

NAGER À CONTRE-COURANT



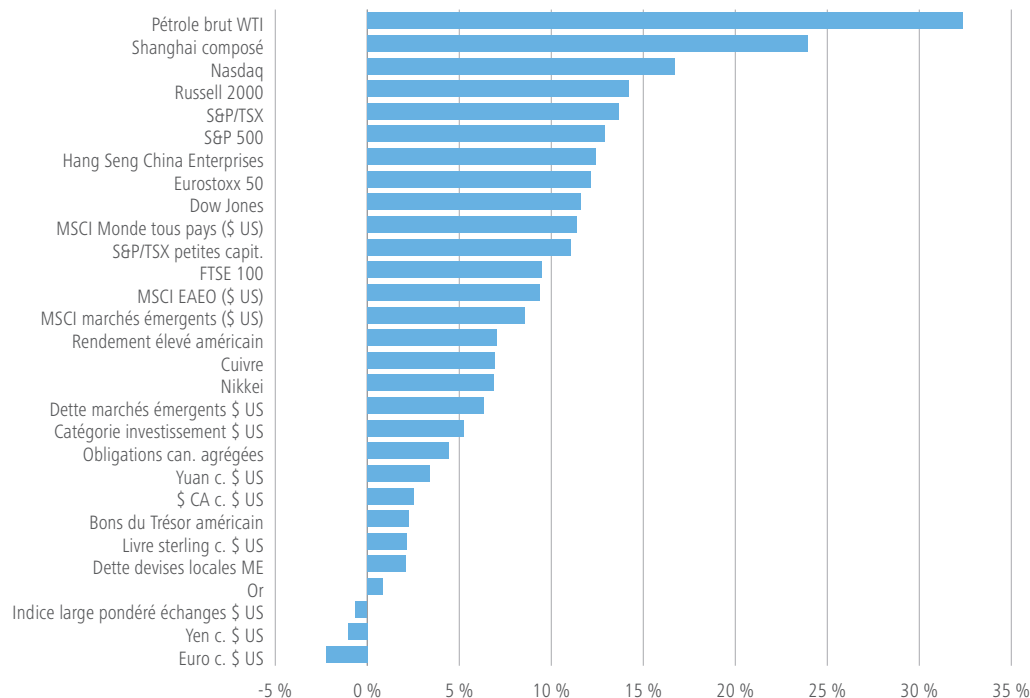
Alex Bellefleur, M. Sc. éco., CFA

Économiste en chef et stratège,
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Un trimestre difficile pour la croissance, mais favorable pour les cours des actifs

Un trimestre peut faire toute une différence. L'année 2018 a été dans l'ensemble bonne pour l'économie, du moins aux États-Unis, mais mauvaise pour les actifs. Qu'il s'agisse du revenu fixe, des actions ou des produits de base, il n'y a pas eu beaucoup d'endroits où se cacher en 2018. Pendant le premier trimestre de 2019, au contraire, la plupart des actifs ont enregistré une performance solide – particulièrement ceux qui ont éprouvé le plus de difficultés l'an dernier (p. ex. les actions chinoises ou le pétrole brut).

Rendements totaux 1T 2019 (%)

