

## Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Décembre 2014

### Sommaire

- Une amélioration progressive des conditions économiques dans les marchés développés, les É.-U. en tête de file, continuera de tirer la croissance mondiale en 2015.
- L'activité économique demeure morose en Europe dû aux conditions de crédit difficiles et aux tensions géopolitiques qui minent la confiance. Les mesures de stimulation de la BCE sont essentielles à une reprise.
- Les marchés émergents s'ajustent afin de corriger les déséquilibres externes. Bien que leur croissance ait ralenti, leur expansion anticipée est encore deux fois plus rapide que celle des marchés développés.
- Le ralentissement des économies en développement et dans la zone euro a fait chuter les prix de divers produits de base, dont le pétrole.
- Le déséquilibre entre l'offre et la demande mondiale de pétrole est temporaire. En attendant le réajustement des prix, l'économie mondiale s'en trouvera bonifiée.
- Les actions sont soutenues par des valorisations raisonnables et une solide croissance des bénéfices des entreprises, alors que les titres à revenu fixe présentent un piètre profil risque-rendement. Nous continuons d'anticiper un rendement plus élevé pour les actions que pour les obligations et les quasi-espèces.

L'économie mondiale est en expansion, tirée par l'amélioration des conditions aux États-Unis, malgré la morosité de l'activité en Europe et au Japon et la faiblesse de certains marchés émergents. Dans l'ensemble, les freins budgétaires, monétaires et structurels se relâchent, ouvrant la voie à une accélération de l'activité économique en 2015.

Malgré des perspectives économiques mondiales positives pour l'année qui vient, plusieurs produits de base ont vu leur prix baisser. Celui du pétrole a chuté de 50 % depuis juin, entraînant une correction équivalente des titres énergétiques. Le marché pétrolier souffre d'un déséquilibre temporaire entre l'offre et la demande et le temps requis pour un réajustement demeure incertain. Le plus longtemps que persistera ce déséquilibre, plus l'économie mondiale sera susceptible d'en bénéficier.

Les marchés boursiers américains ont atteint de nouveaux sommets au quatrième trimestre et l'indice S&P 500 se négocie maintenant à 15,7 fois les bénéfices de 2015. Nous sommes cependant loin d'une bulle. Les valorisations sont justes et reflètent des rendements attendus de 6 % à 7 % au cours des prochaines années. Cette conjoncture accentue l'importance d'une sélection rigoureuse des titres dans un portefeuille bien diversifié.

Aux États-Unis et au Canada, les taux obligataires à 10 ans ont reculé de 86 et 97 points de base respectivement depuis un an pour retrouver leurs creux historiques de juillet 2012. Les obligations gouvernementales à long terme ont généré un rendement de 1,5 % à 2,5 % par année sur ces derniers 2 ans et demi alors que les actions canadiennes ont affiché un rendement de 25 % et les actions américaines, un rendement de 27 %.

Tant en termes absolus que relatifs, nous sommes convaincus que les obligations à long terme sont peu attrayantes. Notre portefeuille obligataire est constitué de titres de grande qualité et structuré de façon à protéger le capital lors de la hausse inévitable des taux d'intérêt.

## **L'économie américaine repose sur des bases solides**

Aux deuxième et troisième trimestres de 2014, l'économie américaine a enregistré sa croissance semestrielle la plus rapide depuis 2003. Au troisième trimestre de 2014, le PIB nominal a progressé de 4,3 %, soit 728 milliards de dollars, par rapport au troisième trimestre de 2013 et tous les grands segments de l'économie ont contribué à la croissance. Les indicateurs laissent entrevoir une activité aussi vigoureuse au quatrième trimestre. Il s'est créé en moyenne 258 000 emplois par mois de juin à novembre et les salaires hebdomadaires sont en hausse de 2,4 % sur un an. Le revenu disponible monte de 3,5 %, soutenant une augmentation de 4,2 % des dépenses de consommation. En novembre, les ventes au détail affichaient une progression annuelle de 5,1 % soutenue par le renforcement des ventes d'automobiles (+8,6 %), de matériaux de construction (+7,8 %) et des achats en ligne (+8,7 %).

