

FAITS SAILLANTS

Revue économique

- La volatilité a persisté sur les marchés en 2018, malgré la vigueur des facteurs économiques fondamentaux.
- Les marchés d'actions mondiales ont chuté et ceux des obligations gouvernementales se sont ressaisis au quatrième trimestre.
- La plupart des pays signalent un affaiblissement des indicateurs économiques précurseurs, ce qui suggère que la croissance mondiale ralentira encore l'an prochain.

Perspectives d'investissement

- Nous anticipons des rendements positifs sur les marchés d'actions, quoique dans un contexte qui présente des signes croissants de fin de cycle, d'où sa volatilité.
- Une philosophie de placement conservatrice fondée sur la grande qualité et l'investissement durable devrait se révéler de plus en plus avantageuse.

REVUE ÉCONOMIQUE

La croissance économique aux États-Unis en 2018 aura été un cas d'exception, accélérant son rythme de 2017, contrairement à d'autres économies développées. Ceci a vraisemblablement donné aux politiciens du pays l'assurance voulue pour critiquer plus agressivement leur relation commerciale avec la Chine et a probablement encouragé la Réserve fédérale (Fed) à poursuivre son relèvement des taux d'intérêt. À court terme, les marchés peuvent être incités davantage par la confiance des investisseurs que par la conjoncture sous-jacente aux activités commerciales. Si cette confiance est ébranlée par des propos évoquant des guerres commerciales, des inversions de la courbe des taux, des politiques maladroites des banques centrales, une baisse des cours du pétrole et une bulle de l'endettement chinois, souvent les marchés ignoreront temporairement les facteurs économiques fondamentaux. À n'en pas douter, les marchés d'actions internationaux ont chuté et ceux des obligations gouvernementales ont rebondi au quatrième trimestre, sans que notre perspective de la croissance économique n'ait substantiellement changée.

Bien que la croissance économique américaine ait ralenti depuis son pic de 4% atteint plus tôt en 2018, on note encore une solide croissance de l'emploi, des projections robustes relativement aux secteurs de la fabrication et des services, ainsi que des conditions financières généralement accommodantes. Cependant, on doit s'attendre à un repli de la croissance à mesure que la stimulation budgétaire s'estompera. Quoi qu'il en soit, la croissance en 2018 devrait approcher les 3%, mieux que les 2,2% de 2017. Et ce chiffre se compare favorablement au taux de croissance tendanciel de 2% qu'on avait largement prévu. Le taux de croissance du

Canada, par contre, semble plus proche de celui de l'économie mondiale, dont la croissance a été plus faible en 2018. Notre pays aura probablement enregistré une croissance de près de 2% en 2018, en comparaison de 3% l'année précédente. Cette faiblesse s'est concentrée dans le secteur de l'énergie qui a souffert de la baisse des cours du pétrole à la fois à l'échelle internationale et au Canada, alors que des goulots d'étranglement ont continué de limiter le transport du pétrole canadien vers les marchés internationaux. En dehors de l'Amérique du Nord, la croissance a aussi été plus faible, la zone euro affichant probablement une croissance du PIB réel de 2% (en baisse de 0,4%) et la Chine, de 6,6% (en baisse de 0,3%). L'objectif chinois de réduire le niveau d'endettement de son système financier et d'aller vers une économie fondée sur la consommation n'aide pas les perspectives de croissance mondiale et beaucoup d'éléments dépendront de la capacité de la Chine à gérer prudemment ce processus. La plupart des pays signalent actuellement un affaiblissement de leurs indicateurs économiques précurseurs, lequel suggère que la croissance mondiale ralentira encore l'an prochain.

Outre la question des facteurs économiques fondamentaux, les marchés ont été secoués par la guerre commerciale en cours entre la Chine et les États-Unis et le dénouement de la saga du Brexit. La Fed et, à un moindre degré, la Banque du Canada ont contribué à une plus forte volatilité en abandonnant l'attitude rigide qu'elles avaient adoptée au début du trimestre. Les conditions financières aux États-Unis – c'est-à-dire la combinaison des fluctuations des taux d'intérêt, des écarts de taux, des marchés d'actions et des taux de change – ont montré une nette progression à la hausse (vers un resserrement) durant le trimestre. Si ce resserrement des conditions financières persiste, il pourrait réduire la croissance américaine de 0,75 à 1% au cours de la prochaine année. Le fait que la Fed soit allée de l'avant avec une autre hausse des taux d'intérêt durant le trimestre, en semblant ne pas tenir compte que les conditions financières en général ont peut-être déjà procédé au resserrement à sa place, n'a fait qu'ajouter à l'incertitude des marchés d'actions.