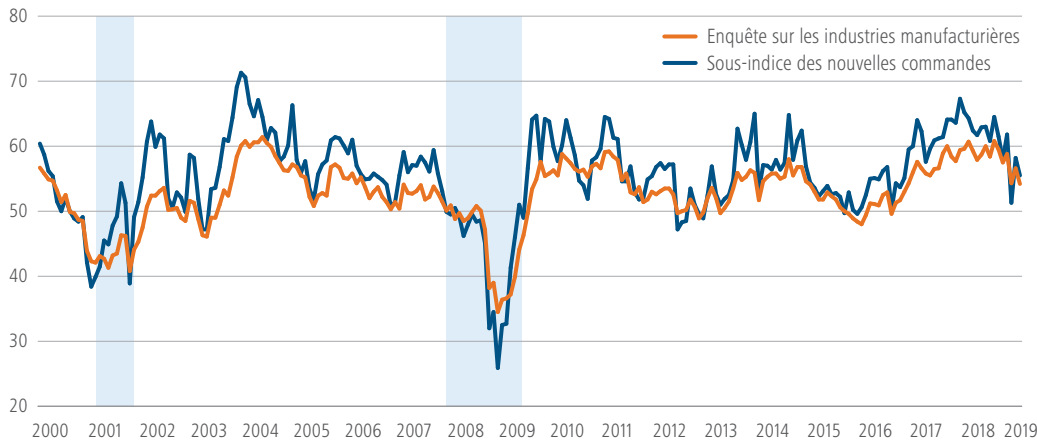


Source : Bloomberg

Toutefois, ce premier trimestre positif a été enregistré malgré un ralentissement notable de l'économie réelle. Ce ralentissement a été le plus évident aux États-Unis, qui en 2018 a constitué un bastion de vigueur dans un monde en décélération. Plusieurs indicateurs économiques américains – notamment l'activité manufacturière, l'immobilier et les ventes de détail – ont commencé à signaler un ralentissement du rythme d'expansion. Certains indicateurs se rapprochent maintenant dangereusement du territoire de contraction.

Croissance du secteur manufacturier américain

Indice manufacturier ISM : composé et sous-indice des nouvelles commandes

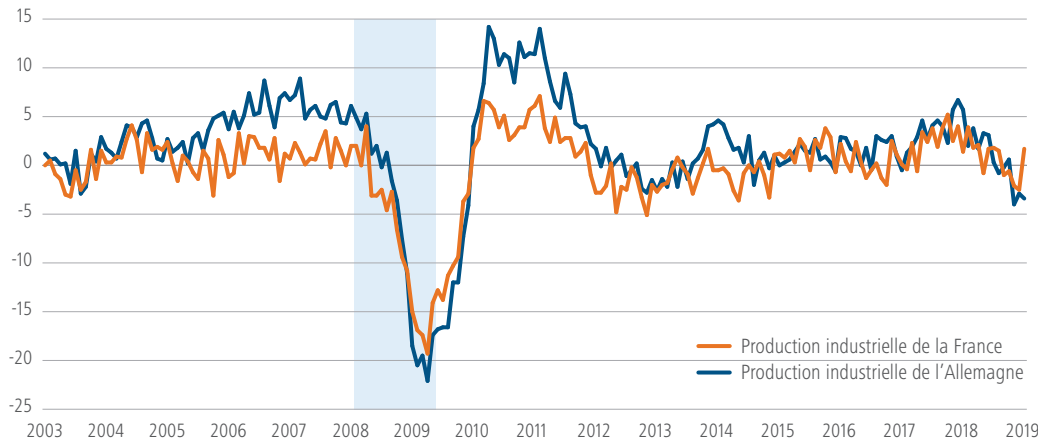


Source : Placements Mackenzie (données ISM par Datastream)
Zones ombragées = récession aux É.-U.

Le reste du monde, qui a entraîné les États-Unis dans sa descente en 2018, n'a pas été épargné par cette récente décélération économique. L'Europe, l'ombre perpétuelle au tableau de l'économie mondiale, reste faible et affiche actuellement une conjoncture de récession. L'an dernier, les décideurs politiques de la zone euro ont mentionné des « facteurs temporaires » au moment de tenter d'expliquer le ralentissement, mais il semble maintenant que quelque chose de plus profond a lieu dans la zone de la monnaie unique. L'indicateur précoce de l'indice manufacturier PMI d'Allemagne pour mars, à 44,7, indique une contraction relativement prononcée du secteur manufacturier du pays axé sur les exportations.

France et Allemagne : Production industrielle

Croissance de la production industrielle sur 12 mois (%)



Source : Placements Mackenzie (Bundesbank, INSEE, données par Bloomberg)
Zones ombragées = récession aux É.-U.

Nous nous trouvons ainsi face à une dichotomie dans laquelle les actifs ont connu une hausse au premier trimestre, mais où l'économie s'affaiblit. Que devons-nous en penser?

Certains changements positifs depuis le dernier trimestre...

Le premier élément à noter est que les marchés tenaient déjà partiellement compte de cette faiblesse économique prévue. Les cours des actifs ont tendance à anticiper les changements des conditions économiques environ six à neuf mois à l'avance. Ainsi, ce qui compte n'est pas vraiment *ce qui se passe* dans l'économie, mais plutôt *ce que les marchés estiment qu'il se produira*. Jusqu'à présent, les données de croissance ne semblent pas avoir été bien pires que ce dont les marchés tenaient déjà compte étant donné le rendement décevant des marchés boursiers au quatrième trimestre de 2018.

L'équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie est quant à elle passée à une position tactique en actions sous-pondérée en octobre dernier, car notre analyse a signalé une augmentation des risques de déceptions pour ce qui est de l'économie et des bénéfices. Nous sommes retournés à une position neutre après les corrections, car nous avons estimé que les cours des actions étaient plus conformes à un rythme réduit d'expansion économique.

