



## INVESTISSEMENTS RUSSELL CANADA LIMITÉE

# Vents changeants

## Perspectives des marchés mondiaux en 2018 – le point au T2

Actuellement, des vents favorables poussés par une croissance mondiale synchrone, de solides bénéfices et des largesses fiscales l'emportent sur les vents contraires qui se lèvent avec le durcissement de la politique monétaire et les pressions inflationnistes, mais la vigilance reste de mise.

### MARS 2018

**Andrew Pease**  
*Responsable mondial  
de la stratégie d'investissement*

**Paul Eitelman**  
*Stratège senior en investissements,  
Amérique du Nord*

**Graham Harman**  
*Stratège principal en  
investissement, Asie-Pacifique*

**Shailesh Kshatriya, CFA**  
*Directeur, Stratégies - Canada*

**Van Luu, Ph.D.**  
*Responsable de la stratégie,  
Devises et titres à revenu fixe*

**Kara Ng**  
*Analyste principale de la stratégie  
d'investissement quantitatif*

**Abraham Robison**  
*Stratège en investissement  
quantitatif*

**Wouter Sturkenboom, CFA, CAIA**  
*Stratège principal de  
l'investissement, EMEA*

**Alexander Cousley**  
*Analyste de la stratégie  
d'investissement*

**Stephen Wood, Ph.D.**  
*Stratège en chef du marché*

---

# Résumé

---

La volatilité est de retour, la Réserve fédérale américaine (Fed) accélère la hausse des taux et la menace d'une guerre commerciale s'accroît. Cependant, la croissance mondiale reste forte et l'économie américaine bénéficie de stimuli fiscaux. Pour le moment, ce sont les facteurs positifs qui l'emportent, mais rien ne dit que cela ne changera pas au cours de l'année.

---

## Vents changeants

Le bref état d'euphorie des marchés boursiers en janvier a fait place à la crainte d'une guerre commerciale, à un durcissement du ton de la Fed et à un retour de la volatilité. Le défi d'investir en fin de cycle tient au fait que les actions sont très chères, que l'économie américaine risque la surchauffe et que la Fed a sifflé la fin de la récréation. Mais en même temps, la croissance économique est forte, les profits des sociétés élevés et les enquêtes auprès des investisseurs américains révèlent qu'ils sont encore très optimistes, même après la correction boursière de la fin janvier.

Ce qui vient compliquer les choses, c'est que le gouvernement fédéral des États-Unis a adopté d'importantes mesures d'allègement fiscal à un moment où le pays connaît le plein emploi et que le président Donald Trump impose des sanctions commerciales susceptibles de déboucher sur une guerre commerciale d'une vaste ampleur.

Notre approche du placement axée sur le cycle économique, la valorisation et la confiance nous incite à adopter une position neutre à l'égard des actions. Nous sous pondérons les actions américaines par ce que leur valorisation est élevée et que la plupart des bonnes nouvelles sont déjà prises en compte dans les cours boursiers. Notre vision positive du cycle économique en Europe, au Japon et dans les pays émergents et la plus faible valorisation des actions de ces régions nous amènent à surpondérer légèrement ces titres.

**Paul Eitelman** estime que les stimuli fiscaux américains sont favorables au cycle économique, mais qu'il y aura un prix à payer, soit une hausse de l'inflation et un durcissement accéléré de la politique de la Fed. Il craint qu'une guerre commerciale pénalise la croissance tout en relançant l'inflation – ce qui s'appelle la stagflation – mais croit que les États-Unis cherchent plutôt à négocier qu'à déclarer une guerre commerciale tous azimuts.

**Wouter Sturkenboom** demeure optimiste pour le cycle économique en Europe. La vigueur de l'euro a fortement entravé la montée des cours des actions européennes cotées dans cette monnaie. Il croit que cet obstacle sera surmonté dans les mois qui viennent et que les fondements positifs du cycle économique joueront à plein.

