



Croissance mondiale synchronisée

De faibles signaux inflationnistes, des taux d'intérêt peu élevés et une croissance des bénéfices ont créé un environnement optimal, propice aux placements en 2017. Globalement, les bourses ont augmenté tout en maintenant une faible volatilité alors que les prix des matières premières se raffermisssent en deuxième moitié d'année. Les marchés boursiers ont fait fi de maintes inquiétudes géopolitiques, depuis l'ascension d'un mouvement populiste en Europe jusqu'aux tensions avec la Corée du Nord à la suite de son programme nucléaire. À preuve, l'indice S&P500 compte maintenant plus de 380 jours consécutifs sans repli de 5 % ou plus, un record depuis 1960 !

Nous avons fréquemment fait référence à ce scénario optimal pour les bourses. La question se pose maintenant sur la soutenabilité de cette dynamique en 2018, au moment où les banques centrales s'apprentent à diminuer ou même renverser leurs politiques monétaires accommodantes. L'inflation et les taux d'intérêt devraient augmenter, mais de manière tempérée car les hausses salariales demeurent faibles.

Malgré la nature synchronisée de la reprise économique mondiale, les pays et régions n'en sont pas tous au même stade de leur cycle économique. Celui des États-Unis est plus avancé et probablement celui de la Chine. En parallèle, la zone euro apparaît être au milieu de son cycle alors que les pays émergents, tels que le Brésil, semblent être toujours en phase d'expansion. Cette divergence entre nations est cruciale pour éviter un phénomène mondial de surchauffe, voire une récession.

La croissance économique aux **États-Unis** a dépassé les attentes en 2017, particulièrement au cours du deuxième semestre. La confiance des Américains s'est accrue à un niveau jamais vu depuis l'an 2000, propulsée par un marché du travail en plein emploi, et les ménages empruntent allègrement en conséquence. Ces facteurs devraient contribuer à soutenir le pouvoir d'achat des consommateurs et la vigueur de l'économie en 2018. À ce stade du cycle, les marges bénéficiaires des entreprises atteignent un sommet et une plus grande proportion de la richesse créée aboutit dans les mains des ménages aux dépens des entreprises.

Un élément additionnel à considérer dans un scénario optimiste de croissance est l'augmentation anticipée des investissements des entreprises (phénomène symptomatique

de fin de cycle), car l'admissibilité des déductions pour ces dépenses se verra bonifiée par la réforme fiscale de l'administration Trump. Quelques mesures additionnelles, telles que la réduction du taux d'imposition des sociétés de 35 % à 20 % et le congé d'impôt sur le rapatriement des capitaux étrangers, pourraient également favoriser la croissance du PIB.

À la lumière de ces observations, les analystes prévoient trois hausses du taux d'intérêt directeur de la Réserve fédérale américaine en 2018.

Du côté de la **zone euro**, la Banque centrale européenne (« BCE ») a augmenté ses estimations du taux de croissance du PIB de 1,8 % à 2,3 % pour l'année 2018. Cette région continue de bénéficier du renforcement de la croissance mondiale et d'une croissance intérieure soutenue.

En revanche, les attentes de la BCE quant à l'inflation demeurent ancrées à 1,4 %, en deçà de la cible de 2 %. Cette mince augmentation suppose une certaine intervention quantitative de la BCE en 2018. Ainsi, celle-ci prévoit maintenir un programme d'achats mensuels d'obligations, qui passera toutefois de 60 milliards d'euros à 30 milliards, de janvier à septembre 2018.

La scène politique européenne pourrait revenir au premier plan en 2018. Le continent a su esquiver en 2017 les inquiétudes liées aux élections en Allemagne, aux Pays-Bas et en France. Certains risques demeurent cependant quant aux résultats des élections italiennes en mai 2018, et au mouvement indépendantiste en Catalogne.

En **Chine**, le 19^e congrès du Parti communiste s'est tenu en octobre à l'issue duquel aucune cible de croissance précise n'a été fixée. Toutefois, le chef d'État Xi Jinping a dressé le tableau d'une nouvelle ère, visant davantage la qualité de la croissance que la quantité. Des annonces du président chinois de réduction de capacité pour certaines industries visent à diminuer la pollution au cours des trois prochaines années. Les membres du Parti ont également proposé des mesures de resserrement des règles en matière de régie des hypothèques, dans le but de freiner l'effervescence du marché immobilier.