Un important facteur positif a été le passage soudain à une position plus accommodante par la Fed. Jerome Powell a connu une première année à la présidence de la Fed un peu difficile, ayant éprouvé quelques problèmes de communication. En octobre, il a indiqué que les taux étaient « loin d'être neutres », ce qui a effrayé les marchés, en raison de l'implication que plusieurs hausses supplémentaires auraient lieu. Puis, le 19 décembre, il a affirmé que la Fed avait mis la réduction de son bilan en pilotage automatique, ce qui a horrifié les marchés, suggérant que la Fed n'envisagerait même pas un

ajustement de sa politique en réponse à la faiblesse des données! Après ces problèmes de communication, un important ajustement a eu lieu le 4 janvier, lorsque le président Powell est revenu sur ses paroles en affirmant que la Fed serait « patiente ». Ce commentaire peut sembler mineur, mais selon nous, le langage corporel de Powell a souligné l'importance de ce changement d'avis : il a lu ses commentaires plus accommodants sur un bout de papier qu'il a sorti de son veston. Nous avons interprété ce geste comme une tentative d'éviter une autre erreur de communication en lisant soigneusement des remarques préparées au lieu d'improviser. D'après nous, cela voulait dire — et veut toujours dire — que les taux ne dépasseront probablement pas le niveau neutre au cours du cycle actuel. Les prix des marchés concordent maintenant avec des baisses de taux plus tard cette année. Cette réceptivité par la Fed augmente les possibilités d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine, par opposition à une véritable récession entraînée par un resserrement excessif.

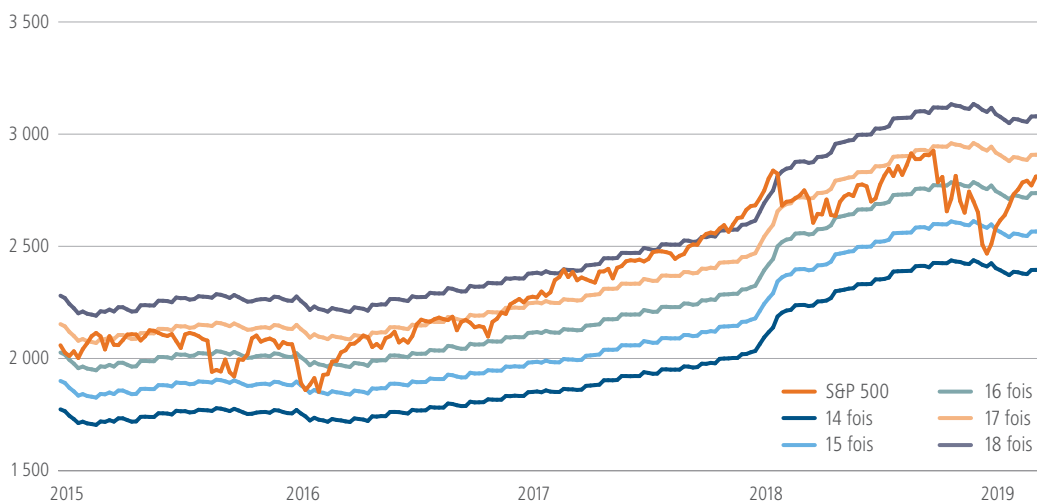
Finalement, pour ce qui est du commerce, la Maison-Blanche a semblé indiquer que certains progrès ont été réalisés dans les négociations avec la Chine. Entre-temps, en Chine, nous avons commencé à observer une tendance vers des mesures de stimulation sélectives et ciblées. Les responsables des politiques en Chine sont forcés d'affronter une détérioration de l'environnement externe et un ralentissement dans ses principales destinations pour l'exportation (Amérique du Nord et Europe), ce qui a poussé les décideurs politiques à mettre en œuvre certaines mesures de stimulation pour soutenir les marchés chinois.

... mais vous ne devez pas vous laisser emporter

Malgré ces points positifs, il n'y a pas encore raison d'être euphorique. Premièrement, il est important de faire le point sur les évaluations. Nous avons analysé divers paramètres de valorisation englobant de nombreux marchés, aucun indicateur unique ne pouvant résumer l'évolution complète des valorisations parmi les actions. Néanmoins, à des fins d'illustration et par souci de simplicité, il est utile de se pencher sur le simple ratio cours/bénéfices prévus sur l'indice S&P 500. Après la hausse temporaire provoquée par la baisse d'impôt, le S&P 500 se négociait à 18 fois les bénéfices prévus au début de 2018 — un sommet pour le cycle actuel. Il a subi une correction pour atteindre près de 14 fois en décembre 2018. Après la reprise récente, nous sommes de retour à 16,5 fois les bénéfices prévus, ce qui n'est pas extravagant, mais laisse place à des améliorations supplémentaires en cas de bénéfices des sociétés décevants.