**Graham Harman** et **Alex Cousley** demeurent généralement optimistes pour la région Asie-Pacifique. La politique monétaire est encore largement accommodante dans la région et les profits des sociétés affichent une bonne croissance. Le risque le plus important selon eux vient du protectionnisme des États-Unis à l'endroit de la Chine.

Le yen a remplacé l'euro comme monnaie préférée de **Van Luu**. La monnaie japonaise lui paraît plutôt bon marché quand il tient compte de l'amélioration de l'économie et de l'excédent du compte courant. Van Luu s'attend à ce que le dollar américain reste orienté à la baisse par suite des largesses fiscales et des déficits du compte courant.

Le modèle de l'indice conjoncturel des États-Unis estimé par **Kara Ng** et **Abe Robison** indique que le risque de récession est assez faible au cours des douze prochains mois. Leur modèle des actions par rapport aux titres à revenu fixe de ce pays est passé au neutre après une longue période au cours de laquelle les actions étaient privilégiées.

## SOMMAIRE

- 3 Perspectives stratégiques
- 6 Perspectives du marché canadien
- 9 États-Unis : politiques économiques et guerre commerciale
- 11 La zone euro : prise en étai
- 14 Asie-Pacifique : l'embellie se poursuit
- 17 Monnaies : le yen n'a pas fini de s'apprécier
- 19 Modélisation quantitative

---

# Perspectives stratégiques

---

D'un côté, les généreuses baisses d'impôt aux États-Unis, la croissance mondiale synchrone et les profits élevés des entreprises, de l'autre, les hausses de taux de la Réserve fédérale américaine (Fed), la montée de l'inflation et les menaces protectionnistes. Pour l'instant, ce sont les facteurs positifs qui l'emportent, mais attention si la Fed continue à relever ses taux.

---

## Les facteurs positifs continuent de l'emporter sur les facteurs négatifs

Les marchés financiers mondiaux ont entamé l'année avec panache. La hausse de 5,6 % de l'indice S&P 500<sup>®</sup> a été la plus forte pour un mois de janvier depuis 1997. Ce sommet s'est accompagné d'une poussée journalière record de l'indice de volatilité CBOE<sup>®</sup> (indice VIX)<sup>1</sup>, la première correction de 10 % des marchés depuis le début de 2016 ayant été suivie d'une reprise de 8 %. Le taux des obligations de 10 ans du Trésor américain a augmenté de 50 points à 2,90 %, pour atteindre le niveau le plus haut depuis la dégringolade de la fin de 2013.

Les profits élevés des sociétés au quatrième trimestre et les stimulants fiscaux de l'administration Trump, nettement plus généreux que ceux prévus, ont donné le coup d'envoi, mais leur effet a été de courte durée lorsqu'une hausse du salaire horaire moyen, publiée avec les données sur l'emploi en janvier, a fait craindre une poussée de l'inflation.

La situation en 2018 est donc différente de celle de l'année précédente à plusieurs égards :

- › La multiplication des stimulants fiscaux accélère une croissance mondiale déjà forte.
- › Le marché de l'emploi exerce des pressions inflationnistes, surtout aux États-Unis.
- › Les banques centrales durcissent le ton, la Fed étant susceptible de procéder à quatre hausses de taux cette année et la Banque centrale européenne (BCE) s'apprêtant à réduire ses mesures expansionnistes.
- › Le président Trump impose des droits de douane après s'être révélé moins protectionniste que ce qu'on avait craint l'année dernière.
- › La volatilité des marchés s'étant accrue, la prime de risque augmente pour toutes les catégories d'actifs.

Le contexte en fin de cycle est compliqué pour les marchés. Pour le moment, nous estimons que la force combinée des vents favorables — croissance mondiale synchrone, forte progression du bénéfice par action (BPA) et largesses fiscales — l'emporte sur les vents contraires qui se lèvent avec le durcissement des politiques monétaires et les pressions inflationnistes.