On observe aussi une nette amélioration des bénéfices des entreprises, en hausse de 10,0 % sur un an au troisième trimestre. Vu le taux élevé d'utilisation des capacités de production, les sociétés ont réinvesti ces bénéfices dans leurs immobilisations. Sur douze mois, les dépenses en équipement, l'investissement dans les structures non résidentielles et les dépenses en R et D ont augmenté de 9,4 %, 10,9 % et 6,8 % respectivement. On s'attend à ce que les dépenses en immobilisations des entreprises restent robustes. L'indice des nouvelles commandes manufacturières de l'Institute of Supply Management (ISM), baromètre de la production future, a récemment atteint 57,3 tandis que l'indice ISM des nouvelles commandes de services se situait à 58,9. Ces deux chiffres dépassent de loin le niveau de 50 qui correspond à une expansion.

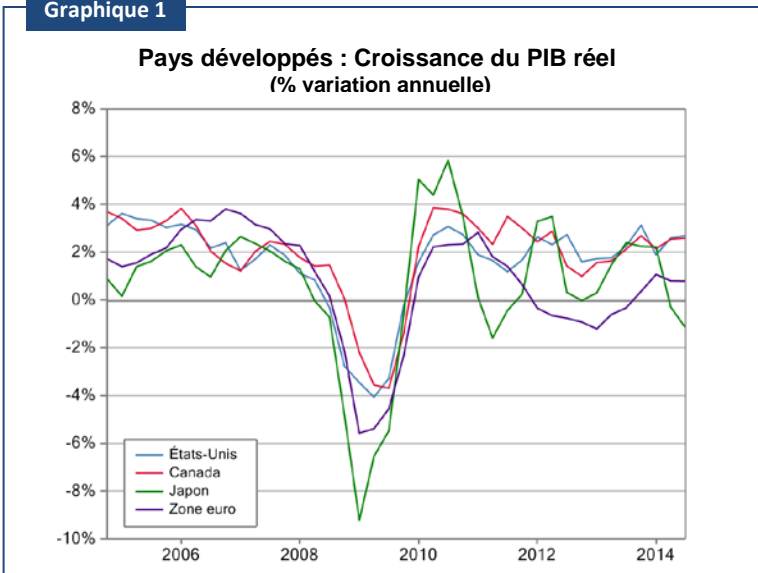
Le marché américain de l'habitation reprend. Les mises en chantier atteignent un million sur un an, tirées par une augmentation de 8,5 % de la construction de maisons unifamiliales. L'allègement récent des normes de crédit hypothécaires pourrait stimuler encore la demande de logements. Les deux grands prêteurs hypothécaires parrainés par le gouvernement, Fannie Mae et Freddie Mac, ont abaissé la mise de fonds minimale exigée pour l'achat d'une résidence principale, qui est passée de 5 % à 3 %.

Pour 2015, nous nous attendons à de nouveaux gains au chapitre de l'emploi et des salaires, qui devraient encore soutenir les dépenses de consommation. Les dépenses d'investissement devraient rester fortes et le redressement du marché de l'habitation est loin d'être terminé. La résorption du déficit fédéral devrait permettre au secteur public de commencer à avoir un impact légèrement positif sur la croissance. Ensemble, ces facteurs devraient contribuer à une expansion d'environ 3,0 % de l'économie américaine en 2015.

