



La croissance mondiale s'accélère encore

À l'échelle mondiale, les nouvelles économiques se sont améliorées au deuxième semestre de 2016 dans les pays avancés comme dans les pays émergents, et cette tendance s'est poursuivie au premier trimestre de 2017.

Les bénéfices des sociétés ont augmenté du même accord, tandis que l'inflation pointe à l'horizon, huit ans après la Grande Récession. Un contraste marquant avec la conjoncture d'il y a un an.

Aux **États-Unis**, Donald J. Trump a été assermenté comme 45e président. Il hérite d'une économie proche du plein emploi et prometteuse si l'on se fie aux sondages portant sur la confiance des consommateurs et des petites entreprises.

Il faudra voir maintenant si son administration sera capable de mettre en place des mesures favorables au monde des affaires. D'autant plus qu'il faut se demander si des politiques fiscales stimulatrices sont vraiment nécessaires dans un contexte de plein emploi, car elles pourraient précipiter l'arrivée de la prochaine récession en épongeant l'offre des intrants dans l'activité économique.

Le chômage affiche déjà un faible taux de 4,5 % et la croissance est solide. Le Produit intérieur brut des États-Unis a augmenté au taux annualisé de 2,8 % pour la deuxième moitié de 2016, et le consensus prévoit une croissance de 2,3 % pour 2017.

La zone euro semble finalement sortir de la stagnation. Les risques politiques se sont quelque peu atténués avec les Pays-Bas ayant voté pour Mark Rutte, chef du parti populaire libéral et démocrate, au centre droit sur l'échiquier politique. En France et en Allemagne, les élections n'ont pas encore eu lieu. L'Allemagne est un modèle de stabilité politique, mais l'incertitude est plus grande en France.

Cette conjoncture politique changeante masque l'amélioration sous-jacente de l'économie de la zone euro. L'inflation pointe et les indices manufacturiers français et allemands n'ont jamais été aussi hauts en 6 ans. Ainsi, les économistes revoient à la hausse leurs prévisions de la croissance du PIB en 2017, désormais à 1,6 % contre 1,2 % en août 2016.

Faisant suite au vote historique du *Brexit* en juin 2016, le Royaume-Uni a officiellement enclenché le processus de négociation pour quitter l'Union européenne. Estimées à 2 ans, les négociations risquent d'intensifier l'incertitude relative aux échanges commerciaux et de contribuer à déprimer le cours de la livre sterling.

La **Chine** et beaucoup d'autres pays émergents connaissent une croissance bien au-dessus de celle des pays développés. La Chine vise une croissance du PIB de 6,5 % en 2017. Un des défis à court terme pour ce pays est d'améliorer l'état de son industrie financière, qui est encore immature. Les prêts en défaut sont légion et doivent être réduits, surtout dans les secteurs de l'immobilier et de la production industrielle.

La conjoncture des pays émergents est en bonne position. L'inflation continue de chuter alors que la croissance est déjà forte ou en accélération. De plus, la Russie et le Brésil sortent de récessions profondes. En Inde, l'impact de la démonétisation de la plupart des billets en circulation, une mesure visant à lutter contre le travail au noir, a été moins négatif que prévu. La croissance du PIB dans ce pays au quatrième trimestre de 2017 a atteint 7,0 %, au-delà du 6,1 % anticipé.

Le **Canada** se porte bien. Soutenue par une augmentation des exportations couplée à une diminution des importations, la croissance du PIB a atteint un taux annualisé de 2,6 % au quatrième trimestre de 2016. Les chiffres pour le deuxième et le troisième trimestre ont également été revus à la hausse. Ce n'est pas surprenant étant donné la bonne dynamique de l'économie aux États-Unis, le principal partenaire commercial du Canada. Quant au premier ministre récemment élu, Justin Trudeau, il fait preuve d'un pragmatisme et d'une adaptabilité qui surprend beaucoup.

La hausse des taux d'intérêt se termine

Les taux d'intérêt des obligations du Trésor à 10 ans du Canada et des États-Unis ont frappé des planchers historiques au cours du troisième trimestre de 2016, pour remonter abruptement au cours des derniers mois de l'année. De même, les attentes inflationnistes ayant touché un creux ont rebondi grâce à l'embellie des économies et à la bonne santé du marché de l'emploi. À noter qu'une partie du rebond des taux a coïncidé avec l'élection de Trump.



Le mouvement à la hausse des taux s'est arrêté au cours du trimestre. En fait, le rendement à échéance de l'indice FTSE TMX a reculé à 2,06 % alors qu'il affichait 2,14 % trois mois plus tôt. Il était toutefois encore plus bas en septembre 2016, à 1,71 %. Le rendement pour le trimestre a été de 1,2 %.