Les perspectives de profits des sociétés sont particulièrement robustes cette année. Le tableau à la page suivante présente les prévisions sectorielles faisant consensus parmi les différentes régions pour la croissance du BPA en 2018. Les prévisions des sociétés ont été colligées par des analystes de maisons de courtage.

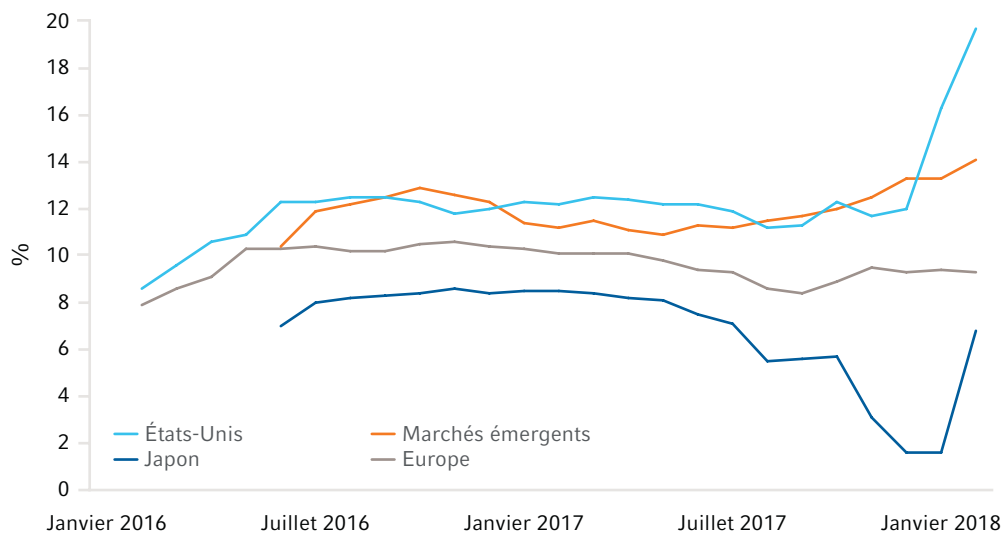
La croissance prévue du BPA aux États-Unis atteint ainsi près de 20 %. Quatre à cinq points de pourcentage peuvent s'expliquer par la réduction de l'impôt des sociétés, mais même sans cela, la hausse prévue des profits a de quoi impressionner. Les prévisions de BPA ailleurs dans le monde sont robustes aussi. Au Japon, la croissance reste à la traîne à 5 %, mais elle fait suite à un bond de plus de 30 % du BPA en 2017.

Notre grille de décision en matière d'investissement, fondée sur le cycle économique, la valorisation et la confiance, nous invite à la prudence avec les actions américaines. Leur valorisation étant très élevée aux États-Unis, les perspectives de rendement ne sont pas les mêmes qu'ailleurs, une baisse étant plus probable qu'une hausse. Ailleurs, les actions sont assez bon marché (pays émergents) ou un peu chères (Europe et Japon).

▮ Pour l'instant, ce sont les facteurs positifs qui l'emportent, mais attention si la Fed continue à relever ses taux.

<sup>1</sup> L'indice de volatilité CBOE (indice VIX<sup>®</sup>) mesure la volatilité prévue par le marché à court terme à partir du prix des options de l'indice boursier S&P 500.

## Croissance prévue du BPA en 2018



Source : MSCI et Institutional Brokers' Estimate System (IBES), février 2018. Marchés reflétés par l'indice MSCI États-Unis, l'indice MSCI Japon, l'indice MSCI Marchés émergents et l'indice MSCI UEM. Les indices ne sont pas gérés et il est impossible d'y investir directement. Les rendements passés ne sont pas une garantie de résultat futur.

Le cycle économique devrait être légèrement favorable aux actions dans le monde, mais nous surveillerons de près les signes de risque de récession aux États-Unis. Notre analyse de base indique que c'est à la fin de 2019 ou au début de 2020 que la prochaine récession a le plus de probabilité de se produire. Il devrait sans doute s'écouler 12 mois encore avant que le risque de récession soit dans la mire des marchés.

