



Une économie mondiale florissante

Aux trois quarts de l'année, l'économie mondiale demeure favorable pour les pays autant développés qu'émergents. Parmi les pays développés, aucun de ceux de l'OCDE n'est en contraction économique, ce qui ne s'est pas produit depuis 2007. Quant aux pays émergents, ils profitent de l'embellie de l'économie mondiale et de politiques monétaires accommodantes, enrichissant leurs populations par le fait même. En dépit de ce contexte très positif, l'inflation est en baisse ou reste faible.

La croissance mondiale généralisée et une bonne gestion des coûts de production devraient amener une expansion des marges bénéficiaires et un regain des investissements. En fin de compte, en l'absence d'inflation et avec des taux d'intérêt bas, des bénéfices en hausse et une croissance stable, le scénario est optimal pour les bourses.

La scène politique internationale a été dominée par le débat musclé entre les États-Unis et la Corée du Nord. Celle-ci redouble d'efforts pour développer son arme atomique, un outil de négociation dissuasif contre une prétendue invasion américaine. Quant aux marchés financiers, ils présumant une solution diplomatique à cette dispute.

La croissance de l'économie aux **États-Unis** s'est accélérée au deuxième trimestre alors que le PIB annualisé a atteint 3,1 % et que les attentes demeurent élevées pour le reste de l'année. Les dépenses de consommation ont de nouveau largement contribué à la croissance, de pair avec les hausses des investissements des entreprises et des échanges commerciaux. Ces facteurs ont compensé la baisse des dépenses gouvernementales. Les ouragans Harvey et Irma ne devraient pas avoir d'impact matériel sur la croissance, au-delà d'un petit ralentissement à court terme, qui sera subséquemment contrebalancé par l'effort de reconstruction.

Sur la scène politique, le président Donald Trump a donné plus de détails sur son projet de réduction du taux d'imposition des entreprises de 35 % à 20 %; pour les particuliers, cette réforme devrait réduire le nombre de tranches d'impôts de 7 à 3. Ses détracteurs lui reprochent de creuser substantiellement les déficits budgétaires futurs.

La **zone euro** continue sur sa lancée avec une croissance annualisée du PIB de 2,3 % au deuxième trimestre. La croissance s'est généralisée alors que la crise liée au niveau de l'endettement souverain de plusieurs pays s'estompe

doucement. La Banque centrale européenne a revu ses prévisions de PIB à la hausse, les plaçant à leurs plus hauts niveaux en 10 ans. Les choses vont bien également pour les entreprises alors que les bénéfices se sont accrus pour la majorité des industries. Enfin, les occurrences de taux d'intérêt réels négatifs se font de plus en plus rares.

Du côté de la **Chine**, l'économie s'est, prétendument accrue au remarquable taux annualisé de 6,9 % au deuxième trimestre 2017. La classe moyenne gagne en importance et assure la croissance des ventes au détail tandis que les dépenses en capital augmentent. Deux trimestres successifs de 6,9 % de croissance du PIB ne peuvent que rassurer les hauts dirigeants de ce pays par leur stabilité, et ce, peu avant le prochain congrès du Parti communiste en octobre. Après tout, ceux-ci ont des objectifs ambitieux de progrès d'ici l'an 2020.

À l'inverse, le taux d'endettement demeure au centre des préoccupations. Ce taux a atteint des niveaux inquiétants dans les secteurs autant financiers que non financiers. Il est peu probable que ce problème se règle de l'intérieur, car le système financier chinois demeure immature, sans mécanismes d'autocorrection de marché. Au contraire, la situation pourrait se résoudre par un élément exogène et venir considérablement perturber l'économie chinoise.

Le **Japon** connaît un renouveau; le contexte général se rapprochant de celui du milieu des années 2000. La faiblesse du yen favorise les exportations et l'économie intérieure est remarquablement forte. Le ratio du nombre d'emplois offerts relativement au nombre de postulants, qui mesure la vigueur du marché du travail, est à son plus haut niveau depuis 1990. Alors que le Japon lutte contre des forces démographiques déflationnistes depuis deux décennies déjà, ce renouveau pourrait finalement avoir un effet haussier sur les coûts de la main-d'œuvre. Pour le moment, toutefois, le taux d'inflation des douze derniers mois de 0,7 % est à la fois très faible et bien en deçà du taux directeur de 2 % visé de la Banque du Japon.

