



Le ralentissement mondial...

La croissance économique en Amérique du Nord s'est essoufflée à la fin de 2018. Depuis, les indicateurs ont été peu encourageants, et le ralentissement s'est poursuivi ces derniers mois.

La guerre commerciale qui se prolonge entre les États-Unis et la Chine entraîne des perturbations commerciales qui s'intensifient. Combinée à l'impact décalé du faible resserrement monétaire de 2018, cette guerre a conduit au recul du secteur manufacturier en Europe, aux États-Unis et en Chine.

À preuve, les indices des directeurs d'achats (indices PMI) mondiaux sont tombés à leur plus bas niveau en dix ans pour atteindre 49,7 en septembre. Du côté des États-Unis, l'indice manufacturier ISM, également observé attentivement, est sous la barre des 50 pour la première fois depuis juin 2009 à 47,8. Ces chiffres reflètent les hésitations des entreprises à engager des dépenses en immobilisations et, par ricochet, minent la confiance.

Le secteur manufacturier allemand se porte mal lui aussi. Le PMI de ce pays a chuté à son plus bas niveau en six ans, pour s'établir à 50,4 en août.

Les conséquences de la récession du secteur manufacturier qui s'amorce se font ressentir partout. Aux **États-Unis**, le PIB du troisième trimestre a ralenti à un taux annualisé de 1,9 %, comparativement à 3,1 % au premier trimestre. L'Allemagne, la plus grande puissance économique d'**Europe**, frôle la récession avec son PIB se contractant de 0,1 % au deuxième trimestre et montrant autant de faiblesse au troisième.

En **Chine**, les statistiques économiques, comme les ventes au détail, la production industrielle et les investissements à l'étranger, ont toutes fléchi. Pour raviver l'économie tournée vers l'exportation, ses dirigeants ont pris diverses mesures de relance. Au niveau politique, le pays est confronté à des troubles à Hong Kong.

Heureusement, le recul du secteur manufacturier a été largement compensé par la vigueur du secteur des services. Les consommateurs canadiens et américains,

tout spécialement, demeurent une puissance économique. Les ménages résistent bien en raison du faible taux de chômage et de la robustesse du marché du travail.

Il faut souligner qu'il y a cependant des gagnants dans ce conflit États-Unis-Chine. Les marchés émergents d'Asie, tels que le Vietnam, le Bangladesh et les Philippines, se sont emparés de parts de marché jadis réservées aux Chinois. Les exportations de ces pays vers les États-Unis ont augmenté de 10 % au cours du premier semestre de l'année, tandis que celles de la Chine diminuaient de 12 %.

...mène à un assouplissement monétaire...

Ayant débuté en 2017 en Europe, le déclin de la croissance est devenu mondial. Les banques centrales ont dû renoncer à leurs politiques restrictives naissantes pour revenir à un assouplissement monétaire afin de contrer le ralentissement.

Ceci s'avère exact dans le cas de la Réserve fédérale, elle qui a augmenté de 0,25 % son taux directeur à neuf reprises depuis décembre 2015, passant de 0,25 % à 2,5 %. En septembre, elle l'avait en fait abaissé deux fois à 2,0 %, inversant ainsi la tendance. Le président Jay Powell a qualifié ces mesures « d'ajustement de milieu de cycle », l'intention étant de fournir une assurance contre le risque. Récemment, en octobre, a abaissé à nouveau son taux directeur à 1,75%.

Compte tenu de la conjoncture économique défavorable, la Banque centrale européenne (« BCE ») a été contrainte d'agir. Le gouverneur Mario Draghi, arrivant au terme de son mandat de huit ans en force, a relancé son programme d'assouplissement quantitatif de 2,6 billions d'euros au rythme mensuel de 20 milliards et a réduit le taux des dépôts à la BCE de -0,4 % à -0,5 %.

Ces changements devraient contribuer à maintenir les taux d'intérêt bas sur le continent pour un certain temps. Toutefois, afin de protéger les banques des effets néfastes de taux négatifs, la BCE a introduit un système de paliers



Commentaire économique et financier

Troisième trimestre 2019

selon lequel les banques se verront appliquer des taux négatifs que sur une partie de leurs dépôts.

Cette politique monétaire souple devrait se poursuivre jusqu'à ce que l'inflation s'approche de la difficile cible de 2 %.

La Banque du Canada a fait preuve d'une plus grande stabilité, laissant son taux à un jour inchangé à 1,75 %. La Banque a mentionné que sa politique actuelle demeurerait appropriée malgré l'escalade des incertitudes commerciales, car l'inflation a légèrement augmenté et le marché du travail est robuste et en situation de plein emploi.

