

Par **Daniel Theriault**, CFA, MBA,  
Chef stratège en placements

# Commentaire sur les marchés

## La volatilité nous réserve un dur périple

*« Seul le désert exerce cet attrait, celui d'un périple solitaire sous le soleil, dans cette contrée que nul ne possèdera jamais, loin de l'homme. Ah, quelle grande tentation... »*

**D.H. Lawrence**

*« ...n'allez jamais plus vite que votre ange gardien ne peut voler. »*

**A.H. Rosenberg**

Le désert de Mojave, dans le sud-ouest des États-Unis, est l'une des destinations touristiques les plus prisées en Amérique du Nord. Les casinos de Las Vegas, avec leurs machines à sous et leurs tables de jeu, exercent certes un attrait indéniable, mais au-delà de leurs murs, c'est un paysage d'une diversité spectaculaire se déclinant dans une palette de rouges estompés et d'ocre qui attend les visiteurs. Les chaînes de montagnes qui encerclent le désert, quant à elles, créent un climat aride caractérisé par des températures extrêmes. Dans la Death Valley, le point le plus bas et le plus chaud de toute l'Amérique du Nord, le mercure peut même dépasser 49 degrés en été. Malgré le climat hostile, plus de 1 800 variétés de plantes vivent dans cette contrée désertique. Les terres publiques du Mojave, administrées par le Bureau of Land Management des États-Unis, comprennent l'un des plus grands terrains à libre usage au monde pour les véhicules hors route. Les amateurs de moto y viennent pour profiter de la variété du terrain et des conditions. Les sables profonds, les lits de rivière en gravier, la rocaïlle et les fonds de lacs compacts fournissent autant de défis pour les motocyclistes. Il y a deux secrets qu'il faut connaître pour profiter pleinement de la région : respecter le fragile écosystème et repousser ses limites (mais pas au point d'en ressortir en ambulance aérienne).

Les marchés devront eux aussi affronter des défis en 2016, comme la volatilité en dents de scie que nous avons observée au deuxième semestre de 2015 et qui devrait se poursuivre.

### États-Unis : Prêts à se relever

L'une des surprises concernant l'économie américaine en 2015 est que les taux d'intérêt ne se sont pas redressés aussi rapidement que l'attendaient la plupart des observateurs. En 2016, cette

tendance pourrait se renverser. Une remontée de l'inflation forcera la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») à abandonner sa promesse d'un cycle de resserrement graduel. Quelques catalyseurs devraient précipiter cette décision. Les deux principaux facteurs exerçant des pressions déflationnistes sur l'économie américaine en 2015 étaient la vigueur du dollar et la chute des prix des matières premières. Toute appréciation supplémentaire du billet vert, le cas échéant, devrait être modeste. En outre, même si les prix des matières premières continuent à baisser à court terme, ils clôtureront probablement 2016 en hausse par rapport à aujourd'hui dans les secteurs de l'industrie et de l'énergie. En même temps, les pressions internes sur les prix augmentent; en effet, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre et l'inflation des services de base passeront à environ 3,0 %.

Le PIB des États-Unis n'aura pas à excéder une croissance modérée de 2,5 % pour que l'inflation atteigne le taux cible de 2 % de la Fed, ce qui devrait se produire d'ici la moitié de l'année. L'inflation dépassera donc probablement la fourchette cible dans la seconde moitié de l'année, entraînant des hausses de taux supplémentaires. Le taux du financement à un jour de la Fed pourrait donc atteindre 2 % d'ici la fin de l'année, ce qui est conforme aux projections de cette dernière. Cela signifie que si les taux d'inflation et d'intérêt augmentent en parallèle, les taux d'intérêt réels demeureront inférieurs à zéro.

Bien entendu, 2016 réserve bon nombre de surprises aux banques centrales et aux marchés financiers. Compte tenu des données relativement encourageantes pour la zone euro, la Chine et le Japon, il pourrait même s'agir d'agréables surprises. L'hiver doux dont profite le pays grâce à l'effet El Nino devrait également avoir un effet positif, quoi que temporaire, sur le PIB.

### **Europe : La traversée du désert n'est pas encore terminée**

Les dernières données dont nous disposons suggèrent fortement que les pays en périphérie de la zone euro ont continué à améliorer leurs finances publiques au cours des derniers mois de 2015. Les données gouvernementales provenant de Bruxelles montrent qu'au cours des 11 premiers mois de 2015, tous les pays de la périphérie ont accusé des déficits inférieurs à ceux de la même période un an plus tôt. Toutefois, les récentes élections générales en Espagne et au Portugal ont ravivé les craintes de dérapages fiscaux pour l'année à venir. L'Irlande, quant à elle, a affiché un surplus budgétaire pour la première fois en huit ans grâce à une augmentation marquée des recettes fiscales. Les recettes provenant de la taxe de vente (taxe sur la valeur ajoutée) et de l'impôt sur les sociétés ont profité de la solide croissance de l'économie. L'Irlande a également réussi à couper dans les dépenses, ce qui signifie qu'elle se trouvera même en dessous de son déficit cible de 2,7 % du PIB.