Cette nouvelle priorité pour l'équilibre du développement économique, et l'immense taille du pays, devrait engendrer une glissade graduelle de la croissance annuelle du PIB. La



fourchette devrait passer de 6 % à 7 % à 4 % à 5 % au cours des cinq prochaines années, jusqu'au 20^e congrès national.

Au **Japon**, troisième économie mondiale, les élections du 22 octobre dernier ont de nouveau octroyé une « super majorité » au Président Shinzo Abe. Cette victoire lui confère le pouvoir de maintenir les politiques économiques audacieuses tirées de l'Abénomie. Le taux de chômage japonais a baissé à 2,8 %, un seuil historique des 23 dernières années, et la demande de main-d'œuvre demeure élevée. Le dynamisme du marché du travail et les prévisions de hausses de salaires ont provoqué un affaiblissement des pressions déflationnistes. Un contraste remarquable par rapport à la situation qui régnait depuis le début des années 1990.

Similairement au portrait européen, l'expansion économique de ce pays n'a pas atteint un stade de maturité qui inciterait la Banque centrale japonaise à freiner la cadence de son programme de rachats d'actifs, lequel prévoit toujours un volume d'opérations annuel de 80 trillions de yens.

Le **Canada** a connu une croissance du PIB de 1,7 % au cours du troisième trimestre, un dénouement satisfaisant compte tenu du résultat de 4,5% enregistré lors du deuxième. L'économie canadienne se dirige vers un rythme de croisière de 3 % pour 2017, la progression la plus élevée des six dernières années. Ceci a des répercussions très positives sur le marché du travail alors que des emplois ont été créés au rythme spectaculaire de 423 000 en 2017.

Le taux de chômage a conséquemment baissé à 5,7 %, le plus bas niveau depuis 1976 (les données comparables ne remontent pas plus loin). Quant aux préoccupations à l'échelle nationale, elles demeurent centrées sur l'endettement élevé des ménages et l'abordabilité du logement à Toronto et Vancouver. L'issue des négociations sur l'entente du libre-échange nord-américain avec les États-Unis et le Mexique reste également une source d'incertitude.

Quelques observations sociopolitiques

Une nouvelle ronde de négociations entre les représentants de l'Union européenne et du Royaume-Uni a été entamée en décembre dernier, dans le but d'entériner les conditions de la séparation de la région du reste de l'UE. Un moment décisif des discussions entre Bruxelles et Londres a récemment été atteint au sujet de certains enjeux financiers, comme les

paiements des fonds de pension des employés de l'Union européenne et le partage de la dette commune.

En Chine, une avancée significative a été dévoilée par les autorités en matière environnementale, avec l'annonce de la création du plus important marché de crédits de production de gaz à effets de serre. Le taux de pollution extrême, particulièrement dans les grands centres urbains, est un enjeu de taille pour les Chinois. Ce pays est à l'aube d'une transition économique d'émergente à développée et sa classe moyenne est en pleine ascension. La Chine demeure la nation la plus polluante mondialement et devance les États-Unis et l'Europe à ce chapitre (bien que les Américains, les Européens et les Canadiens polluent davantage par personne); cette annonce est une bonne nouvelle pour Gaia, notre planète.

Autre développement notable annoncé le 26 novembre, 41 pays musulmans s'allieront afin de s'engager dans la lutte contre le terrorisme. L'Alliance militaire islamique pour combattre le terrorisme (AMICT) est une coalition mondiale et multidisciplinaire sans précédent.

