infrastructure aura un effet déterminant sur la croissance mondiale. S'ils sont choisis judicieusement, ils pourraient favoriser la croissance de la productivité à l'avenir; sinon, ils pourraient être des éléphants blancs qui ne feront que contribuer à l'augmentation de l'endettement mondial. Les marchés financiers devraient rester attentifs à l'évolution de ces projets.

Quelques recommandations pour 2016 :

- Nous continuons de préférer les **actions aux obligations**, car nous prévoyons que la Réserve fédérale américaine réduira graduellement les hausses de taux annoncées pour 2016. Le marché obligataire avait déjà pris en compte des hausses de taux moins importantes que celles dont la Réserve fédérale avait fait état en décembre 2015 pour 2016 et les années ultérieures. Nous estimons toutefois que les marchés boursiers mondiaux n'ont pas encore pris totalement en compte ce scénario probable. Toutefois, au 31 décembre dernier, basé sur notre modèle d'allocation d'actif, nous ne recommandons pas, pour l'instant, de surpondérer les actions, ni les obligations; la récente chute des marchés au cours des derniers jours pourraient nous inciter à renverser notre recommandation de façon imminente si les marchés se stabilisent ou si la Fed donne des signaux qu'elle sera plus modérée dans ses perspectives de hausse de taux.
- Nous continuons aussi de privilégier les **actions américaines** à celles des autres pays développés. Toutefois, nous ne croyons plus que le dollar américain s'appréciera fortement en 2016, ni ne craignons, dans la mesure où les prix du pétrole demeureront faibles, que l'euro et le yen s'affaiblissent par rapport au dollar canadien l'année prochaine.
- Nous recommandons donc aux investisseurs canadiens de **couvrir leurs placements en dollars américains**; nous conseillons à ceux qui diversifient leur portefeuille en détenant des actions européennes et japonaises de ne **pas couvrir les risques de change par rapport à l'euro et au yen** s'ils peuvent tolérer la plus grande volatilité que cette stratégie pourrait occasionner.
- Nous privilégions particulièrement les actions japonaises, car nous constatons que **les sociétés japonaises dans leur ensemble détiennent maintenant des liquidités records** et pourraient augmenter leurs rendements par des rachats d'actions.
- Nous maintenons une légère préférence pour les marchés émergents, mais contrairement à l'année dernière, nous craignons les effets de nouvelles dévaluations des monnaies de ces pays. Compte tenu du coût de la couverture du risque de dévaluation de ces monnaies et du risque de dévaluation plus élevé qu'à l'habitude pour les investisseurs qui ne se couvriront pas, **il existe aussi de bonnes raisons de sous-pondérer les actions des marchés émergents** en attendant les signes d'une stabilisation des perspectives de croissance dans ces pays.
- Parmi les actions des pays émergents, nous privilégions par exemple la **Chine et l'Inde aux dépens des pays exportateurs de produits de base**, à tout le moins durant le premier semestre de 2016.
- Nous recommandons aussi **d'éviter les obligations des pays émergents et les obligations de pacotille, car ces titres devraient faire piètre figure l'année prochaine**. Le marché des obligations de sociétés est généralement ébranlé pour l'instant et nous recommandons aux investisseurs de réduire leurs positions. L'amélioration des perspectives de croissance mondiale plus tard en 2016 pourrait inverser la situation et offrir un bon point d'entrée, mais nous ne sommes pas encore rendus là.
- À l'échelle mondiale, nous prévoyons maintenir **une position sous-pondérée dans le secteur pétrolier durant encore quelques trimestres, mais nous demeurons vigilants**. Une fois terminée la consolidation du secteur, les titres pétroliers toucheront leur creux, particulièrement si la plupart des investisseurs croient que les prix du pétrole ne remonteront jamais. Cela pourrait offrir une excellente occasion de retourner sur ce marché en profitant de valorisations très intéressantes. Nous ne sommes pas encore rendus là, mais les sociétés financièrement solides qui auront fortement comprimé leurs coûts et auront acquis les actifs les plus précieux à des prix d'aubaine seront les mieux placées pour enregistrer une croissance durable durant un avenir prévisible. Malheureusement, comme nous l'avons mentionné plus tôt, **nous ne prévoyons pas un tel revirement dans les secteurs des produits de base autres que l'énergie avant encore quelques années**.