Parmi les pays périphériques, seule la Grèce n'a pas affiché de hausse de ses revenus cumulatifs par rapport à l'année précédente. Le pays a toutefois réalisé des progrès, faisant passer son déficit

global de 1,0 % à 0,7 % en réduisant les dépenses pour compenser la baisse des revenus. Le gouvernement de la Grèce devra également relever une tâche difficile, c'est-à-dire revoir son système de retraite tout en tentant de satisfaire aux exigences de ses créanciers et de son parlement, qui tend vers la gauche.

De son côté, l'Italie va à contre-courant de la tendance générale vers l'austérité. En effet, les dépenses du gouvernement ont affiché une croissance substantielle de presque 9,0 % au cours des 12 derniers mois. Les budgets italiens pour 2016 ne sont pas plus encourageants, puisqu'on n'y voit aucun signe de réduction des primes salariales ou des subventions culturelles. L'Italie a perdu encore 3,5 milliards d'euros en recettes fiscales à cause de l'abolition de la taxe sur les résidences principales et le ratio de la dette publique du pays est maintenant au-delà de 130 %. Un démêlé entre Rome et la Commission européenne est inévitable.

### **Chine : Un ralentissement en vue d'un rééquilibrage**

Le ralentissement de la croissance en Chine et le caractère imprévisible des politiques chinoises n'ont rien de nouveau. Les marchés continuent cependant à réagir comme s'ils étaient surpris, alors que la croissance du pays connaît un ralentissement important depuis le début de 2014 et que la plupart des gens s'attendaient à la volatilité du marché boursier compte tenu des énormes difficultés liées à la mise en œuvre de la réforme des marchés financiers.

Les événements en Chine ont tendance à avoir des répercussions à l'échelle mondiale, et la forte volatilité du marché boursier chinois correspond à ce qu'on a appelé le phénomène mondial « FANG ». (FANG est un acronyme qui désigne quatre sociétés du secteur des technologies : Facebook, Amazon, Netflix et Google. Ces sociétés se sont fait remarquer pour leur rendement sur le marché en 2015, l'absence de dividendes, leur grande volatilité et leurs ratios cours/bénéfice disproportionnés. En bref, il ne s'agit pas d'actions pour les cœurs fragiles.) Le rendement du marché boursier chinois dépend maintenant étroitement d'une poignée d'actions de sociétés de la « nouvelle économie ». La Chine a deux grandes bourses. L'indice de Shenzhen est dominé par les sociétés technologiques et les titres s'y négocient à un ratio cours/bénéfice d'environ 50 fois, ce qui est très élevé. Par contraste, les titres de l'indice NASDAQ aux États-Unis se négocient actuellement à environ 31 fois les bénéfices des 12 derniers mois. Sur la seconde grande bourse, l'indice de Shanghai, les titres se négocient à un ratio plus normal de 17,5 fois les bénéfices, comme l'indice S&P 500 aux États-Unis. Les valorisations boursières élevées comme celles de l'indice de Shenzhen sont habituellement associées à des niveaux de volatilité beaucoup plus importants. Nous pouvons donc nous attendre à une année mouvementée du côté des actions chinoises en 2016.

Le ralentissement de l'activité économique en Chine pourrait enfin sortir l'économie mondiale du « malaise » qui s'est installé à la suite de la crise économique. La faiblesse de la croissance en Chine, combinée à la libéralisation financière, pourrait permettre de rééquilibrer l'économie mondiale, ce

qui est exactement ce que les décideurs et les investisseurs du monde entier souhaitent. Cela ne se produira que si le taux de change du yuan baisse par rapport à bon nombre de monnaies, pas seulement le dollar américain. Le yuan s'est apprécié de plus de 3 % l'an dernier par rapport à un panier de monnaies pondéré en fonction des échanges. Comme on pouvait s'y attendre, la Banque populaire de Chine a récemment annoncé qu'elle utiliserait le même panier de monnaies pour établir son taux de change cible. La faiblesse du yuan devrait être vue d'un bon œil par les investisseurs (cela signifie que l'économie mondiale se rajuste correctement) et non comme un autre signe de la diminution de la croissance en Chine. Ce qui serait préoccupant, ce serait plutôt que ce rajustement du taux de change s'arrête. Malheureusement, 2016 sera une année électorale aux États-Unis, et les candidats présidentiels pourraient être tentés de s'en prendre à la Chine dans leurs discours.

### Canada : Pris dans les ornières

Il devient de plus en plus difficile de se laisser convaincre par la vision optimiste de la Banque du Canada selon laquelle les secteurs autres que celui de l'énergie font contrepoids aux effets du choc pétrolier. Le PIB n'a pas bougé en octobre, et ce, après un mois de septembre décevant. En fait, le taux de croissance annualisé sur trois mois s'établit à un maigre 0,7 %. La production industrielle, quant à elle, affiche une baisse de 1,0 % par rapport à l'année précédente. Même les résultats des sociétés de services publics ont chuté, probablement en raison du temps inhabituellement clément cet automne.