## **La croissance est modeste dans le reste du monde**

Les perspectives de croissance sont mitigées à l'extérieur des États-Unis. L'économie canadienne suit le mouvement ascendant de l'économie américaine et profite de la baisse du huard et d'une intensification des échanges commerciaux. Depuis le début de l'année, les exportations canadiennes ont augmenté de 9,9 % sur un an. La progression est générale et touche autant les biens de consommation (+15 %) que les véhicules automobiles et pièces (+11 %) et le matériel et outillage (+8 %). La hausse des exportations de produits énergétiques, qui représentent près du quart des exportations canadiennes, a quant à elle ralenti à 2 % sur un an. Le commerce international contribuera encore fortement à la croissance réelle du Canada, qui devrait se situer entre 2,0 % et 3,0 % l'an prochain.

Graphique 1



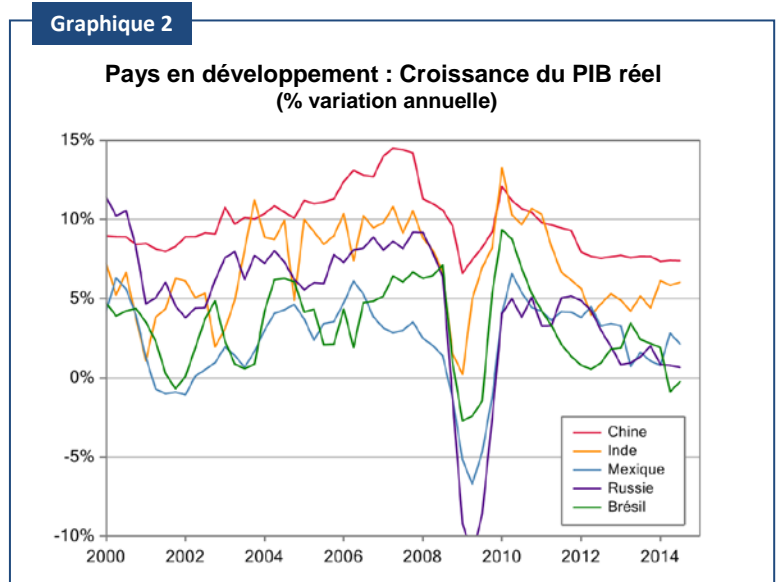
Les indicateurs de l'activité économique mondiale, dont les ventes au détail et la production industrielle, montrent que l'économie japonaise est en récession, que la zone euro croît très légèrement et que plusieurs pays émergents ralentissent (graphiques 1 et 2). L'économie japonaise a fortement ralenti après la hausse de 3 % de la taxe de vente en avril. Le recul des dépenses de consommation et des investissements s'est traduit par une baisse du PIB (-1,2 %) pour un deuxième trimestre d'affilée. L'activité économique du Japon devrait rester modérée l'an prochain et le Fonds monétaire international (FMI) s'attend à une croissance de 0,8 % en 2015.

À l'exception du Royaume-Uni et de l'Espagne, où la croissance du PIB réel s'est accélérée à 2,6 % et 1,6 % respectivement au troisième trimestre, les grandes économies européennes ralentissent. Le PIB réel de l'Allemagne a progressé de 1,2 %, tandis que l'activité économique reste faible en France (+0,4 %) et se contracte depuis plus d'un an en Italie (-0,5 %). Globalement, la zone euro affiche une croissance réelle de 0,8 % au troisième trimestre, chiffre conforme à nos prévisions pour l'année.

Le conflit entre l'Ukraine et la Russie a plombé l'optimisme des entreprises et des consommateurs de la zone euro. La montée des tensions avec la Russie a entraîné une chute marquée de l'indice IFO du climat des affaires, qui mesure l'état d'esprit des entrepreneurs allemands à l'égard du contexte commercial actuel et prévu. Les inquiétudes géopolitiques ont refroidi la reprise qui s'amorçait dans la région plus tôt cette année et menacent encore le redressement de l'économie. Nous surveillons de près l'évolution de la situation puisque les banques européennes sont exposées à hauteur de 175 milliards de dollars à la Russie.