Recommandations concernant les actions nord-américaines :

- Dans l'ensemble, nous maintenons plusieurs de nos recommandations de 2015, parce que nous croyons que la croissance mondiale finira par se redresser en 2016. Il pourrait toutefois être judicieux **de délaissier les secteurs cycliques pour les secteurs plus défensifs plus tard en 2016 si la croissance venait à s'essouffler.**
- **Les actions qui versent peu de dividendes, qui affichent une faible croissance et des ratios de distribution élevés qui sont associées à des sociétés ayant une dette relativement élevée et une cote de crédit défavorable devraient procurer les pires rendements.** Les dividendes de ces sociétés auront un faible potentiel de croissance et la prime de risque intégrée à leur coût du capital, déjà petite, n'aura plus de marge pour baisser davantage, surtout si les investisseurs demeurent réticents aux risques de crédit en 2016 comme nous le prévoyons.
- Dans cette optique, notre modèle des titres américains de croissance par rapport aux titres de valeur **privilégie les actions de croissance.**
- À l'opposé, **les sociétés à croissance rapide relativement peu endettées et détenant des liquidités relativement élevées, de même que les entreprises qui versent des dividendes élevés et qui affichent des ratios de distribution faibles, devraient procurer des rendements supérieurs,** parce que la prime de risque que les investisseurs doivent payer pour détenir ces actions diminuera probablement en 2016. De plus, ces sociétés pourraient profiter de l'amélioration des perspectives de croissance, ainsi que des rachats d'actions et des hausses des dividendes rendus possibles aussi bien par leur situation financière saine que par la reprise aux États-Unis.
- Par exemple, la confirmation de la reprise devrait aider considérablement les sociétés nord-américaines du secteur de la **technologie**, parce que leurs perspectives de croissance s'amélioreront et la prime de risque plus élevée intégrée à leur coût du capital devrait normalement pouvoir se contracter.
- L'amélioration de la confiance des consommateurs américains, la croissance de l'économie créatrice d'emplois, la chute des prix du pétrole, le retour de l'effet de richesse et la réduction des obligations financières des ménages devraient aussi stimuler les actions américaines du secteur de la **consommation discrétionnaire**, à mesure que les consommateurs commencent à dépenser davantage.
- Le **secteur des produits industriels** devrait aussi en profiter, puisque la hausse des dépenses de consommation devrait encourager les entreprises à investir et à acheter de la machinerie et de l'équipement à un rythme plus rapide en 2016. Les sociétés des secteurs à croissance élevée exposées principalement à l'économie américaine devraient en bénéficier les premières, quand la reprise de l'économie américaine se confirmera au début de 2016. Le reste du secteur des produits industriels devrait finir par en profiter quand la reprise de l'économie mondiale se raffermira plus tard l'année prochaine. Contrairement à l'année dernière, l'appréciation du dollar américain ne devrait plus avoir une incidence négative aussi marquée sur les bénéfices des sociétés américaines fortement exposées aux marchés étrangers, puisque le dollar américain devrait se stabiliser.
- Dans les autres secteurs, **les banques** devraient enfin pouvoir augmenter fortement leurs dividendes en 2016. D'après nous, les **compagnies d'assurance** sont aussi sous-évaluées et devraient tirer leur épingle du jeu.
- Nous aimons aussi les actions des sociétés américaines du **secteur pharmaceutique**, car elles semblent encore sous-évaluées. Plusieurs sont très peu endettées, en plus de verser un dividende généreux et stable.
- Il en est de même des **Fiducies de placement immobilières (FPI ou REITs)**, car plusieurs offrent des possibilités de placement stables et fiables, versant des dividendes supérieurs à la moyenne. La

hausse des taux d'intérêt en 2016 pourrait nuire aux FPI, mais les investisseurs devraient tirer parti des replis du marché pour établir des positions ou les étoffer. Vu que certaines des meilleures FPI offrent maintenant une prime généreuse et ont su démontrer leur capacité d'augmenter leurs dividendes lentement mais sûrement à long terme, ces placements seront fort probablement avantageux pour les investisseurs, puisque la Réserve fédérale américaine ne relèvera les taux d'intérêt que très graduellement durant les prochaines années. Cet actif offre aussi une certaine protection contre une hausse imprévue de l'inflation qui pourrait survenir. Enfin, les actifs immobiliers offrent aussi une couverture contre les risques mondiaux d'incertitude.