Un des indicateurs précurseurs les plus fiables, la courbe des taux, a continué de se diriger vers une courbe plus neutre, mais, notons-le, la plus large part de ce mouvement résultait de la diminution de la prime de durée sur le marché obligataire. Cette prime représente le rendement supplémentaire qu'exigent les investisseurs pour engager leurs fonds sur une plus longue période plutôt que de procéder, durant cette même période, à un roulement de titres à revenu fixe à court terme. Historiquement, le surplus de rendement offert aux investisseurs qui achètent une obligation gouvernementale à long terme plutôt qu'une série d'obligations à court terme a été positif mais, aujourd'hui, il est de -0,6%. Depuis 1950, il est arrivé une seule fois qu'une inversion de la courbe des taux ait donné un faux signal de récession, soit au milieu des années 1960, quand la prime de durée était aussi à des creux historiques. Dans le passé, des courbes des taux qui s'aplatissent

ou qui sont planes ont été associées à des rendements positifs sur les marchés d'actions.

Performance des cours du S&P 500				
Chute de la courbe des taux sous 50 pts de base	Date d'inversion	Date du creux	De 50 pts de base jusqu'à l'inversion	De 50 pts de base jusqu'au
Octobre 1977	Août 1978	Mars 1980	12%	11%
Août 1980	Septembre 1980	1980	3%	11%
Septembre 1988	Janvier 1989	Mars 1989	9%	8%
Décembre 1994	Juin 1998	Avril 2000	147%	216%
Mai 2005	Janvier 2006	2006	7%	18%

Source : Charles Schwab

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les marchés obligataires ont rebondi avec force après leur recul du troisième trimestre, affichant un rendement de 2,0% au Canada et de 7,4% aux États-Unis (exprimé en \$ CAN dans les deux cas). La Fed et la Banque du Canada ont continué de relever leur taux de financement à un jour, le portant à 2,5% et 1,75% respectivement. L'impact de ces hausses des taux d'intérêt a été éclipsé par le contexte moins sain des marchés financiers et l'évident changement de ton des communications des dirigeants des banques centrales. La Fed a affirmé que les taux d'intérêt étaient « proches » d'un niveau neutre après avoir suggéré qu'ils en étaient « loin » tandis que le gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, a dû tempérer la rigidité de ses commentaires précédents. La Banque centrale européenne, comme elle l'avait déjà laissé entrevoir, a annoncé la fin de son programme d'achat d'actifs mais a gardé son ton conciliant en maintenant le taux de financement à un jour à -0,4%.

Le taux des obligations de 10 ans du gouvernement canadien a baissé d'environ 0,46% durant le trimestre tandis que le taux du titre équivalent de 2 ans n'a diminué que de 0,35%, causant un aplatissement de la courbe des taux pendant que les marchés d'actions régressaient. Les obligations corporatives ont réagi nettement moins bien que celles du gouvernement fédéral en général, puisque la confiance des investisseurs a été ébranlée. Il devient plus évident que le cycle du crédit tire à sa fin, car on peut maintenant ajouter une plus forte volatilité du marché au contexte de détérioration des facteurs fondamentaux du crédit.

Période de récession	Recul et maintien sous 50 points de	Date d'inversion	Délai avant récession
Jan.1980 - Juil. 1980	17/04/1978	18/08/1978	16 mois
Juil. 1981 - Nov. 1982	18/08/1980	12/09/1980	10 mois
Juil. 1990 - Mars 1991	26/09/1988	13/12/1988	19 mois
Mars 2001 - Nov. 2001	20/03/1997	26/05/1998	22 mois
Déc. 2007 - Juin 2009	19/05/2005	27/12/2005	24 mois

Source : NBER

Rendements des marchés (au 31 décembre 2018)

(%)	3 m	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	-9,9	-8,9	4,1	7,9	6,7
S&P 500 (\$ CAN)	-8,7	4,2	14,1	14,3	8,2
S&P 500 (\$ US)	-13,5	-4,4	8,5	13,1	7,8
Russell 2000 (\$ US)	-20,2	-11,0	4,4	12,0	7,5
DJIA (\$ CAN)	-6,9	2,9	12,6	11,5	5,9
DJIA (\$ US)	-11,8	-5,6	7,1	10,3	5,5
MSCI EAEO Net (\$ C)	-7,7	-6,0	5,7	7,4	5,1
MSCI EAEO Net (\$ US)	-12,5	-13,8	0,5	6,3	4,7
MSCI Emerging Mkts (\$ US)	-7,4	-14,2	2,0	8,4	8,3
FTSE TMX Canada universel	2,0	1,6	3,6	4,2	4,6
FTSE TMX Canada bon Très. 91 jrs	0,5	1,4	0,8	0,8	1,6
\$ CAN/\$ US	-5,4	-8,3	-4,9	-1,0	0,3

Convertis en \$ CAN selon les taux de Londres à 16 h et annualisés pour les périodes de plus d'un an.