La morosité de l'activité en Europe s'explique aussi par le resserrement du crédit. La réussite des mesures d'expansion du crédit de la Banque centrale européenne (BCE) dépendra en définitive de la demande de prêts de la part des consommateurs et des entreprises. Le catalyseur pourrait provenir d'une stabilisation des tensions dans la région ou d'une libération de la demande latente des consommateurs. Dans l'intervalle, cependant, la BCE s'active à augmenter l'offre de crédit. Elle veut injecter l'équivalent de 1 000 milliards de dollars de liquidité dans le système et faire remonter son bilan au niveau de 2012. De plus, la Commission européenne a annoncé la création d'un fonds capable de financer jusqu'à

Graphique 2



315 milliards d'euros de nouveaux investissements sur trois ans. Ce fonds, dont le lancement est prévu en 2015, devrait contribuer à la stimulation du crédit.

Enfin, dans certains pays de la zone euro, la reprise est freinée par l'absence de réformes structurelles, notamment en ce qui a trait à la main-d'œuvre. La France et l'Italie devraient prendre exemple sur l'Espagne, où la libéralisation du marché du travail a fait rebondir la compétitivité, l'emploi et la croissance économique. Nous nous attendons à ce que la progression du PIB réel de la zone euro reste modérée, se situant autour de 1 % en 2015.

Du côté des marchés émergents, la croissance réelle a légèrement ralenti en Chine (7,3 %) et se situe à 6,0 % en Inde, 2,2 % au Mexique et -0,2 % au Brésil (graphique 2). En Russie, la chute de 43 % du rouble illustre la volatilité de la situation. L'impact des sanctions devrait entraîner l'économie en récession en 2015, bien que l'ampleur de la contraction soit difficile à prédire pour l'instant.

Bien que les pays en développement ne présentent pas tous la même trajectoire de croissance, un thème commun à la plupart de ces économies a trait à la volatilité des flux de capitaux étrangers. Au lendemain de la crise financière, les grandes banques centrales ont injecté d'abondantes liquidités dans le système financier et les taux sont tombés à des niveaux très faibles dans les pays développés, attirant les fonds étrangers vers les titres plus rémunérateurs des marchés émergents. Il s'en est suivi une activité économique vigoureuse dans les pays en développement, dont le PIB réel a augmenté en moyenne de 6,9 % en 2010-2011. Cependant, durant l'été 2013, la Réserve fédérale américaine a averti qu'elle mettrait fin à ses achats d'obligations d'État et d'agences gouvernementales, entraînant une fuite de capitaux hors des économies émergentes. Ces pays ont alors été forcés de corriger leurs déséquilibres économiques externes (voir nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* de septembre 2013). La croissance réelle des pays en développement a ralenti à 4,7 % en 2013 et devrait baisser à 4,4 % en 2014 d'après le FMI.

La banque centrale américaine a, au cours du dernier trimestre, mis fin à ses achats d'actifs et commencera vraisemblablement à relever son taux directeur en 2015. Avec en outre le risque d'une détérioration plus poussée de l'économie russe, la fuite de capitaux pourrait se poursuivre dans certains pays émergents. L'assombrissement des perspectives en Russie, au Brésil et en Chine devrait inciter le FMI à abaisser sa prévision de croissance des économies émergentes, actuellement établie à 5 % pour 2015. Malgré le ralentissement cyclique que pourrait provoquer la correction des déséquilibres externes des pays émergents, ceux-ci devraient néanmoins croître deux fois plus rapidement que les pays développés. De plus, les fondamentaux de leur dynamisme (croissance démographique, consommation intérieure et besoins en infrastructures) favorisent toujours une forte croissance à moyen et à long terme.

La somme de nos prévisions nous fait attendre une expansion de l'ordre de 3,5 % à 4,0 % du PIB réel mondial en 2015, tirée par une accélération de la croissance dans les pays développés. Nos perspectives sont tempérées par les ralentissements régionaux mentionnés précédemment, mais l'économie mondiale pourrait profiter de la chute récente des prix de l'énergie.

