



Commentaire économique et financier

Deuxième trimestre 2017

L'économie mondiale maintient le cap

Après neuf mois d'accélération, la croissance économique s'est stabilisée au deuxième trimestre. Quant au paysage sociopolitique, il est demeuré plutôt calme, à l'exception de l'Angleterre où Theresa May a perdu sa majorité lors d'élections anticipées, affaiblissant ainsi sa capacité à bien mener les négociations du *Brexit* qui approchent. La France a élu Emmanuel Macron, un président centriste.

Aux **États-Unis**, les données économiques sont mitigées. La croissance annualisée du PIB, 1,4 % pour le premier trimestre, n'avait pas été aussi faible depuis le deuxième trimestre de 2016. Elle a surtout été portée par une augmentation des dépenses des ménages. Certains indicateurs, comme l'indice des directeurs d'achats, bien qu'ayant reculé dernièrement, demeurent toujours en territoire expansionniste. Il en est de même pour les prévisions de croissance du PIB pour le deuxième trimestre qui ont été revues à la baisse, passant de 5,9 % en février à 3,5 % à la fin du mois de mai. En fait, la croissance aux États-Unis est toujours robuste, mais les indicateurs ont simplement reculé après avoir atteint de très hauts niveaux, ce qui a préoccupé les investisseurs.

La situation du marché du travail reste très positive. Avec l'économie approchant le plein emploi, les salaires commencent à augmenter. C'est une situation typique de fin de cycle où l'on voit s'opérer un transfert de la richesse créée des entreprises vers les ménages.

Baucoup d'éléments positifs sont parvenus de la **Zone Euro** pendant le trimestre. Les prévisions de croissance du PIB pour l'année 2017 ont été revues à la hausse, tout comme les prévisions pour l'inflation. En conséquence, Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne, a évoqué l'arrêt (futur) de la politique expansionniste. Le président de la France, Emmanuel Macron, souhaite mettre en place des mesures favorables au monde des affaires pour stimuler l'économie, notamment une réforme du Code du travail. L'incertitude politique qui planait au-dessus de la deuxième économie en importance de la zone euro est levée, ce qui devrait accroître la confiance des consommateurs et les investissements des entreprises.

En Chine, l'économie s'est accrue au taux annualisé de 6,9 % au premier trimestre 2017. Les inquiétudes sur sa

croissance ont toutefois refait surface suite aux essais des autorités réglementaires de diminuer les niveaux de liquidités du système financier, encore immature et enclin aux excès. Pour contenir le marché de l'immobilier en surchauffe, la législation sur l'achat de propriétés a été resserrée. Les autorités tentent également de gérer les risques liés au système financier par la mise en place de mesures de régulation contre le système bancaire parallèle et les produits financiers opaques offrant aux investisseurs des rendements élevés.

La conjoncture des **pays émergents** s'est également améliorée suite au rebond de l'économie mondiale. Ces pays sont aujourd'hui mieux positionnés pour résister aux effets de la montée des taux aux États-Unis, contrairement au moment du « *Taper Tantrum* » de juin 2013. Cette fois-ci, les déficits commerciaux sont gérables et les banques centrales ont davantage de réserves en monnaies étrangères. Ceci dit, le risque politique demeure omniprésent, comme en témoigne la récente affaire de corruption incriminant le président du Brésil, Michel Temer. Les réformes qu'il avait entamées étant maintenant tablettées.

L'économie **canadienne**, malgré un recul au deuxième trimestre de 2016, suit une trajectoire expansionniste depuis un an. Les prix des commodités, forts en 2016, se sont repliés depuis le début de l'année. Néanmoins, le Canada a connu une croissance annualisée de son PIB de 3,7 % au premier trimestre, et les attentes sont de 2,2 % au deuxième. L'augmentation de la demande intérieure est un facteur important de cette croissance. Le marché de l'emploi se porte bien, en particulier dans le secteur privé. Ceci a conduit la Banque du Canada à se demander si sa politique monétaire accommodante était toujours de mise.