- Notre modèle d'actions à grande capitalisation par rapport aux actions à petite capitalisation continue de privilégier les **actions à grande capitalisation par rapport aux actions à petite capitalisation tant au Canada qu'aux États-Unis**, mais il s'approche de niveaux extrêmes, ce qui constitue peut-être un signe de revirement à venir plus tard durant l'année. Nous suivons la situation de près.
- Notre perspective sectorielle de placement **sur le marché canadien en particulier** est très semblable à celle de l'année dernière. Cela pourrait surprendre, puisqu'il est fort probable que la Banque du Canada réduise ses taux dans un avenir rapproché dès janvier 2016, alors qu'il y a 12 mois à peine, une hausse des taux d'intérêt au cours des prochains mois semblait le scénario le plus probable.
- **Le dollar canadien**, dont l'affaiblissement découlait à la fois de l'anticipation du resserrement monétaire aux États-Unis et de la baisse des prix du pétrole et des autres produits de base, **devrait se stabiliser aussitôt que les prix du pétrole toucheront leur plancher**. Et pourtant, la faiblesse du dollar canadien persistera durant un avenir prévisible, ce qui aidera de plus en plus les grandes sociétés exportatrices canadiennes au détriment des entreprises axées sur le marché intérieur.
- Il serait étonnant que le dollar canadien réagisse très fortement à une remontée éventuelle des prix du pétrole à court terme : les stocks de pétrole demeurent très élevés; la coordination des réductions de production au sein de l'OPEP sera difficile et prendra du temps; la production de l'Iran (et peut-être de la Libye) arrivera sur le marché bientôt; mais surtout, les sociétés pétrolières canadiennes ne commenceront pas à investir dans de nouveaux projets en se basant seulement sur un prix de 60 \$ à 65 \$ le baril. Cela signifie que même si les prix du pétrole augmentaient, l'Alberta ne sera pas le moteur de la croissance en 2016. **Une progression trop forte et trop rapide du dollar canadien attribuable à une hausse des prix du pétrole compromettrait la reprise dans le reste du Canada**, ce qui inciterait la Banque du Canada à réduire les taux d'intérêt, entraînant par ricochet un nouveau repli du huard.
- Outre la situation du marché pétrolier, il est possible que le dollar canadien remonte au niveau de 1,30 \$ US sous l'effet d'une politique monétaire plus conciliante de la part de la Réserve fédérale américaine. Si les prix du pétrole demeurent stables durant quelques semaines et que la Fed est résolue à stabiliser le dollar américain, cela pourrait entraîner une faiblesse temporaire mais importante du dollar américain même dans un marché haussier à long terme de la monnaie américaine. Toutefois **une remontée du huard au-delà de 1,25 \$ US inciterait la Banque du Canada à réduire les taux pour favoriser la reprise naissante**.
- La forte pondération des **titres des produits de base** dans l'indice S&P/TSX continuera de plomber cet indice canadien, parce que le redressement des secteurs de l'énergie, des métaux et des mines n'est pas pour demain; nous prévoyons **toutefois une remontée du secteur de l'énergie au second semestre**, quand la confrontation entre l'OPEP et les producteurs nord-américains de pétrole aura pris fin.
- **Les prix de l'or et les sociétés aurifères** demeureront sous pression, car ils pâtissent normalement dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. **Les autres métaux, sauf l'uranium**, resteront aussi à la traîne.