Les ventes au détail, de leur côté, sont encourageantes si l'on se fonde sur la valeur, quoi que les volumes de ventes sont légèrement en baisse. La croissance annualisée a grimpé jusqu'à 3,4 % pour le trimestre qui a pris fin en octobre, comparativement à 3,0 % pour le trimestre précédent. Les données préliminaires pour les ventes de véhicules, elles, suggèrent un ralentissement dans ce secteur; le rythme effréné des ventes allait bien devoir ralentir à un moment ou à un autre.

La construction résidentielle demeure un secteur solide de l'économie canadienne, tandis que les inquiétudes au sujet de l'endettement excessif des ménages s'intensifient.

La baisse soutenue des investissements des entreprises dans la plupart des secteurs est particulièrement troublante. La construction non résidentielle est en baisse de plus de 10,0 % par rapport à la même période l'an dernier. La faiblesse du dollar canadien était censée stimuler les exportations, mais cela tarde à se concrétiser. Le commerce entre le Canada et les États-Unis a même reculé en octobre, pour un troisième mois de suite. Sur une note positive, les exportations vers l'Union européenne et le Royaume-Uni sont en hausse. Cependant, jusqu'à maintenant, le principal effet de la faiblesse du dollar est l'accroissement du prix des biens d'équipement. Il n'est donc pas étonnant que les importations réelles de matériel et d'outillage aient diminué.

Le taux d'utilisation de la capacité industrielle a affiché une augmentation au troisième trimestre, bien que les stocks soient restés élevés en raison de la faiblesse de la demande intérieure.

## Notre stratégie

La volatilité des marchés financiers a continué sans relâche tout au long de décembre. La morosité générale des marchés des actions en novembre s'est poursuivie en décembre, la plupart des grands indices affichant des rendements négatifs. L'indice composé S&P/TSX, au Canada, et l'indice DAX 30, en Allemagne, ont mené le repli. Même l'indice américain S&P 500 a subi une légère perte en décembre, mais a réussi à terminer l'année avec un rendement total modeste de 1,38 % (en dollars américains). La faiblesse du huard a encore une fois été favorable aux rendements des actions étrangères.

Les taux de rendement des placements à revenu fixe ont dévié en décembre. Ceux des titres canadiens ont chuté pour la plupart des échéances, tandis que ceux des titres américains ont légèrement progressé une fois de plus. Notre position demeure défensive pour ce qui est des titres à revenu fixe, et nous continuons à chercher des rendements supérieurs là où nous pouvons les trouver sans risque indu. Nous surveillons les occasions liées aux titres d'emprunt à haut rendement tout comme celle liées aux actions privilégiées.

Malgré le ralentissement qui touche les marchés des actions ces derniers temps, nous privilégions toujours les actions aux titres à revenu fixe. Les taux d'intérêt demeurent obstinément bas et les banques centrales sont très expansionnistes, ce qui rend les actifs à risque plus intéressants.

## Le mot de la fin

Il existe une façon simple de rendre une excursion en moto hors route plus sûre dans un environnement qui ne vous est pas familier et qui est possiblement dangereux comme le désert de Mojave. Limitez les risques : embauchez un guide compétent, établissez un parcours qui respecte vos capacités, vérifiez que les motocyclettes sont en bonne condition et portez l'équipement de protection approprié. Ces conseils se transposent assez facilement aux placements. Faites appel à des conseillers chevronnés qui vous connaissent bien et qui peuvent vous aider à établir des objectifs adaptés ainsi qu'un profil de risque qui respecte votre tolérance. Pour connaître du succès à long terme, il est essentiel d'adopter une approche rigoureuse et diversifiée de gestion de portefeuille, sans jamais réagir de manière émotionnelle, voire extrême, aux événements du marché. Cela vous permettra de rester sur le bon chemin.

*Les renseignements contenus dans la présente publication sont fondés sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprise. Nous les estimons fiables sans toutefois en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans cette publication sont purement ponctuelles et peuvent changer en tout temps. BMO Gestion privée de placements inc. n'est pas responsable des pertes pouvant découler de l'utilisation du présent commentaire ou de son contenu. Les informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments contenus dans le document ne doivent pas être considérés comme une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de produits ou de services qui y sont mentionnés (y compris de marchandises, de titres ou autres instruments financiers), et ces informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments ne doivent pas être considérés comme un conseil en matière de placement ou comme une recommandation quant à la conclusion d'une quelconque opération, ni comme une assurance ou une garantie en ce qui concerne les résultats d'une quelconque opération.*

*MD « BMO (le médaillon contenant le M souligné) Gestion de patrimoine BMO Banque privée » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. Les services de gestion de placement sont offerts par l'intermédiaire de BMO Gestion privée de placements inc., filiale indirecte de la Banque de Montréal.*