S&P 500 par ratio cours/bénéfices prévus

Évaluations du S&P 500 selon les estimations des BPA prévus



Source : Placements Mackenzie (données du Census Bureau par Bloomberg) Zones ombragées = récession aux É.-U.

Un autre élément que, selon nous, les investisseurs ne devraient pas ignorer est la direction du dollar américain. Les devises des marchés émergents ont affiché une certaine résilience au cours des derniers mois, mais le dollar américain reste obstinément solide contre les devises des marchés développés comme l'euro et le yen. Par exemple, beaucoup d'investisseurs s'attendaient à ce que le passage récent à un ton plus accommodant par la Fed entraîne l'euro en nette hausse. Cela n'a pas été le cas. La situation est préoccupante premièrement parce qu'elle souligne la faiblesse persistante des économies développées hors des États-Unis dont celle de la zone euro, et deuxièmement en raison des pressions exercées sur les sociétés et les états souverains qui empruntent en dollars américains. Nous sommes sous-pondérés en euros contre le dollar américain depuis l'an dernier pour cette raison : nous pensons que l'économie de la zone euro est trop faible pour résister à un resserrement par la Banque centrale européenne. Notre point de vue est inchangé. Toutefois, une appréciation continue du dollar américain constituera un resserrement financier pour les économies et les marchés.

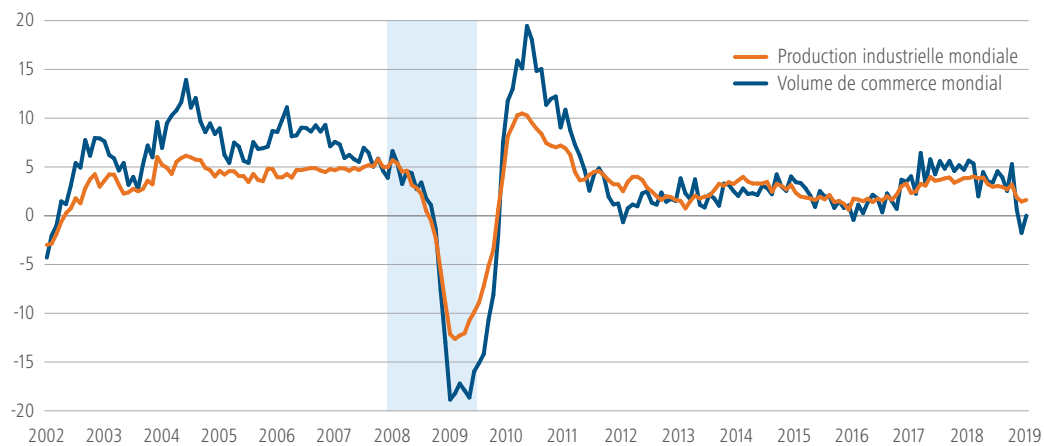
Des risques politiques sont aussi toujours présents. Selon certaines indications, une entente sur le commerce entre les États-Unis et la Chine serait sur le point d'être conclue et une amélioration de l'optimisme a été observée. Toute détérioration du ton de la

part de l'administration des États-Unis ou de celle de la Chine rendrait les marchés vulnérables à un renversement. Maintenant que le rapport Mueller a été déposé, l'attention se tournera graduellement vers la campagne présidentielle de 2020 qui soulignera les divisions profondes entre le président en exercice et les candidats démocrates. Plus près de nous, la campagne électorale fédérale approche et la tourmente qui touche le gouvernement libéral devrait faire en sorte que les nouvelles politiques soient plus volatiles au cours des mois à venir.

Enfin, la période actuelle de morosité de la croissance devra atteindre un plancher à un certain point, ou les marchés devront revoir à la baisse leurs attentes en matière de croissance. Trois scénarios sont actuellement possibles : 1) une reprise de la croissance mondiale en V comme celle enregistrée en 2016; 2) un atterrissage en douceur et une stabilisation à un niveau plus faible; ou 3) un dérapage vers une récession. Nous ne pensons pas que la vigueur de la reprise de 2016 sera répétée, en partie parce que la Chine ne peut ni ne veut stimuler l'économie de façon aussi dynamique qu'elle l'a fait à l'époque. Nous estimons néanmoins que l'approche actuelle de mesures de stimulation ciblées est suffisante pour permettre à l'économie de la Chine de connaître quelque chose qui se rapproche d'une reprise en L, ou d'une stabilisation.