MARCHÉS D' ACTIONS

Les actions ont connu un de leurs pires trimestres des dernières années, la confiance des investisseurs a révélé sa nature fragile. Les marchés ont constaté avec angoisse que le remaniement de relations commerciales avec une puissance politique et militaire montante comme la Chine sera une opération longue et tortueuse. Cette dynamique a particulièrement nui aux entreprises technologiques, car la plupart d'entre elles ont un certain lien avec la Chine du point de vue de la demande finale ou de la fabrication de leurs composantes. Des appels à l'application des lois antitrust et des questions touchant la confidentialité des données ont aussi pesé sur le secteur de la technologie. On a craint que le recul des cours du pétrole soit un signe de ralentissement de la croissance mondiale, mais le lien entre l'un et l'autre n'est pas régulier. On a aussi fait grand cas d'une inversion de la courbe des taux américains pour les échéances de 2 et 5 ans qui signalerait un risque croissant de récession. Pourtant, c'est la courbe des taux pour les échéances de 3 mois et 10 ans qui sert de référence absolue quant à la prévision des récessions. Et même si celle-ci s'inversait – elle est actuellement d'à peu près 0,28% – elle ne présagerait une récession que dans deux ans environ, d'après les normes modernes.

Les marchés émergents se sont stabilisés et, dans certains cas, comme le Brésil, ont surclassé les marchés développés. Les marchés émergents ont continué d'affronter une conjoncture externe plus délicate en raison des taux d'intérêt plus élevés et des tensions commerciales accrues. Néanmoins, le repli des cours du pétrole a apporté un certain secours aux pays importateurs d'énergie.

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

Habituellement, les mesures de resserrement des banques centrales surviennent tard dans un cycle et il y a toujours risque de provoquer une récession par un resserrement excessif. Typiquement, des déséquilibres se sont développés durant la période de faibles taux d'intérêt et ils paraissent au grand jour quand les taux sont en hausse. La citation de Warren Buffett selon laquelle « on saura qui se baigne sans maillot seulement quand la marée baisse » est très appropriée dans ce contexte de fin de cycle. Des marges bénéficiaires élevées, des évaluations boursières généreuses, un fort endettement et une grande confiance des consommateurs sont des signes que le cycle économique achève, en plus d'une courbe des taux qui s'aplatit, d'un accroissement des écarts de crédit et des bas taux de chômage.

Actuellement, la Fed estime que deux autres hausses de 0,25% des taux d'intérêt seront requises en 2019 alors que les marchés des titres à revenu fixe escomptent une possibilité quasi nulle de relèvement des taux, en partie à cause du dérapage des marchés d'actions. Dans l'esprit des membres de la Fed, l'élan actuel de l'économie laisse présager que le taux de chômage baissera encore et contribuera à une montée des tensions salariales en 2019. La Fed a suivi un rythme graduel dans son relèvement des taux mais, maintenant que son taux directeur approche du niveau neutre de 2,5 à 3,5%, elle s'est mise « à dépendre des données », ce qui signifie qu'elle sera moins prévisible. Typiquement, les marchés d'actions sont relativement protégés contre ce risque, car une croissance plus forte que prévu devrait stimuler la confiance par rapport aux bénéficiaires. Par contre, les marchés d'aujourd'hui affichent un manque de confiance inhabituel, celui des États-Unis ayant satisfait à la définition officielle d'un marché baissier, soit une chute de 20%, durant le quatrième trimestre. Ceci contraste avec l'environnement typique des fins de cycle où, historiquement, on a observé que les marchés haussiers d'actions livrent des performances de deuxième quintile.

Il est certain que la partie se corse pour les banques centrales, et donc pour les marchés financiers, en ce temps où nous entamons les dernières étapes du cycle d'affaires. Les banques centrales ont goûté aux bienfaits durement acquis de leur appariement avec les attentes quant à l'inflation durant les quatre dernières décennies. Ces attentes seront vraisemblablement mises à l'épreuve, alors que le taux de chômage des États-Unis descend encore sous ce qu'on estime être son niveau non inflationniste et que les politiciens américains discutent de nouvelles largesses budgétaires. La Chine continue de poser un risque substantiel à l'économie mondiale et sa volonté de stimuler la demande fera l'objet d'une surveillance assidue. Nous anticipons des rendements positifs sur les marchés d'actions, quoique dans un contexte qui présente des signes croissants de fin de cycle, d'où sa volatilité. Une philosophie de placement conservatrice fondée sur la grande qualité et l'investissement durable devrait se révéler de plus en plus avantageuse dans ce contexte.

Tous les rendements sont exprimés en dollars canadiens sauf indication contraire.

Sources : Valeurs Mobilières TD, S&P et Bloomberg. Ce document a été préparé pour diffusion générale auprès des clients de Jarislowsky, Fraser Limitée (JFL) et est fourni uniquement à des fins d'information; il ne vise pas à prodiguer des conseils en investissement, dans le domaine juridique ou en fiscalité ni des conseils personnalisés en matière d'investissement. Toutes les opinions et estimations contenues dans ce rapport représentent le point de vue de JFL au moment de sa rédaction et sont fournies de bonne foi. Les données, faits et opinions présentés dans ce document pourront tous être modifiés sans avis. Ceci ne constitue pas une sollicitation à des fins d'affaires. Les rendements passés ne sont pas un indicateur des performances futures. Les rendements futurs ne sont pas garantis. Aucune utilisation de la dénomination sociale Jarislowsky, Fraser Limitée ni copie ou redistribution de quelque renseignement contenu dans ce rapport ne sont permises à moins que JFL ne l'ait préalablement autorisée par écrit.