L'analyse du sentiment de confiance montrait que les actions étaient surachetées à la fin de janvier. La reprise boursière qui a suivi a ramené la plupart de nos signaux en terrain neutre.

Globalement, à la suite de cet exercice, nous préconisons une attitude neutre à l'égard des actions dans le monde, la sous-pondération des actions américaines survalorisées étant contrebalancée par la surpondération des actions des pays émergents, du Japon et de l'Europe.

Nous sommes neutres aussi à l'égard des obligations à haut rendement, leur valorisation élevée étant contrebalancée par une évolution cyclique légèrement favorable vu le faible taux de défaillance des emprunteurs et la solidité des profits des entreprises.

Une des choses qui ressort depuis le début de l'année est le retour de la volatilité. La volatilité prévue par l'indice VIX du S&P 500 n'a été que de 11,1 en moyenne en 2017, la moyenne annuelle la plus faible jamais atteinte. Avec le durcissement de la politique des banques centrales, la montée de l'inflation, les mesures protectionnistes et les risques géopolitiques, il est à peu près certain que la volatilité sera plus élevée cette année – une chose que nous avons déjà constatée au premier trimestre.

Notre propension ces dernières années à acheter à la baisse vu notre vision généralement positive des perspectives du cycle économique a favorisé les actions et les obligations. Pour le moment, comme les facteurs cycliques positifs l'emportent sur les facteurs négatifs, nous envisageons toujours d'augmenter la prise de risque lors des replis du marché.

Nous croyons que les facteurs négatifs s'accroîtront lorsque la Fed durcira le ton, que l'inflation augmentera et que les marges bénéficiaires seront mises à mal par la hausse des coûts de main-d'œuvre. Acheter à la baisse deviendra sans doute plus compliqué au fur et à mesure que l'année avancera et que les marchés prendront la mesure des risques de récession.

Notre grille de décision en matière d'investissement, fondée sur le cycle économique, la valorisation et la confiance, nous invite à la prudence avec les actions américaines.

## Obligations d'État : un prix juste aux États-Unis mais élevé ailleurs

Un des hauts faits de 2018 est le relèvement des taux des obligations d'État. À la mi-mars, les obligations de 10 ans du Trésor américain ont vu leur taux augmenter de 50 points, les gilts du Royaume-Uni de 30 et les bunds allemands de 23. Seules les obligations nippones ont boudé la tendance, la politique de contrôle des taux de la Banque du Japon maintenant le taux obligataire de 10 ans inférieur à 10 points.

Selon notre estimation de la juste valeur, le taux des obligations de 10 ans du Trésor américain se situe à environ 2,8 %. Ce chiffre est fondé sur l'évolution prévue du taux des fonds de la Fed au cours des prochaines années majoré de la prime à terme. Dans notre calcul de la juste valeur, nous tenons compte de la possibilité bien réelle que les États-Unis entrent en récession d'ici à 2020, ce qui signifie que la Fed réduira ses taux. À 2,9 % à la mi-mars, le taux des obligations américaines de 10 ans est légèrement en deçà de la juste valeur.

Les bunds, les gilts et les obligations japonaises restent toutefois très chères selon notre méthode d'estimation.

Selon nous, le taux des obligations de 10 ans du Trésor américain pourrait atteindre 3,0 % ou légèrement plus dans les prochains mois étant donné que l'inflation est appelée à augmenter. Le point mort d'inflation – la différence entre le rendement nominal et le taux protégé contre l'inflation sur 10 ans – était passé de 1,75 % en septembre à 2,1 % à la mi-mars. Il n'est pas rare qu'à la fin d'un cycle le point mort d'inflation oscille entre 2,2 % et 2,5 %. Les forces cycliques à l'œuvre seraient donc encore légèrement défavorables dans le cas des obligations du Trésor américain, mais la valorisation est désormais un frein à la montée des taux.