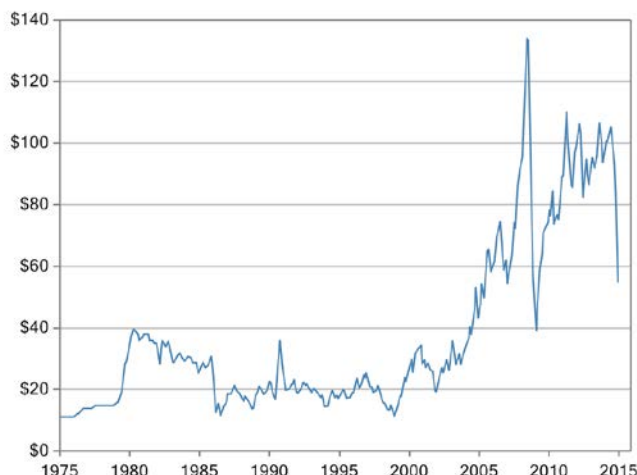
### **Un déséquilibre temporaire entre l'offre et la demande fait chuter le prix du pétrole**

Le ralentissement de la croissance dans plusieurs grands marchés émergents et dans la zone euro a fait chuter les prix de différents produits de base. Ceux du fer, du charbon et de nombreux métaux de base

comme le nickel, le cuivre et le zinc sont en baisse depuis 2011 et sont souvent inférieurs à leur coût de production total. Par contre, le prix du pétrole avait fait preuve de résilience jusqu'à l'été 2014.

Graphique 3

Prix du pétrole WTI (\$/baril)



Le prix du pétrole West Texas Intermediate (WTI) a maintenant chuté de 50 % depuis juillet et s'approche de ses niveaux de 2009 (graphique 3). Face à un recul d'une telle ampleur, trois questions se posent : 1) d'où vient cette faiblesse du prix du pétrole et cet état de choses correspond-il à un « nouvel équilibre »; 2) pendant combien de temps le prix du pétrole peut-il rester bas; et 3) quelles sont les conséquences de cette situation pour les portefeuilles exposés au secteur de l'énergie.

La demande de pétrole a baissé dans plusieurs pays au deuxième trimestre de 2014. Elle a fléchi de 3 % en Europe alors qu'elle a chuté de 5 % au Japon,

principalement en raison du recours au charbon et de la réouverture de deux centrales nucléaires pour produire de l'électricité. La croissance de la consommation chinoise a ralenti, plombée par la décélération de la croissance économique et par les cibles de réduction de la pollution fixées par l'État. Globalement, la demande mondiale de pétrole n'a augmenté que de 0,3 million de barils par jour (Mb/j) au deuxième trimestre, contre une croissance annuelle de l'ordre de 1 Mb/j à 1,5 Mb/j ces deux dernières années. Parallèlement, la hausse constante de la production pétrolière américaine a fait grimper l'offre mondiale d'environ 2 %. Durant les mois d'été, l'offre a excédé la demande par 1,3 Mb/j (tableau 1).

Tableau 1 – Demande et offre mondiales de pétrole (en millions de barils / jour)

Demande de pétrole en 2014				Offre de pétrole en 2014			
	Variation a/a au T2	Variation a/a au T3	Niveau au T3		Variation a/a au T2	Variation a/a au T3	Niveau au T3
États-Unis	--	---	19,5	<b>Hors OPEP</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>56,8</b>
Japon	-0,2	-0,4	3,9	<i>dont : États-Unis</i>	1,7	1,5	11,9
Chine	0,2	0,2	10,4	<b>OPEP</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>37,0</b>
Europe	-0,4	-0,1	14,6	<i>Dont : Arabie saoudite</i>	0,2	-0,2	11,6
Reste du monde			44,7				
<b>Demande mondiale</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>93,1</b>	<b>Offre mondiale</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>93,7</b>
				<b>Offre excédentaire</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>