La courbe des rendements s'aplatit

Pour la première fois depuis la Grande Récession, un consensus semble s'être développé parmi les pays avancés pour réduire leurs politiques monétaires expansionnistes. Ainsi, vers la fin du trimestre, en réaction à des économies de plus en plus fortes et à un marché de l'emploi en amélioration, les banques centrales européenne, britannique et canadienne ont évoqué l'élimination graduelle de leurs politiques monétaires accommodantes. La Banque du Canada a augmenté son taux directeur pour la première fois depuis 7 ans, de 0,50 % à 0,75 %, et la Réserve fédérale a augmenté



son taux directeur de 25 points de base à deux reprises en mars et juin, pour atteindre 1,0 %.

Les augmentations du taux directeur au Canada et aux États-Unis ont poussé les taux d'intérêt à court terme à la hausse lors du trimestre. Les taux à long terme, eux, ont reculé en réaction à des nouvelles économiques et des données d'inflation en deçà des attentes. En conséquence, les courbes de rendement des deux pays se sont aplaties.

Au Canada, le rendement à échéance de l'indice obligataire FTSE TMX a augmenté à 2,17 % alors qu'il affichait 2,06 % trois mois plus tôt. En septembre 2016, il était au creux historique de 1,71 %.

Les bourses corrigent après un pic historique

Le thème du pari sur la reflation a été relégué aux oubliettes au cours du trimestre. Les titres « croissance » ont dominé ceux de type « valeur » alors que les entreprises cycliques liées aux ressources naturelles ont connu beaucoup de difficultés.

Ainsi, l'indice composé S&P/TSX, qui a une forte pondération dans les secteurs liés aux ressources naturelles, a reculé de 1,6 %, alors l'indice S&P 500 a progressé de 0,5 %. Les marchés non nord-américains ont connu de meilleurs rendements, le MSCI EAEO affichant 3,5 %, poussé par le récent rebond en Europe.

Pour ces trois indices boursiers, les secteurs avec les meilleurs rendements sont de nature soit cyclique ou défensive. Dans le premier camp, on note le secteur industriel avec 4 %, et dans le deuxième, ceux des soins de santé (8 %) et des technologies de l'information (4 %). À l'inverse, les deux secteurs hautement cycliques de l'énergie et des matériaux ont reculé de 7 % et 2 %, respectivement.

L'Europe a connu un bon trimestre. L'indice MSCI Union monétaire européenne a avancé de 6 %. Les marchés portugais et irlandais ont été les plus performants, en hausse de 8 % et 7 % respectivement. Ces deux pays ont été lourdement touchés par la Grande Récession et le fait qu'ils retrouvent de la vigueur montre à quel point la confiance augmente dans la zone euro.

Les bourses en Amérique latine s'en sont plutôt mal sorties, le Brésil reculant de 11 % et l'Argentine, de 3 %. Le Brésil, à

cause du scandale incriminant son président, et l'Argentine a accusé le coup de n'avoir pas été promu de « marché frontière » à « pays émergent » au sein du MSCI. Cela ne change toutefois rien au fait que le pays évolue positivement alors que le nouveau gouvernement promulgue des lois favorables au développement de l'économie.

L'approche des Trois Piliers

Mondialement, les économies d'importance pour un investisseur canadien (Canada, États-Unis, Chine, zone euro) vont bien ou s'améliorent. Tout comme à la fin du premier trimestre, du point de vue de l'analyse descendante, les cotes **fondamentales** accordées aux entreprises sont favorisées par la vigueur économique du moment.

Les entreprises des secteurs de l'Énergie et des Matériaux représentent toutefois une exception à cause des baisses de prix des denrées au cours des derniers mois. La plupart de celles du secteur de l'Énergie et environ la moitié de celles du secteur des Matériaux ont ainsi été rétrogradées d'en moyenne 0,5 dans notre système d'évaluation qui alloue une cote pouvant aller de -2 à +2.