## Mise à jour des scénarios pour 2018

Dans le rapport que nous avons publié début décembre sur les perspectives annuelles, nous avons présenté trois scénarios possibles pour 2018 qu'il faudrait surveiller étant donné les incertitudes qui règnent.

### Le scénario intermédiaire

- › Les marchés boursiers affrontent des vents contraires vers la fin de l'année. Le Japon, l'Europe et les pays émergents surclassent les États-Unis au terme d'une année plutôt atone pour les actions

### Le scénario haussier : une reprise explosive

- › La Fed reste accommodante et durcit sa politique moins que prévu.
- › L'euphorie gagne les marchés et les investisseurs en profitent.

### Le scénario baissier : une erreur d'appréciation de la Fed provoque une récession en 2018

- › La Fed durcit trop sa politique dans une économie au ralenti et le taux d'intérêt réel compatible avec le plein emploi et une inflation stable (le taux R-star) se révèle nettement plus bas que prévu

Avec la formidable poussée des marchés boursiers en janvier, tout indiquait qu'une reprise explosive était en cours, de nombreux faits anecdotiques faisant état d'une forte demande des épargnants auprès des courtiers à escompte aux États-Unis. Nous croyons cependant que la volatilité des marchés et les commentaires assez tranchants du nouveau président de la Fed, Jay Powell, rendent cette reprise explosive moins probable.

Le scénario de l'erreur d'appréciation de la Fed reste une possibilité, mais, vu les largesses fiscales de Trump et l'élan de croissance observé jusqu'ici, ce scénario sera plus plausible en 2019.

Cela signifie que nous privilégions toujours le scénario intermédiaire. Selon ce scénario, les marchés boursiers monteront au premier semestre, avant d'affronter des vents contraires fin 2018, la Fed continuant de hausser ses taux et les investisseurs commençant à craindre une récession pour la fin de 2019 ou le début de 2020. ■

▮ Nous privilégions toujours le scénario intermédiaire. Selon ce scénario, les marchés boursiers monteront au premier semestre, avant d'affronter des vents contraires fin 2018.

---

# Perspectives du marché canadien

---

Le cycle économique promet une légère croissance, mais les embûches sont légion. Tandis que les tarifs douaniers et le commerce inquiètent les marchés, immobilier se calme et contribue à freiner la croissance par rapport à 2017. La Banque du Canada aura fort à faire pour administrer sa politique – les données indiquant que l'écart de production a été comblé, ce sont les « incertitudes connues » qui vont la maintenir sur le qui-vive.

---

## Élan du cycle économique contre menaces sur le commerce

Sur papier, les bases économiques du Canada paraissent solides. Le taux de chômage était de 5,8 % en février, un niveau datant d'avant la récession de 2008-2009. Dans les faits, le taux de chômage est à ce point bas qu'il faut remonter à juin 1974 pour trouver un niveau équivalent. Le marché du travail étant tendu, la hausse annuelle des salaires atteint 3,1 % et frôle des sommets cycliques. Le Canada bénéficie en outre d'une croissance mondiale en fin de cycle qui propulse les cours des matières premières. La conjugaison de ces facteurs nous incite à penser que la croissance avoisinera 2 % en 2018.