Le **Canada** va bien. Son PIB a atteint un taux annualisé impressionnant de 4,5 % au deuxième trimestre. Les dépenses de consommation, poussées par une augmentation des prêts aux consommateurs sans précédent depuis sept ans, ont contribué pour 2,6 % à cette croissance. Le marché du travail se porte bien lui aussi avec 186 000 emplois créés au premier semestre, un seuil jamais atteint depuis 2010.



Par ailleurs, le haut niveau d'endettement des Canadiens et les prix exorbitants des résidences à Vancouver et à Toronto demeurent au centre des débats. Une autre polémique est la proposition de la réforme fiscale du gouvernement fédéral qui pourrait ralentir l'économie.

Un bond de la courbe des rendements

Partout, les politiques monétaires des pays avancés et celles des pays émergents divergent. D'un côté, pour la première fois depuis la Grande Récession, un consensus se dégage envers une diminution des aspects expansionnistes des politiques monétaires en réaction à des économies de plus en plus fortes. Certaines Banques centrales de pays avancés ont même déjà commencé à raffermir leur politique.

Pendant ce temps, les pays émergents adoptent des politiques plus faciles. Des balances commerciales plus stables permettent aux banques centrales et aux politiciens de promouvoir des politiques aptes à favoriser leurs bases économiques, plutôt que de se concurrencer sur l'obtention de capitaux étrangers. À cela s'ajoute une inflation généralement en baisse, favorisant davantage des accommodements monétaires. Dans un sens, un cercle vertueux s'est installé pour ces pays.

Au Canada, le taux directeur a augmenté par deux fois de 25 points de base pendant le trimestre à 1 % en réaction à l'accélération de la croissance économique. Ensuite, Stephen Poloz, le gouverneur de la Banque du Canada, a indiqué que celle-ci se dirigerait précautionneusement vers une normalisation de sa politique monétaire. Une autre manière de dire que le taux directeur devrait continuer d'augmenter de manière mesurée et graduelle à l'avenir.

Un rajustement important de la courbe des taux de rendement a eu lieu en réaction aux taux à court terme poussés à la hausse par la banque centrale et à la force surprenante de l'économie ici et ailleurs. Le rendement à échéance de l'indice obligataire FTSE TMX a augmenté à 2,51 %, en hausse de 34 points de base par rapport à la fin du deuxième trimestre. Le creux historique à 1,71 % s'est produit il y a à peine un an, en septembre 2016, alors que le taux actuel est le plus élevé depuis celui de 2,75 % en décembre 2013. Il s'agit ici d'un réajustement majeur à la hausse des taux d'intérêt. Toutes les maturités ont été touchées, menant à une transition parallèle en hausse d'environ 35 points de base pour l'intégralité de la courbe des rendements.

Aux États-Unis, la dernière augmentation de taux de la Réserve fédérale s'est produite en juin, atteignant également 1 %. Depuis, la Fed demeure immobile, perplexe par l'absence de pressions inflationnistes.

Alors que la conjoncture économique et financière demeure bonne, les prêts aux entreprises continuent d'augmenter au Canada, et l'écart de crédit s'est réduit de 0,27 % en moyenne pour les obligations de sociétés à 10 ans depuis le début de l'année. Ceci démontre que le niveau de confiance est élevé.

Les marchés boursiers à plein régime

Reflétant une économie mondiale forte, les cours boursiers ont augmenté partout au cours du trimestre. L'indice composé S&P/TSX a gagné 3,7 % et l'indice S&P 500 a progressé de 4,5 % en dollars américains. À l'étranger, l'indice MSCI EAEO a réalisé 5,4 %, aussi en dollars américains.

Dans l'ensemble, pour ces trois indices, une combinaison de secteurs de nature cyclique ou de croissance a donné les meilleurs rendements. L'appétit des investisseurs pour le risque est revenu, avantageant les secteurs liés aux ressources naturelles, tandis que les secteurs plus défensifs accusaient un retard. Ainsi, le secteur de l'Énergie se classe en tête avec une hausse de 6 % en moyenne pour les trois indices, suivi du secteur des Matériaux qui a progressé de 4 %. Le prix du pétrole a augmenté dernièrement en raison de révisions à la hausse pour la demande future, alors que l'offre reste contenue par l'OPEC. Quant au prix des métaux de base, ils se sont raffermis.