Finalement, soulignons la révolution culturelle qui s'instaure en Arabie saoudite. Cette nation conservatrice est dirigée depuis le début du siècle dernier par le roi Ibn Séoud (décédé en 1953) ou l'un de ses descendants (on lui attribue 45 fils), dont le roi Salmane ben Abdelaziz Al Saoud, qui tient les rênes depuis 2015. Toutefois, un prince héritier, le vice-premier ministre Mohammed ben Salmane Al Saoud, a émergé de l'ombre depuis juin 2017. Âgé de 32 ans seulement, il semble être à l'origine de plusieurs changements. Ainsi, un décret proclamant le droit de conduite aux femmes a été ratifié, les ports du Yémen sont bloqués, et l'hostilité envers l'Iran est devenue très manifeste. Cependant, la manœuvre la plus percutante est sans doute la purge anticorruption du 5 novembre alors que plus de 200 membres de la famille royale, membres du gouvernement et hommes d'affaires ont été mis en état d'arrestation. L'affirmation de soi de ce pays constitue un changement radical.

Faible pression à la hausse sur les taux

La faible volatilité des marchés boursiers s'est également manifestée sur les marchés obligataires (mesurée par l'indice MOVE - *Merril Lynch Option Volatility Estimate*) et a poursuivi sa descente tout au long de l'année jusqu'à un creux historique (depuis 1988).



À la suite de deux hausses des taux d'intérêt au troisième trimestre, la Banque du Canada a opté pour le statu quo lors de sa dernière rencontre. Malgré plusieurs indicateurs économiques favorables à l'échelle nationale, la Banque évoque un certain degré de prudence quant à la scène internationale, citant que « Les perspectives mondiales demeurent entachées d'une incertitude considérable, notamment quant à l'évolution géopolitique et aux politiques commerciales. » Ce positionnement porte à croire que la Banque du Canada use de tous les moyens à sa disposition pour maintenir une devise faible, de façon à stimuler les exportations et l'activité manufacturière.

Les taux directeurs et les taux d'intérêt du marché ont donc été relativement stables au cours du trimestre. Le rendement des bons du Trésor canadiens de trois mois est resté ancré à 1 %, et ce n'est qu'au-delà des maturités de plus de dix ans que les taux se sont légèrement affaiblis. L'aplatissement de la courbe qui en résulte suggère que les attentes inflationnistes à long terme se sont amoindries. Le taux moyen à échéance de l'indice obligataire FTSE TMX est demeuré presque inchangé, terminant l'année à 2,47 %. Le rendement de l'indice pour le quatrième trimestre est de 2 %. Il n'est que de 2,5 % pour l'année entière, un maigre résultat causé par la hausse de la courbe de rendement lors des deuxième et troisième trimestres.

La situation canadienne contraste avec celle des États-Unis où la courbe de taux s'est déplacée parallèlement à la hausse de 0,25 % en moyenne lors du trimestre, ce qui est illustratif de la vigueur de l'économie américaine. La Réserve fédérale a réagi à ce dynamisme économique en augmentant son taux bancaire d'un jour de 0,25 %, ce qui se solde par une hausse de 0,75 % pour l'année. Les taux d'intérêt à court terme ont aussi suivi, grimant de 1 %. Toutes ces hausses avaient été escomptées par le marché.

En conséquence de la faible volatilité des marchés et du contexte économique et financier favorable, les écarts de crédit se sont resserrés davantage pour atteindre de faibles niveaux au Canada et aux États-Unis.

En Europe, la courbe de taux d'intérêt a haussé de 0,20 % en moyenne au premier semestre, poussée par l'amélioration des perspectives économiques. Les taux sont par la suite demeurés stables et à des seuils historiquement bas au deuxième semestre.

Une année faste pour les bourses

Le quatrième trimestre a couronné une année faste pour les bourses mondiales. L'année 2017 passera donc à l'histoire comme particulièrement propice aux investisseurs en raison de l'expansion économique mondiale synchronisée, de la hausse des profits des entreprises et de taux d'intérêt bas et stables.

Ainsi, l'indice composé S&P/TSX a augmenté de 4,5 %, l'indice S&P 500, de 6,6 % (\$ US) et le MSCI EAEO, de 4,2 % (\$ US). Pour l'année, les rendements sont de 9,1 %, de 21,8 % (\$ US) et de 25 % (\$ US), respectivement. Ces rendements élevés se sont produits lors d'une période record de faible volatilité aux États-Unis (les données comparables remontent à 1996). Une combinaison très attrayante.