Un important changement s'est produit pour notre évaluation de la **tendance** du marché des actions canadiennes alors que sa cote est passée de +1 à 0. Ce marché avait donc une cote de +1 auparavant alors qu'il essayait de surpasser son pic historique de 15,658 établi en septembre 2014. Il y a trois mois, nous nous attendions à ce que cela n'arrive pas de sitôt, écrivant que « l'indice composé S&P/TSX pourrait demeurer aux alentours de 15 700 quelque temps ».

Les tendances des marchés américain et international contrastent avec celle du marché canadien. Elles demeurent inchangées en tendance haussière, modérée et stable aux États-Unis et abrupte à l'étranger. Les deux marchés conservent leur cote maximale de +2.

Les secteurs industriel, financier et de la technologie regroupent beaucoup de titres avec une cote tendance maximale.

Selon notre analyse **quantitative**, les titres avec les meilleurs rendements dernièrement ont de mauvais paramètres mesurant les risques financiers et de bilan, ont un profil historique de variabilité de la rentabilité élevée, et une plus faible croissance de leurs bénéfices. Toutefois, et



Commentaire économique et financier

Deuxième trimestre 2017

particulièrement au Canada, ces mêmes titres sont déjà aussi rentables que la moyenne et ils profitent de révisions à la hausse des prévisions de bénéfices des analystes financiers.

Ces paramètres quantitatifs indiquent que les entreprises ayant été davantage favorisées par le marché au cours du dernier trimestre avaient certains aspects apparentés aux titres spéculatifs. Toutefois, ces mêmes titres, dans leur ensemble, sont en train d'effectuer une transition vers un niveau supérieur de qualité. Cette transition indique qu'elles sont susceptibles de continuer d'offrir un meilleur rendement.

Les titres plus rentables ne sont pas tous de style valeur apparentés aux ressources naturelles ou au secteur industriel. Plusieurs sont des sociétés de style croissance à valorisation élevée ou en situation de revirement. Par exemple, Air Canada et BlackBerry au Canada, et Nvidia et Intuitive Surgical aux États-Unis.

En regard de ces considérations **fondamentales, quantitatives** et de **tendances**, notre méthodologie des Trois Piliers s'est éloignée du paradigme usuel de « valeur versus croissance » alors qu'aucun de ces styles ne prédomine. D'un côté, les secteurs liés aux ressources se sont repliés après une bonne période; de l'autre, les titres de croissance, ceux liés à la consommation et ceux provenant de secteurs sensibles aux taux d'intérêt ont bien fait, rebondissant à partir de valorisations déprimées dans beaucoup de cas.

Alors que les corrélations des rendements des titres entre eux sont plus basses que la moyenne depuis quelques mois, le marché actuel semble favoriser le choix individuel de titres (« *Stock picker market* »).

Conclusion

Peu de choses ont changé sur ces trois derniers mois. Notre lecture de la conjoncture macro-économique demeure favorable avec une croissance stable et une création de richesse dans les pays développés, la zone euro s'améliorant et les États-Unis ralentissant quelque peu. Le marché du travail est fort en Amérique du Nord et en plein rebond en Europe. Les augmentations de coûts de la main-d'œuvre sont modérés, ainsi que l'inflation, et les taux d'intérêt à long terme sont stables. Nous n'entrevoions toujours pas de menaces immédiates à ce scénario optimal.

Des marchés boursiers en hausse depuis plusieurs mois ont mené les bourses à des valorisations relativement élevées. Les profits sont en augmentation, mais il en faudra davantage pour justifier ce niveau de valorisation, en particulier en Europe où en général la rentabilité des entreprises est encore faible. Cependant, mondialement, les attentes de bénéfices des analystes financiers sont révisées à la hausse, un événement assez rare pour le souligner.

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 simplement trop élevé relativement à une demande de capital somme toute modérée. De plus, à ce stade du cycle économique, des taux d'intérêt à la hausse sont un signe de vitalité économique qui augmente les prévisions de bénéfices des entreprises auprès des investisseurs.

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