...et des taux d'intérêt en chute

La principale conséquence du ralentissement mondial est la baisse des taux d'intérêt. Les perspectives de croissance économique ayant été revues à la baisse et en l'absence de pressions inflationnistes soutenues, les taux ont baissé régulièrement depuis près d'un an, tant au Canada qu'aux États-Unis.

Comme l'illustre le tableau suivant, le rendement des obligations du Canada à 10 ans est passé de 2,45 % à 1,76 % à la fin août. La baisse a été encore plus marquée aux États-Unis, où le rendement des obligations fédérales a chuté de 3,06 % à 1,50 % au cours de la même période pour atteindre finalement, le 4 septembre, un creux de 1,43 %. Un violent rebond s'ensuivi et le rendement a grimpé à 1,90 % le 13 septembre.

	Rendement des obligations d'État		Courbes de rendement des obligations d'État - 30 sep 2019		
	Canada	É.-U.	3 mois	5 ans	30 ans
30 sep 18	2.45%	3.06%	Canada 1.65%	1.40%	1.53%
31 aou 18	1.16%	1.50%	É.-U. 1.82%	1.54%	2.12%
30 sep 19	1.36%	1.67%	Europe -0.67%	-0.69%	-0.42%

Durant ces quelques jours, certains risques politiques et économiques se sont atténués, tels que la diminution des probabilités d'un Brexit dur, le retrait de la loi d'extradition à Hong Kong et l'amélioration des PMI mondiaux pour la première fois en 16 mois, alimentant ainsi la hausse des taux.

La baisse des taux a d'abord fait fléchir les courbes de rendement des deux pays, qui se sont inversées par la suite. Le tableau indique que les taux de court terme sont plus élevés, qu'ils atteignent un creux autour de cinq ans, pour ensuite remonter à mesure que les maturités s'allongent.

Ces courbes de rendement en forme de cuillère sont inhabituelles et indiquent que l'inflation devrait rester basse pour les prochaines années.

La situation est pire en Europe, où l'entièreté de la courbe de rendement pour les émetteurs souverains est étonnamment inférieure à 0 %.

Au Canada, le rendement à l'échéance de l'indice obligataire universel FTSE Canada est demeuré stable à 2,12 % tandis que l'indice a augmenté de 1,2 % au cours du trimestre. Sa progression est de 7,8 % après neuf mois en 2019, un résultat surprenant.

Un facteur d'actualisation plus faible pour les actions

Les bourses mondiales ont poursuivi leur ascension au cours du troisième trimestre de 2019. Ainsi, le rendement de l'indice MSCI Monde est de 1,3 %, et atteint un solide 12,6 % depuis le début de l'année. Ce sont les taux d'intérêt à la baisse qui soutiennent la progression des marchés boursiers et non pas les bénéfices des sociétés qui stagnent. Le ratio cours-bénéfices augmente en conséquence.

Les thèmes qualité et croissance avaient été dominants en 2019, mais ils ont subi un revers en septembre alors que les investisseurs ont anticipé une reprise économique. Le facteur de prédilection a subitement changé de croissance à valeur déprimée, entraînant un fort rendement des secteurs des ressources et des secteurs cycliques. Ce changement du climat du marché s'est accompagné d'une forte hausse des taux d'intérêt en l'espace de quelques semaines seulement.

Le rendement de l'indice S&P/TSX, cyclique, a été de 2,5 % au troisième trimestre, celui du P 500 s'est établi à 2,9 %, tandis que l'indice MSCI EAEO est demeuré pratiquement



Commentaire économique et financier

Troisième trimestre 2019

inchangé à 0,1 %. Depuis le début de l'année, ces indices sont en hausse de 19 %, de 17 % et de 10 %, respectivement.

Le Japon s'est démarqué au cours du dernier trimestre, l'indice Nikkei affichant 5 %. Après des décennies de mauvais résultats, le pays semble connaître une certaine reprise, pour des raisons non apparentes pour Triasima.

En revanche, les marchés émergents, dominés par la Chine, ont enregistré de mauvais résultats, en baisse de 3 %. La Chine est très touchée par le ralentissement de la croissance mondiale. L'Amérique latine, qui fait elle-même partie du groupe des pays émergents, est également à la traîne, en baisse de 4 %. L'Argentine, le Brésil et le Chili sont tous confrontés à des troubles politiques.

Nonobstant le revirement de thème en septembre, les secteurs défensifs de la Consommation de base, des Services publics et de l'Immobilier ont obtenu des rendements supérieurs pour l'ensemble du trimestre, tandis que les secteurs de l'Énergie, des Matériaux et de la Santé accusent un retard.