Croissance des volumes de commerce mondial et de production industrielle

Exportations mondiales et production industrielle mondiale, croissance sur 12 mois (%)

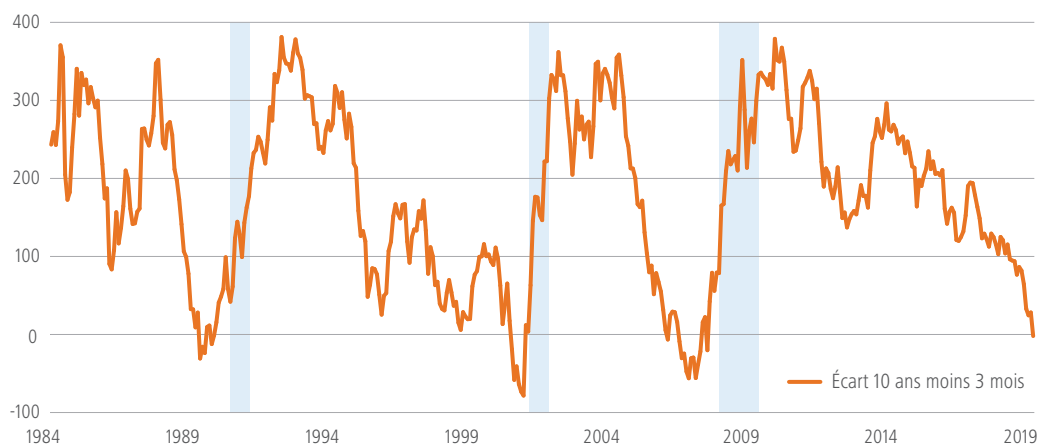


L'ombre qui plane : l'inversion de la courbe de rendement

Le message actuel envoyé par la courbe de rendement américaine, plus particulièrement l'écart entre le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans et le taux des bons du Trésor à 3 mois, doit aussi être surveillé de près. Nous venons tout juste d'observer la première inversion de la courbe de rendement américaine depuis 2007, ce qui signifie que le rendement d'un bon du Trésor à 3 mois est supérieur à celui d'une obligation du Trésor à 10 ans. Une telle inversion est habituellement considérée comme un signe de récession imminente.

Pour que ce phénomène soit encore plus important en matière de signal d'une récession, l'inversion de la courbe de rendement doit rester en place pendant plus que quelques jours ou semaines. Par exemple, si la Fed augmentait bientôt les taux d'intérêt, la courbe réagirait probablement en s'accroissant. La situation est semblable à celle connue en 1998 lorsque l'écart de la courbe de rendement 2s10s (rendement obligataire à 10 ans moins rendement obligataire à 2 ans) s'est brièvement inversé, mais s'est accru de nouveau en réponse à trois baisses par la Fed. Une reprise a aussi eu lieu dans les marchés boursiers. Toutefois, si la Fed ne baisse pas les taux en réponse à la faiblesse économique récente, la courbe devrait rester inversée, signalant une possibilité croissante de récession.

Écart de la courbe de rendement américaine 10 ans moins 3 mois (points de base)



En résumé

Ces contre-courants constituent la raison pour laquelle, malgré une performance solide des marchés boursiers au premier trimestre, l'équipe des stratégies multi-actifs n'adopte pas une position plus dynamique dans sa répartition d'actifs et choisit plutôt de conserver une position neutre entre les actions et le revenu fixe. Nous surveillerons attentivement les développements macroéconomiques et ceux liés aux marchés au cours des mois à venir et sommes prêts à réagir en conséquence en ajustant nos répartitions tactiques. ■

RÉSERVÉ AUX CONSEILLERS. Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement passé ne donne pas forcément une indication du rendement futur.

Ce document pourrait renfermer des renseignements prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir ou celles de tiers. Les renseignements prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, mais sans s'y limiter, les conditions générales économiques, politiques et des marchés, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les poursuites judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Il est conseillé au lecteur de peser soigneusement ces considérations, ainsi que d'autres facteurs, et de ne pas se fier indûment à des déclarations prospectives. Tout énoncé prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 29 mars 2019. Le lecteur ne doit pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autre.

Le contenu de ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commande de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.