Soulignons qu'exprimés en devises canadiennes les rendements des indices étrangers fléchissent en raison de l'appréciation du huard en milieu d'année, soit 13,8 % dans le cas du S&P500 et 16,8 % pour le MSCI EAEO.

Les secteurs qui se sont démarqués durant le trimestre diffèrent d'un pays à l'autre. La thématique cyclique a toutefois dominé pour l'ensemble de l'année, et les secteurs des Matériaux, Industriel et de la Consommation discrétionnaire sont ceux qui ont le mieux fait.

Le secteur de la Consommation discrétionnaire est un amalgame hétérogène d'entreprises œuvrant dans des industries aussi diverses que les manufacturiers automobiles, constructeurs immobiliers et détaillants. Ces entreprises profitent de la confiance accrue du consommateur tant aux États-Unis qu'en Europe, d'autant plus que les Américains ont facilement accès au crédit et peuvent laisser libre cours à leur propension à dépenser.

En dépit de l'appétit pour la cyclicité, le meilleur secteur de tous, Technologie, a une orientation « croissance ». Plusieurs titres de ce secteur, du plus petit au plus grand, ont connu des hausses remarquables en 2017 : de 39 % (\$ US) en moyenne aux États-Unis et de 48 % (\$ US) à l'international. Nous vivons dans une ère d'innovation technologique rapide et ces entreprises, tant de logiciels que de semi-conducteurs, se retrouvent au confluent de cette évolution.

Le Japon a été l'un des marchés les plus vigoureux au cours du trimestre, en hausse de 9 %. Compte tenu de la forte majorité obtenue par le Premier Ministre Shinzo Abe lors des récentes



Commentaire économique et financier

Quatrième trimestre de 2017

élections, les politiques fiscales et monétaires stimulatrices déjà en place seront probablement maintenues. Celles-ci exerceront des pressions à la baisse sur le yen, ce qui, en revanche, favorisera les exportations de nombreuses multinationales japonaises.

Les marchés émergents ont également connu une reprise remarquable, tant au dernier trimestre que pour l'année, affichant une augmentation moyenne de 29 % en 2017. L'Inde et l'Argentine se sont distinguées (l'indice argentin Merval a grimpé de 42 %). L'Argentine a élu un gouvernement en faveur du laisser-faire économique alors qu'en Inde, les réformes économiques annoncées par le Premier Ministre Modi sont bien reçues. D'un point de vue démographique, l'Inde bénéficie d'une population active, jeune et éduquée, de même qu'une classe moyenne en expansion; conditions propices à la trajectoire des bénéfices des entreprises anticipés.

En regard de leurs différences démographiques importantes, il apparaît inévitable que l'Inde rattrape la Chine à titre d'influence économique dominante au sein des pays émergents.

L'Approche des trois piliers

À l'égard du **pilier Fondamental**, les cotes des entreprises au cours des deuxième et troisième trimestres de 2017 se sont améliorées, profitant de conditions à la fois séculaires et opérationnelles favorables grâce à la croissance mondiale synchronisée. Cette dynamique a insufflé un fort dynamisme aux multinationales européennes, ainsi qu'au secteur financier en Europe et en Amérique latine.

La croissance mondiale synchronisée s'est poursuivie au cours du quatrième trimestre et les cotes fondamentales se sont stabilisées. La seule exception notable est le secteur des Matériaux, particulièrement au Canada, où les cotes ont rebondi depuis leur seuil du deuxième trimestre. Cette amélioration s'explique par des prix plus favorables pour les matières premières accompagnés d'un meilleur contrôle des coûts de production, avec comme résultante l'affermissement de la rentabilité. La maturité croissante du cycle économique y joue un rôle bénéfique.

Du côté du **pilier Tendances**, nous observons la même toile de fond qu'au cours des deux derniers commentaires trimestriels. La tendance haussière des marchés boursiers

américain et internationaux demeure très régulière alors que le facteur « momentum » fonctionne à plein régime. Cette dynamique soutient des cotes de +2 pour le S&P500, depuis novembre 2016, et le MSCI EAEO, depuis février 2017 (à l'exception d'un mois à +1 en août 2017).