Le secteur des Technologies de l'information, de style croissance, a également bien fait. Plusieurs titres de ce secteur sont propulsés à la hausse par l'économie mondiale en pleine croissance et par l'incroyable période d'innovations de toutes sortes que nous vivons.

À l'inverse, les secteurs de la Consommation stable, des Services publics et de l'Immobilier ont connu des rendements moindres. Ces deux derniers, constitués d'entreprises à caractère défensif et offrant un taux élevé de dividendes ou de distributions, ont perdu de leur attrait suite au mouvement de hausse généralisée des taux.

Il faut souligner ici que l'appréciation du dollar canadien ces derniers mois a amoindri le rendement de l'indice S&P 500 et du MSCI EAEO à 0,5 % et 1,4 %, respectivement.



Commentaire Économique et financier

Troisième trimestre 2017

L'Europe a également connu de bons rendements, avec l'Italie en tête (+8 %) parmi les pays développés. Les banques italiennes s'efforcent de réduire leurs mauvaises créances alors que l'économie s'améliore. Le PIB du pays affiche 1,5 % au deuxième trimestre, un résultat encore faible en valeur absolue, mais en nette amélioration par rapport à la norme depuis 2008.

Les rendements des marchés émergents ont dépassé ceux de l'indice MSCI EAEO qui couvre une plus large partie du globe. Les marchés d'Amérique latine notamment ont connu un trimestre impressionnant avec une hausse de 11 %, un net rebond comparé au recul de 4 % du deuxième trimestre. L'Argentine et le Brésil, aidés par une inflation en baisse, ont mené le palmarès avec des rendements respectifs de 19 % et 10 %. La banque centrale du Brésil a réduit son taux directeur pour stimuler l'économie alors que du côté de l'Argentine, les réformes de Mauricio Macri sont bien reçues.

L'Approche des trois piliers

Nos **cotes fondamentales** accordées aux entreprises se sont généralement améliorées au cours des six derniers mois, conjointement avec l'harmonisation de la croissance globale. Plusieurs entreprises de champs d'activité divers profitent pleinement de la conjoncture pour des raisons de nature descendante ou ascendante. Ce constat s'applique particulièrement aux grandes sociétés européennes, ainsi qu'à celles du secteur Financier d'Europe et d'Amérique latine. Les cotes fondamentales des titres américains et étrangers ont grimpé de 0,2 point en moyenne au cours des trois derniers mois, selon notre système de référence qui s'échelonne de -2 à +2.

Au Canada, plusieurs titres des secteurs de l'Énergie et des Matériaux ont connu une décote de 0,5 point en moyenne entre février et juin dernier. Ce mouvement s'est terminé au cours de l'été, principalement en réponse à une gestion plus efficace des coûts de production, renforcée par des prix plus favorables pour le pétrole et autres denrées.

Ces temps-ci, la **tendance des marchés boursiers** est une caractéristique dominante, alors que le facteur « momentum » affiche une allure débridée. Nous ne pouvons que répéter notre interprétation d'il y a trois mois : « *Les tendances des marchés américain et international... demeurent inchangées en tendance haussière, modérées et stables aux États-Unis et abruptes à l'étranger. Les deux marchés conservent leur cote maximale de +2.* »

Notre évaluation des **cotes de tendance** pour ces deux marchés se maintient à +2 de façon quasi ininterrompue depuis longtemps, soit au cours de 11 des 15 derniers mois pour les États-Unis (les autres mois ont eu une cote de +1) et pour les 8 derniers mois pour les marchés internationaux. D'un point de vue sectoriel, les secteurs de la Santé et des Technologies se démarquent par le nombre important de leurs titres en tendances positives.

Le portrait du marché canadien est différent. Les pressions à la baisse sur l'industrie bancaire et les secteurs de l'Énergie et des Matériaux, amorcées en mars dernier, ont contribué à réduire la cote de l'ensemble du marché canadien de +1 à 0 au deuxième trimestre. Cette cote de zéro reste toujours de mise : la reprise de la bourse canadienne au cours du troisième trimestre ne s'est pas avérée suffisante, ou est encore trop jeune, pour justifier une révision à la hausse.

Il y a six mois, l'indice composé S&P/TSX, qui oscillait aux alentours de 15 600, a failli surpasser son sommet de 15 658 établi en septembre 2014 (sommet aussi rejoint en avril 2017). À ce moment, nous avons écrit que « *nous nous attendions à ce que cela n'arrive pas de sitôt, et que l'indice pourrait stagner aux alentours de 15 700 quelque temps.* »

Six mois plus tard, l'indice canadien se situe à 15 635 !