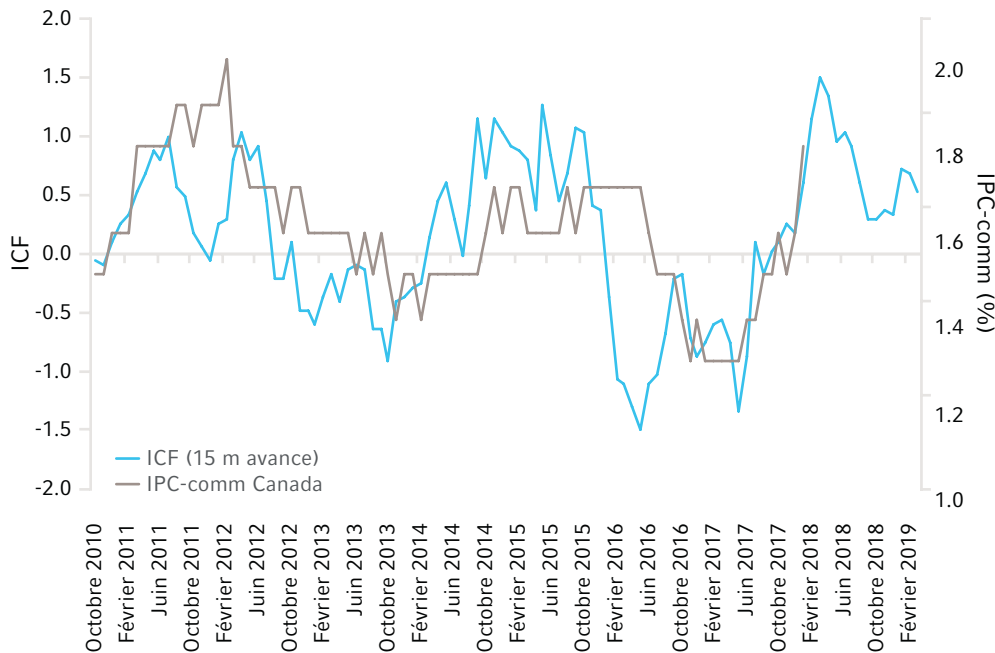
Tout n'est pas rose cependant, et nous croyons que le marché s'attend à ce que la politique de la Banque du Canada (BdC) se rapproche de notre position légèrement accommodante. L'élan favorable imprimé par le cycle économique est confronté aux nombreuses incertitudes qui persistent. À partir du thème de l'allocution du 14 décembre 2017 du gouverneur de la BdC, Stephen Poloz, nous avons dressé ci-dessous la liste des sujets qui vont maintenir les banques centrales sur le qui-vive :

- 1 **L'inflation** – L'indice des prix à la consommation (IPC) est nettement à la hausse, mais, selon notre indice des conditions financières (ICF), reproduit à la figure 1, le risque de surchauffe paraît limité.
- 2 **L'ALENA et le commerce** – Le Canada risque de voir les investissements lui passer sous le nez tant et aussi longtemps que l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) ne sera pas réglé. Comme le commerce avec les États-Unis assure environ 20 % de la croissance du pays, ce dossier reste central.
- 3 **L'immobilier** – Le taux des obligations à cinq ans du Canada est désormais légèrement supérieur à ce qu'il était il y a cinq ans. Pour certains propriétaires, la remontée des taux hypothécaires sera dure à encaisser. Il faudra donc aussi surveiller les augmentations salariales pour voir si elles suivront la cadence de la croissance des frais d'intérêts.
- 4 **Le dollar canadien (\$CA)** – Comme le dollar canadien (\$CA) cotait en moyenne à 0,76 \$ par rapport au dollar américain (\$US) ces deux dernières années et que l'expansion économique que connaissent les États-Unis est près d'un record par sa durée, le commerce devrait être en plein essor. Or en réalité, les exportations ont plombé la croissance intérieure au cours de trois des quatre derniers trimestres. Par conséquent, le cours du dollar canadien pèsera sur les prochaines décisions politiques.

En outre, au moment où le prix du pétrole grimpe, le décalage de prix dont souffre le brut canadien est un coup dur porté à l'économie. La figure 2, qui illustre l'écart de prix moyen entre le brut canadien, le Western Canada Select (WCS), et le brut américain de référence, le West Texas Intermediate (WTI), s'approche du maximum enregistré au cours de la dernière décennie. Ensemble, ces risques ont pour effet d'orienter la croissance à la baisse et la BdC restera donc sur ses gardes. La BdC serait plus à l'aise si la Réserve fédérale américaine durcissait sa politique des taux d'intérêt et si les tensions commerciales retombaient. Or, comme nous croyons que la politique est appelée à se durcir, étant donné que l'économie canadienne ne peut plus guère faire mieux, le scénario le plus probable est qu'il y ait une seule hausse des taux au lieu de plusieurs.