Au troisième trimestre, la demande mondiale s'est légèrement redressée pour s'établir à 0,6 Mb/j au-dessus des niveaux de 2013, mais l'approvisionnement excédentaire est demeuré stable à 1,4 Mb/j. La demande de pétrole ayant tendance à augmenter à environ la moitié du rythme de croissance du PIB réel mondial, il faudra 1,3 million de barils de plus dans le monde en 2015 si le PIB croît de 3,8 % (point médian de notre prévision). Du côté de l'offre, une analyse de la capacité excédentaire mondiale révèle qu'à l'exception des États-Unis et, dans une moindre mesure, du Canada, aucun pays n'a renforcé sa



capacité de production de façon significative depuis cinq ans. La hausse du prix du pétrole a encouragé la production à partir des sables bitumineux du Canada et des formations de schistes des États-Unis. Cependant, aux prix actuels, il n'est plus rentable de forer certaines réserves pétrolières. Les producteurs pourraient donc décider de laisser ce pétrole sous terre en attendant que le prix se normalise.

L'offre mondiale de pétrole se caractérise par la variabilité de la structure de coûts et des taux d'épuisement selon le type de réserves. Les lois de la physique font en sorte que les puits de pétrole sont le plus productifs durant leurs premières années d'exploitation : à mesure que le pétrole sort du puits, la pression baisse dans le réservoir et la quantité de pétrole pompée diminue. Ce problème touche particulièrement le pétrole de schiste, puisque la majorité des puits voient leur production diminuer de 80 % à 90 % après la première année, contre seulement 7 % pour les puits conventionnels. Or, 70 % des 11,9 Mb/j de pétrole et de liquides produits aux États-Unis proviennent des formations de schistes, le reste venant des sources conventionnelles terrestres et du golfe du Mexique. Par conséquent, les puits de pétrole américains affichent un taux d'épuisement moyen d'environ 35 % par année. Si les sociétés américaines arrêtaient d'investir en 2015, la production pétrolière des États-Unis chuterait de 4,2 Mb/j.

En 2013, les pétrolières américaines ont investi un total de 200 milliards de dollars pour remplacer et accroître leur production de 4,6 Mb/j. De ce total, 3 Mb/j sont venus remplacer la production « perdue » en raison de l'épuisement des puits et le reste représentait une croissance supplémentaire de l'offre. Or, étant donné la baisse de 50 % du prix du pétrole, les producteurs auront 50 % moins d'argent à affecter à de nouveaux projets. Les producteurs ayant tendance à dépenser la totalité des sommes qu'ils gagnent chaque année, ceci pourrait réduire les dépenses d'investissement de 50 %, soit 100 milliards de dollars. Compte tenu des taux d'épuisement et de cette chute des investissements, nous estimons que la croissance de la production américaine sera presque nulle en 2015 et qu'elle baissera en 2016.

Le déséquilibre mondial entre la demande et l'offre de pétrole ne semble donc pas refléter un « nouvel équilibre ». La demande continuant d'augmenter avec la croissance mondiale et l'offre étant comprimée par la pression sur les flux de trésorerie, il est peu probable que les prix actuels soient durables.

### **Mais la période de rééquilibrage du marché pétrolier demeure incertaine**

Les bas prix du pétrole actuels, qui frôlent les creux observés durant la récession de 2008-2009, découlent des niveaux élevés d'activité de négociation à grande volatilité, ainsi que d'une incertitude fondamentale. Cette incertitude provient des divergences de vues quant à la durabilité de la croissance de la demande annuelle de 1,3 Mb/j, et de la crainte que les producteurs de pétrole n'abaissent pas leur production comme ils ont eu tendance à le faire par le passé. Nous présentons ci-dessous deux scénarios qui jettent un éclairage sur la durée possible du processus de rajustement du prix.

En supposant que la demande de pétrole croisse en proportion de l'expansion de l'économie mondiale tel que décrit ci-dessus et que l'offre provenant des formations de schistes américaines et des autres producteurs n'augmente pas en 2015, il faudrait moins d'un an pour absorber l'offre excédentaire.