Le portrait du marché canadien diffère cependant. Les rendements anémiques entre mars et août 2017 des banques et des secteurs cycliques reliés aux matières premières, qui occupent une part importante de l'indice composé S&P/TSX, ont mené à une phase de consolidation de celui-ci. L'indice a par contre récemment émergé de sa consolidation et se mérite une cote de +2 depuis deux mois, au même titre que ses comparables américain et internationaux.

Le marché canadien maintient une bonne cote de tendance en raison d'un mouvement de marché capté par notre **pilier quantitatif** en faveur des paramètres de style valeur. Ceci s'avère très propice au contexte canadien où les secteurs de l'énergie, des ressources et des banques s'apparentent tous à ce style. Les titres de valeur tendent à être privilégiés par rapport à ceux de croissance en période de croissance économique vigoureuse, comme à présent.

Notre méthodologie des trois piliers s'était éloignée du paradigme Valeur versus Croissance au milieu de l'année, étant donné le manque de préférence du marché pour un ou l'autre. Tel que mentionné, cette dynamique a toutefois évolué pour privilégier les attributs de type valeur.

Pour sa part, notre lecture quantitative des marchés américain et internationaux ne capte aucun signal réfutant la légitimité de la hausse de ces marchés. Quant aux capitalisations boursières, la primauté du facteur « taille » demeure un facteur de surrendement.

Par ailleurs, la récente diminution de la corrélation entre le mouvement des titres, comparés à leurs normes historiques, représente l'un des changements majeurs des derniers mois. Ceci permet à nos outils quantitatifs de mieux discerner les bons titres des mauvais.



Conclusion

Le dernier trimestre de l'année s'avère être le prolongement du troisième sur le plan économique. La croissance nouvellement affirmée en Europe et au Japon se poursuit alors que les États-Unis gardent le cap. La stabilité et l'étendue de la croissance mondiale, en juxtaposition à des taux d'intérêt peu élevés, offrent un cadre propice tant à la croissance des profits qu'au prolongement du cycle de marché haussier.

Plusieurs contestent la longévité de la période haussière des bourses et pointent les multiples d'évaluation qui seraient trop élevés. Nous faisons en partie le même constat. Toutefois, l'analyse du rendement de l'indice MSCI tous pays mondial (MSCI ACWI) de l'année démontre que 65 % de la progression s'explique par la croissance des profits. Ce pourcentage est encore plus élevé pour les pays émergents, à 75 %. Ceci indique que la majeure partie de la hausse des marchés est justifiée par la situation fondamentale sous-jacente.

Bien que nous entrevoyions une augmentation de l'inflation et des taux d'intérêt en 2018, nos attentes sont moins alarmistes que le consensus à ce chapitre, tout comme elles le sont depuis 2010, une position qui s'est avérée juste. Le taux d'actualisation des fonds autogénérés augmentera, mais non de manière suffisante pour faire dérailler le marché boursier. Du côté des taux à court terme, nous pouvons compter sur le manque de réactivité des banques centrales à normaliser leurs politiques tard dans le cycle.

Celles-ci ont injecté d'énormes apports de capitaux dans le système monétaire au cours de la dernière décennie, occasionnant une augmentation considérable du prix des actifs financiers. Avec le retrait graduel de ces liquidités qui a débuté, les multiples d'évaluation et le contexte propre à chaque entreprise redeviennent encore plus déterminants. La chute des corrélations entre les prix des actions ajoute de l'huile sur le feu, favorisant les gestionnaires actifs.

Au Canada, les mêmes inquiétudes refont constamment surface quant au niveau d'endettement des ménages et à l'abordabilité du logement. L'issue des négociations sur l'Accord de libre-échange nord-américain soulève également des préoccupations. Triasima ne partage généralement pas ces appréhensions.

Le rendement des bénéficiaires des actions (l'inverse du ratio cours-bénéfices) demeure bien au-delà du rendement à échéance des indices obligataires, un indicateur probant quant à l'attrait relatif des actions.

Enfin, en tenant compte de la rapidité des innovations technologiques, nous ne pouvons que conclure que nous vivons une période passionnante pour investir dans les marchés boursiers.

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