Les soins de santé sont moins cycliques, mais sont actuellement exposés au risque politique aux États-Unis, surtout en raison du tapage des démocrates à l'égard de Medicare-For-All. Au Canada, ce secteur a été anéanti par la débâcle des sociétés productrices de cannabis qui font face à des perspectives de croissance et de rentabilité considérablement réduites.

Les secteurs des Services publics et de l'Immobilier, qui offrent des rendements en dividendes supérieurs à la moyenne, se sont remarquablement bien comportés jusqu'ici en 2019, avec des hausses respectives de 15 % et 16 %. Le secteur de la Technologie demeure toutefois en tête, avec un rendement de 25 %. Les entreprises de logiciels et de services technologiques connaissent une croissance rapide. Les logiciels, et non les biens matériels, constituent maintenant l'infrastructure de base de la plupart des industries. Nous vivons vraiment dans un monde de progrès technologiques rapides.

Nous croyons que les Services publics sont également favorisés par un changement marquant de leurs

activités. Essentiellement, la production d'électricité en Amérique du Nord est progressivement décentralisée, privatisée et de nature renouvelable. Il s'agit d'un virage durable à long terme qui améliore les perspectives de croissance et l'attrait des entreprises de ce secteur.

Réflexions et conclusion

À l'échelle mondiale, les économies ont ralenti cette année, principalement en raison de la récession manufacturière. Nous ne croyons cependant pas qu'il s'ensuivra une véritable récession, car les dépenses gouvernementales et les secteurs des services dominant maintenant l'économie des pays avancés et sont, par nature, plus stables que le secteur manufacturier.

Nous nous attendons à ce qu'un creux économique se produise au cours des derniers mois de 2019, ou au début de 2020.

Le fait saillant de l'année demeure la forte baisse des taux d'intérêt mondialement. À (très) long terme, cette tendance a débuté en 1982 et s'est essentiellement poursuivie depuis.

Nous ne pensons pas que les valorisations obligataires sont dans une bulle, et cela pour deux raisons principales.

La première tient à l'enrichissement graduel mondial, qui contribue à produire un excédent de l'épargne par rapport aux besoins en investissements et dépenses en capital. Les besoins sont plus faibles, car les attentes de croissance économique à long terme le sont aussi, et parce que la capacité de dépenser est limitée par un endettement plus élevé, en particulier celui des gouvernements fédéraux. Les besoins sont également moindres parce qu'une économie axée sur les services exige moins de dépenses en immobilisations par unité de PIB. Rien n'indique que cette situation générale va changer.

La deuxième raison est le faible taux d'inflation, un élément déterminant de la conduite des taux d'intérêt. En résumé, l'inflation reste faible parce que l'offre de main-d'œuvre est relativement abondante et à cause des gains de productivité. Cette abondance maintient les coûts unitaires de main-d'œuvre à un bas niveau. La mobilité des



travailleurs qui se déplacent là où se trouvent les emplois a probablement diminué au cours des dernières décennies, mais la capacité des entreprises à déplacer leur production là où la main-d'œuvre est bon marché est plus grande que jamais.

Cela a pour effet d'accroître la productivité et de contenir les coûts de production, ce qui profite à tous les consommateurs. Il semble vraiment que le rôle de la productivité ne soit pas bien compris et que sa croissance soit sous-estimée.

Quant à la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, elle pourrait durer des années. Ces deux pays ont des croyances sociales et des systèmes économiques radicalement différents; il est difficile d'imaginer comment ces affrontements pourraient s'atténuer avec le temps.

Les marchés boursiers ont bien progressé jusqu'à présent en 2019. Cela a été rendu possible par la baisse des taux d'intérêt, car les bénéfices stagnent. Si les taux connaissent un rebond cyclique, qui pourrait avoir commencé en septembre dernier, les marchés boursiers pourraient être stagnants à court terme jusqu'à ce que les bénéfices des sociétés progressent de nouveau plus tard en 2020 parallèlement à une plus forte croissance économique.

Les portefeuilles obligataires de Triasima ont conservé des durées relativement longues cette année en raison de notre croyance en une tendance à la baisse des taux d'intérêt à long terme.

Dans les portefeuilles d'actions, l'accent a été mis sur la croissance cette année, tandis que le facteur valeur a été écarté en raison de la baisse de la croissance. Cette structure a commencé à évoluer vers la fin du troisième trimestre vers une réduction à la fois de la surpondération des titres de croissance et de la sous-pondération des titres de valeur, et une représentation équitable des secteurs défensifs et à dividendes élevés.

Sauf indication contraire, l'information financière est présentée en dollars canadiens.