Par contre, la production actuelle est inférieure à son potentiel dans cinq pays membres de l'OPEP (Libye, Nigeria, Irak, Iran et Syrie) en raison de perturbations et de tensions géopolitiques. Si ces pays en crise recommençaient à produire à pleine capacité sans que d'autres membres de l'OPEP procèdent à une réduction correspondante de l'offre, la production globale augmenterait de 4 Mb/j. Il faudrait alors environ trois ans pour absorber l'offre excédentaire, si la demande monte de 1,3 Mb/j. Ce délai de

rééquilibrage de l'offre et de la demande s'allongerait d'un an si la demande mondiale n'augmente que de 1 Mb/j (point bas de notre fourchette de prévision).

Que le prix du pétrole se redresse en 2015 ou en 2018, sa baisse devrait stimuler l'économie mondiale puisque le pouvoir d'achat perdu par les producteurs est transféré aux consommateurs qui paient moins cher pour l'essence et qui ont donc plus d'argent pour acheter d'autres biens et services. Ceci favorisera l'activité économique dans les pays importateurs de pétrole comme les États-Unis, l'Europe, le Japon, la Chine et l'Inde.

Le FMI, les stratèges du marché et nos propres analystes estiment que la contribution de la baisse du prix du pétrole à la progression du PIB réel sera la plus forte dans les pays développés, pouvant aller d'un apport marginal à un effet net de +0,8 % en 2015. Aux États-Unis par exemple, nous estimons un effet de +0,2 %. Par contre, la croissance devrait décliner dans les pays exportateurs de pétrole. Ainsi, l'impact pourrait être de -0,25 % au Canada. Au net, cependant, les pays pour lesquels l'impact sera positif représentent une plus grande part de l'économie mondiale. Enfin, la baisse du prix du pétrole avantage les entreprises puisque la diminution du coût des intrants énergétiques fait augmenter les marges bénéficiaires.

### **Les actions du secteur de l'énergie présentent une valorisation très attrayante**

Au second semestre de 2014, le cours des actions des sociétés d'exploration et de production pétrolières a subi une baisse de l'ordre de 35 % à 40 %, conforme à la chute du prix du pétrole. Le recul du secteur de l'énergie atteint 18,4 % (en \$US, 11,1 % en \$CA) et 21,4 % dans le S&P 500 et le S&P/TSX respectivement, et ce, après une période de vigueur exceptionnelle : en juin 2014, les cours de ce secteur affichaient une progression sur deux ans de 58,4 % aux États-Unis et 48,1 % au Canada. Nos portefeuilles d'actions étaient investis à hauteur moyenne de 15 % dans les titres énergétiques mondiaux. Nos positions dans ce secteur se concentrent dans les sociétés caractérisées par un bilan solide, des actifs de grande qualité et des dividendes durables.

Nous avons testé la valeur de ces sociétés avec un prix WTI de 65 \$ le baril durant les cinq prochaines années, scénario plus pessimiste que celui que nous avons décrit ci-dessus. Dans un tel scénario, les pétrolières que nous détenons produiraient un rendement annuel des capitaux investis de 15 %. À notre avis, les valorisations actuelles sont extrêmement basses et reflètent un scénario trop négatif.

### **Résumé des conclusions de placement**

Malgré la baisse du cours des actions liées aux produits de base, le S&P 500 a franchi un sommet historique en décembre et les actions américaines ont dégagé un rendement global de 24,2 % sur l'année (en dollars canadiens). Dans le reste du monde, les rendements boursiers ont été variés : S&P/TSX +10,5 %; DAX -1,5 %; CAC-40 -1,7 %; FTSE-100 +3,8 %; Nikkei +4,4 %. L'indice MSCI Marchés émergents a gagné 7,0 % et l'indice MSCI Monde des pays développés a progressé de 15,5 %, tiré par la vigueur des marchés américains.