Nous estimons que les perspectives pour le marché canadien continuent d'augurer un mouvement de surplace, au lieu d'un mouvement haussier décisif, similaire à celui observé sur les bourses américaines et étrangères.

Les filtres **quantitatifs** de Triasima ne sont pas d'une grande utilité depuis quelque temps pour les marchés boursiers américain et international. Ces deux marchés vivent depuis plusieurs mois une phase haussière si forte qu'il est difficile pour notre outil quantitatif de distinguer efficacement entre les titres aptes à devancer les indices et ceux susceptibles de se faire devancer. Dans une certaine mesure, la période actuelle est caractérisée par une forte vague de fond qui pousse rapidement à la hausse tous les titres, les bons comme les mauvais.

En particulier, la conjoncture boursière à l'extérieur du Canada ne rétribue pas les mesures de valeur, telles que le ratio cours/bénéfice ou le rendement sur l'avoir des actionnaires. Ces paramètres sont en fait associés au sous-rendement.



Commentaire Économique et financier

Troisième trimestre 2017

Les titres ayant la meilleure progression en bourse présentent plutôt un mélange des styles valeur et croissance. Ce qu'ils ont en commun, toutefois, est une plus grande volatilité historique que le marché boursier, ainsi que la capacité à surprendre les analystes financiers qui doivent réviser à la hausse leurs prévisions des bénéfiques.

Le Canada n'est pas très différent. Les paramètres de valeur ne sont pas plus récompensés et les titres qui mènent affichent également une volatilité supérieure. La différence, toutefois, est que les meilleurs titres canadiens ont de meilleurs profils de croissance, plutôt que des attentes supérieures. Cette nuance, importante, accorde un plus grand pouvoir de prévision à notre outil quantitatif pour le marché canadien, car les paramètres de croissance sont généralement plus stables au fil du temps que les paramètres qui mesurent les attentes.

Finalement, notre méthodologie qui repose sur trois méthodes complémentaires pour mesurer l'attrait des titres boursiers s'est éloignée du paradigme usuel de « valeur versus croissance » en juillet dernier, car la conjoncture était devenue plutôt agnostique par rapport à ces deux styles.

Les corrélations des rendements des titres entre eux se maintiennent depuis un bon moment sous les moyennes historiques, et elles continuent de baisser. Comme nous l'avons souligné il y a trois mois, le marché boursier favorise le choix individuel de titres. Nous sommes en présence d'un « *stock picker market* ».

Conclusion

Le troisième trimestre a assuré une transition souple avec le deuxième au chapitre des indicateurs économiques, défini par une reprise continue sur le continent européen et le statu quo aux États-Unis. La stabilité du contexte économique et l'étendue de l'expansion, couplées aux taux d'inflation et d'intérêt très modestes, contribuent à la croissance des profits à l'échelle mondiale et signalent que la phase haussière des marchés boursiers semble encore promise à une longue vie.

Avec cette toile de fond, le sentiment des investisseurs a basculé en territoire fortement optimiste. Au terme du troisième trimestre, l'indice du S&P500 avait enregistré 316 sessions consécutives sans correction de 5 % ou plus. Une période aussi prolongée de gains soutenus ne s'est pas vue

depuis 1960 ! Cela en dit long sur la conjoncture optimale dans laquelle nous sommes.

Quant aux multiples d'évaluation actuels des marchés boursiers, nous ne pouvons que réitérer notre message du trimestre précédent : « *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 bénéfiques des analystes financiers sont révisées à la hausse, un événement assez rare pour le souligner.* » Les marchés boursiers sont un peu chers, sans plus.

À la défense des actions, nous pouvons ajouter que le rendement des bénéfiques (« *earnings yield* ») demeure confortablement au-delà de celui des obligations, un indicateur probant de la valorisation toujours attrayante des actions comparativement à celle des obligations. Toutefois, plusieurs prévisionnistes voient la situation d'un autre œil, renchérissant que ces deux marchés sont dans une bulle spéculative. Nous ne partageons pas cette opinion. Notre recommandation est de ne pas trop s'inquiéter et de profiter de cette solide phase d'optimisme au profit des actions.

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