L'amélioration synchronisée de l'économie à l'échelle mondiale se reflète dans le comportement des banques centrales. La Réserve fédérale a augmenté son taux directeur de 25 points de base en décembre 2016 et de nouveau en mars 2017. Le taux directeur est désormais à 0,75 %. Après cette seconde augmentation, elle a signalé que le rythme des augmentations serait plus lent que ce qui avait été précédemment indiqué. En réponse à cette nouvelle, les taux à long terme ont chuté.

Quant à la Banque centrale européenne, elle a commencé à dériver de sa politique expansionniste « à tout prix » et s'apprête à réduire ses achats d'obligations, mais pas tout de suite. L'inflation dans la zone euro affiche un taux de 1,5 %, un niveau bien au-dessus de celui des dernières années et qui se rapproche de la cible de 2 % fixée par la BCE. La fin des années de déflation et de l'ère des taux d'intérêt négatifs semble imminente.

Les bourses tournent le dos au risque

Les titres de style valeur des secteurs des ressources naturelles, industriel et financier ont le mieux fait en 2016. Les titres de croissance, de même que ceux à dividendes élevés et sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt ou ceux issus de secteurs défensifs, ont été délaissés.

Ce pari sur la reflation, qui favorise les titres avec un facteur bêta élevé et couronné de succès l'an dernier, s'est considérablement refroidi ce trimestre. Une raison est que les investisseurs ont commencé à se demander si l'administration Trump est vraiment en mesure de mettre en place des politiques et lois favorisant le monde des affaires et l'économie. L'échec de la réforme « *Obamacare Repeal and Replace* » a notamment semé le doute quant au succès de ses prochaines initiatives, en particulier celles sur la réduction des impôts pour les entreprises et le congé fiscal sur le rapatriement des liquidités de sociétés détenues à l'étranger.

Le pari sur la reflation a certes flanché, mais d'autres secteurs boursiers, laissés à la traîne en 2016, ont pris la relève, si bien que les indices boursiers ont enregistré des gains. L'indice

composé S&P/TSX a gagné 2,4 %, le S&P 500 a été en hausse de 5,3 % et le MSCI EAEO a réalisé un impressionnant gain de 6,4 %.

Pour l'ensemble de ces trois indices, les secteurs les plus performants sont ceux qui ont moins bien fait en 2016 sous le régime cyclique. Ainsi, les secteurs de la Consommation discrétionnaire (+6 %), des Technologies (+10 %), et des Services publics (+7 %), ont dominé. À l'inverse, les secteurs de l'Énergie (-5 %) et Financier (+4 %), tous deux de nature cyclique et hautement performants en 2016, ont accusé un retard.

Parmi les secteurs cycliques qui connaissent de piètres résultats, celui des Matériaux a fait exception, car les producteurs de métaux de base, aurifères et de métaux précieux ont connu une importante hausse au cours du trimestre, de 12 % en moyenne. Cette dynamique s'explique par des taux d'intérêt en fléchissement et une économie solide.

Le rendement du secteur de l'énergie a été médiocre. Les investisseurs sont préoccupés par la possibilité qu'une production accrue aux États-Unis de pétrole de schiste entraîne une surabondance de l'offre alors que la demande demeure stable en dépit de la croissance économique, la consommation d'énergie devenant de plus en plus responsable et efficace à l'échelle mondiale.

À l'inverse, les fabricants de logiciels, de semi-conducteurs et les sociétés liées à l'internet, toutes du secteur de la Technologie, sont en croissance rapide et voient leurs bénéfices augmenter rapidement.

À l'étranger, l'Europe a connu un premier trimestre impressionnant. Les investisseurs semblent s'être détachés des événements politiques pour se concentrer davantage sur l'amélioration de la situation économique. Les marchés espagnols et italiens ont été particulièrement forts, en hausse de 12 % et 8 %, respectivement.

En Amérique latine, le trimestre a été excellent pour les marchés boursiers. Le Brésil a connu une hausse de 11 %, et les bourses argentines et mexicaines ont grimpé de 22 % et 17 %, respectivement. Le nouveau gouvernement argentin, favorable au monde des affaires, continue d'instaurer des lois positives pour l'économie. De son côté, la bourse mexicaine a repris de la vigueur après une période difficile causée par la



rhétorique agressive de Trump au sujet des importations mexicaines.

Conclusion

Notre lecture de la conjoncture macro-économique demeure favorable. Les travailleurs sont en demande, mais la croissance des salaires demeure faible. L'inflation reste modérée et les taux d'intérêt sont stables après un réajustement à la hausse l'an dernier. Nous n'entrevoions pas de menaces immédiates à ce scénario optimal.