D'après la moyenne des estimations des courtiers concernant la croissance des bénéficiaires, les indices boursiers américains et canadiens se négocient encore au niveau raisonnable de 15,7 fois et 15 fois les bénéfices respectivement, mais les valorisations sont très inégales d'une société à l'autre. Des valorisations onéreuses ne dissuadent pas les entreprises de conclure des fusions et acquisitions. En 2014, le volume de telles opérations a augmenté de 61 % pour atteindre 4 300 milliards de dollars dans le monde, surtout en raison d'une activité plus intense en Amérique du Nord. Bon nombre de ces

opérations ont été conclues à 12 fois les bénéfices avant intérêts, impôts et amortissements, soit bien au-dessus d'une valeur que l'on considérerait raisonnable dans une perspective historique.

Bien que le cours de certains titres reflète une certaine exubérance, nous nous attendons à ce que les actions américaines et canadiennes dégagent un rendement de l'ordre de 6 % à 7 % au cours des prochaines années, en tenant compte de la croissance future des bénéfices. D'autres régions du monde offrent des valorisations boursières plus attrayantes qui laissent entrevoir des rendements un peu plus élevés. Pour 2015, les actions européennes, britanniques et japonaises se négocient respectivement à 14,2 fois, 13,2 fois et 13,6 fois les bénéfices, tandis que les marchés émergents qui devraient connaître la plus forte croissance présentent un ratio cours/bénéfice très raisonnable de 10,5. Nos portefeuilles d'actions mondiales, qui sont investis dans toutes les parties du monde et tous les secteurs de l'économie, affichent une valorisation très respectable à 13 fois les bénéfices de 2015.

Contrairement aux actions, les obligations n'offrent pas un potentiel de rendement intéressant. L'obligation d'État à 10 ans du Canada a clôturé l'année à 1,79 %, soit 97 points de base de moins qu'à la fin de 2013. Bien que la hausse de l'année précédente ait été presque entièrement effacée, le taux reste supérieur de 21 points de base à son creux de la mi-2012. Aux niveaux d'aujourd'hui, nous sommes convaincus que les prix des obligations sont déconnectés de leurs fondamentaux. La croissance économique est supérieure à 4 % en termes nominaux et 2 % en termes réels; or, le taux de l'obligation à 10 ans est inférieur à ces deux valeurs, annonçant soit un effondrement de l'activité économique, soit une longue période de déflation, deux scénarios qui ne nous paraissent pas probables.

Comme nous l'avons souligné dans le dernier numéro de nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers, les taux obligataires ont subi l'influence des flux étrangers qui les maintiennent artificiellement au-dessous de leur juste valeur. Bien que leur normalisation pourrait s'étendre sur une période plus longue, les porteurs des obligations ne sont pas compensés dans l'intervalle. Les obligations à long terme offrent un potentiel de rendement minime qui se traduira par une perte de pouvoir d'achat. En outre, elles présentent un risque élevé en raison de leur extrême sensibilité aux fluctuations des taux. Une approche patiente consistant à privilégier les obligations de bonne qualité et de courte durée ainsi que les instruments à taux variable garantira la protection du capital et la préservation du pouvoir d'achat dans le futur.

À notre avis, à moyen terme, un portefeuille d'actions choisies avec soin demeure préférable aux liquidités et aux obligations.

---

*Dans ce texte, le « dollar » est le dollar US, sauf indication contraire.*

*Vous pouvez consulter les éditions précédentes de nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers sur notre site Web au [www.lba.ca](http://www.lba.ca)*

*Les présents renseignements ont été obtenus de sources que nous croyons fiables mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et notre interprétation de ces renseignements. L'analyse de Letko, Brosseau et Associés Inc. comprend des prévisions explicites ou implicites qui pourraient ne pas se réaliser et même différer sensiblement de la réalité future. Il va de soi que, de par sa nature même, tout énoncé prévisionnel est incertain et comporte des risques inhérents.*