- Après une mauvaise année, **les actions de la foresterie et de l'agriculture** (p. ex. les engrais), également surpondérées au Canada par rapport aux États-Unis, devraient continuer de faire piètre figure jusqu'à la reprise du secteur agricole américain. Elles devraient toutefois bénéficier de la reprise soutenue aux États-Unis et de la forte croissance de la demande pour les produits de ces secteurs dans les pays émergents. La faiblesse des prix de l'énergie devrait aussi avoir une incidence positive particulièrement sur le secteur agricole, tant au Canada qu'aux États-Unis, car la production d'engrais est reconnue comme énergivore. Un redressement pourrait se produire au second semestre, ce qui offrirait alors un bon point d'entrée.
- Et enfin, il est peu probable que les ventes au détail au Canada augmentent au même rythme qu'aux États-Unis en raison de l'endettement des consommateurs canadiens, de la création d'emplois inférieure à la normale et de la baisse de la croissance des revenus d'emploi. L'appréciation du dollar américain comprime aussi les marges des détaillants canadiens sur plusieurs produits et exerce ainsi une **pression à la baisse sur les titres dans le secteur de la consommation**.

Dans l'ensemble, nous restons optimistes pour 2016, mais nous devons reconnaître que le ratio risque/rendement pourrait être moins favorable en 2016 qu'il ne l'a été durant les cinq dernières années. Les marchés boursiers mondiaux se situent déjà à leur juste valeur et leurs rendements dépendront donc, plus que jamais, de la capacité de l'économie mondiale d'enregistrer de la croissance et de la capacité des entreprises d'accroître leurs bénéfices. De plus, la tendance à la volatilité des marchés ira même en s'accroissant en 2016 par rapport à l'année dernière, car plusieurs menaces mondiales éventuelles pourraient faire trébucher les marchés. En conséquence, comme ces dernières années, le lecteur doit savoir que **les perspectives économiques et prévisions du marché ci-dessus comportent des risques**.

À notre avis, le fléchissement de l'économie mondiale découlant d'un ralentissement plus marqué que prévu de l'économie chinoise qui forcerait **une dévaluation désordonnée du yuan** constitue l'un des risques les plus importants. L'annulation des opérations de portage (« carry trades »), conclues durant une « période considérable » de faiblesse des taux d'intérêt aux États-Unis et une période de rendements attendus plus attrayants en Chine et dans d'autres marchés émergents (lorsque le yuan était solidement ancré au dollar américain et d'autres devises des pays émergents s'appréciaient), pourrait faire des ravages sur les marchés. Un tel événement pourrait provoquer une grande instabilité financière aussi bien dans les pays développés que les pays émergents, en plus de prolonger le ralentissement dans les pays producteurs de produits de base.

Parmi les autres menaces, mentionnons l'éclosion d'une épidémie, la propagation de virus informatiques qui paralyseraient des serveurs et réseaux de communication mondiaux, l'agitation sociale attribuable à l'augmentation des inégalités de revenu et des événements imprévus au Moyen-Orient ou ailleurs. Si de tels événements devaient nuire au commerce mondial et à la libre circulation des biens et services dans le monde entier, une récession mondiale pourrait s'ensuivre. Dans presque toutes ces situations, même s'il était impossible de se mettre complètement à l'abri de la crise, **l'économie américaine et le dollar américain représenteraient probablement le refuge le plus sûr**.

Luc Vallée, Ph.D. | Stratège en chef
514 350-3000 | ValleeL@vmbi.ca

Eric Corbeil, M.Sc., CFA | Économiste principal
514 350-2925 | CorbeilE@vmbi.ca

Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est un employé de Valeurs mobilières Banque Laurentienne (VMBL), une filiale en propriété exclusive de la Banque Laurentienne du Canada. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier si les renseignements qui figurent dans le présent document sont tirés de sources considérées comme étant fiables et que les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements peuvent évoluer de façon soudaine et importante. Par conséquent, ni l'auteur ni VMBL ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui figurent dans le présent document ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à une autre opération en vous fondant sur le présent document. Vous devriez plutôt consulter au préalable votre conseiller en placement, qui peut analyser les facteurs pertinents à un placement ou à une opération proposés. VMBL et l'auteur se dégagent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrevenant à la présente clause. Le présent rapport, y compris l'information, les opinions et les conclusions qui y figurent, en totalité ou en partie, ne peut être distribué, publié, mentionné ou reproduit de quelque manière que ce soit sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.