Des marchés en hausse depuis plusieurs mois ont mené les bourses à des valorisations relativement élevées. Cette hausse se trouve aujourd'hui justifiée par le rattrapage généralisé des profits. D'autant plus que l'inflation et les taux d'intérêt étant bas, le taux d'actualisation des flux financiers futurs doit être bas lui aussi. En dernier lieu, les estimations des bénéfices des analystes financiers sont globalement révisées à la hausse, un événement rare et significatif.

Dans un scénario de fin de cycle, les pays avec des économies à bêtas élevés, comme le Canada, ont une meilleure croissance comparée aux États-Unis. Il en va de même pour les régions et pays qui ont été à la traîne plus tôt dans la période de reprise et d'expansion, comme l'Europe. Nous avons préféré le marché boursier canadien au marché américain depuis le début de l'année 2016, et nous persistons dans ce choix.

Nous croyons que les taux d'intérêt seront peu enclins à baisser, mais ne craignons toutefois pas qu'ils augmentent suffisamment pour faire dérailler le marché boursier haussier. Le niveau d'épargne à l'échelle mondiale est tel que, relativement à une demande somme toute modérée pour le capital, l'offre d'épargne est simplement trop grande. De plus, à ce stade du cycle économique, des taux d'intérêt à la hausse sont un signe de vitalité économique qui augmente les attentes de bénéfices des entreprises auprès des investisseurs.

L'approche des Trois Piliers

Du point de vue de l'analyse descendante, les fortes statistiques économiques actuelles favorisent l'atteinte de bonnes cotes fondamentales. Beaucoup d'entreprises d'industries diverses affichent de bons résultats pour des raisons à la fois descendantes, qui les favorisent, et ascendantes ou idiosyncrasiques, qui leur sont propres. Nous

pouvons penser à Canadian National Railway et Honeywell du secteur industriel, à Kinaxis et Microsoft du secteur de la technologie, à Salvatore Ferragamo du secteur de la Consommation discrétionnaire de luxe, à Saputo du secteur de la Consommation de base, ou encore à la Banque Royale du Canada et à Banco Macro d'Argentine du secteur Financier.

Nos évaluations de tendance pour les marchés canadien, américain et international sont toutes positives à ce jour, enregistrant des cotes oscillant entre +1 et +2. La seule nuance à apporter concerne la bourse canadienne où l'indice composé S&P/TSX pourrait demeurer aux alentours de 15 700 quelque temps. Du côté sectoriel, les secteurs Industriel, Financier et des Technologies ont des proportions élevées de sociétés avec les meilleurs pointages. Enregistrant des cotes plus faibles, le secteur de l'Énergie fait contraste.

Selon notre analyse quantitative, en général, les entreprises qui ont le mieux performé lors du dernier trimestre ont un profil de risque financier élevé et sont plus volatiles que leur indice boursier respectif. De plus, elles sont davantage endettées et leurs bénéfices sont plus variables. Tous ces éléments sont typiques des titres de style valeur provenant d'industries cycliques.

Toutefois, ces entreprises connaissent une forte croissance de leurs revenus et profits, et leurs attentes de bénéfices sont revues à la hausse. Des paramètres quantitatifs de cette nature indiquent qu'elles ont encore le potentiel de continuer à offrir de bons rendements. Cela signifie que le régime boursier favorisant les titres de valeur, en cours depuis février 2016, est toujours d'actualité en cette fin de trimestre.

Ceci dit, nous avons aussi remarqué le retour en force de certains titres de croissance, surtout ceux de jeunes entreprises. Ces titres sont souvent eux aussi plus chers et partagent les mêmes caractéristiques de volatilité et de risques financiers élevés que les compagnies cycliques liées aux secteurs des ressources. Ce n'est donc pas une coïncidence si plusieurs de ces titres font mieux en bourse depuis peu, en particulier ceux des secteurs de la Consommation discrétionnaire et des Technologies.

En regard de ces considérations fondamentales, quantitatives et de tendances, notre méthodologie des Trois Piliers favorise toujours les titres de style valeur comparativement aux titres plus stables à caractère défensif et ceux offrant des dividendes élevés et dont le cours est influencé par les



Commentaire économique et financier

Premier trimestre 2017

fluctuations des taux d'intérêt. Cependant, pour l'évolution des portefeuilles, nous gardons à l'esprit que le thème croissance fait un retour. Ce développement récent nous incite à maintenir des portefeuilles ayant des paramètres de croissance plus élevés que ceux des indices de référence, tandis qu'il nous apparaît moins crucial de maintenir des

paramètres de valeur et de risque très supérieurs à ces mêmes indices.

À moins d'indication contraire, les données financières présentées dans le texte sont exprimées en dollars canadiens.