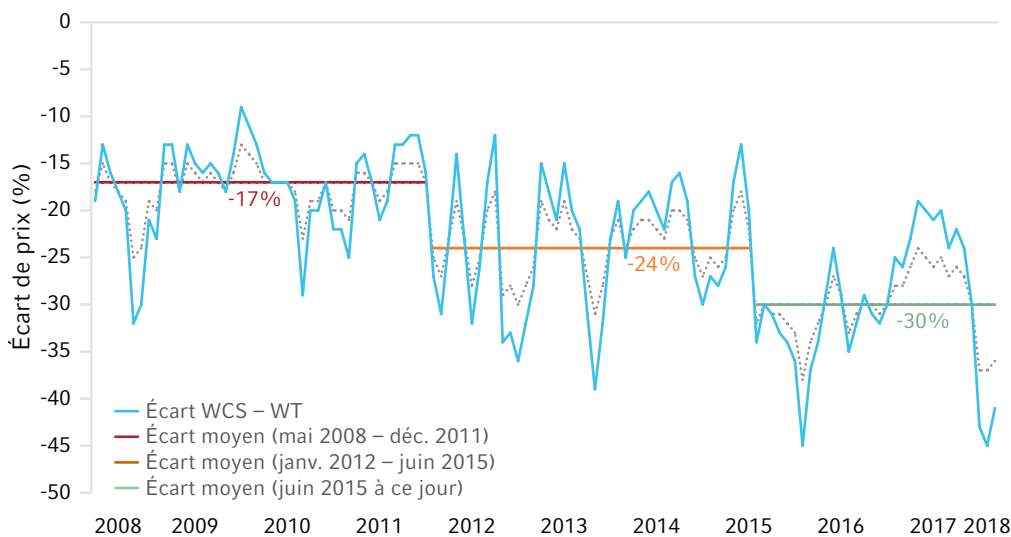
Avec les perspectives de croissance et la politique des taux de la banque centrale en toile de fond, nous sommes d'avis que le taux des obligations à dix ans du Canada peut monter légèrement par rapport au niveau actuel, mais qu'il se maintiendra dans la fourchette de 2,0 % à 2,4 % prévue d'ici à la fin de l'année.

Figure 1 : Inflation en hausse, pas de surchauffe prévue



Source : Investissements Russell, Thomson Reuters DataStream. Selon des données économiques en date du 28 février 2018, projection au 31 mars 2019. L'indice des conditions financières (ICF) est une moyenne des notes normalisées agrégées suivantes : écarts de taux des obligations 10 ans – 2 ans du Canada, écart de taux des obligations BAA du Canada, indice de confiance des consommateurs canadiens, cours du brut WTI, ratio stocks/expéditions de produits industriels du Canada, nouvelles commandes du Canada et principal indicateur économique (LEI) des États-Unis. En date du 28 février 2018.

Figure 2 : Écart de prix entre le WCS et le WTI



Source : Bloomberg, Investissements Russell, Western Canada Select (WCS), West Texas Intermediate (WTI), 28 février 2018.

---

## Perspectives des actions canadiennes – pas d’engouement

Il est clair que les actions canadiennes ne suscitent pas d’engouement, puisqu’elles restent à la traîne par rapport aux américaines et autres actions dans le monde. Comme il a été dit, les cours du brut canadien et les incertitudes commerciales minent sans doute la confiance. Cela dit, pour la suite, il convient d’analyser nos composantes, soit le cycle économique, la valorisation et la confiance, pour évaluer la situation des actions canadiennes :

**Cycle économique :** Malgré les nombreux points préoccupants, le Canada est en mesure de tirer parti d’une reprise conjoncturelle tardive de la croissance mondiale. Les cours du pétrole se maintiennent près de leurs récents sommets et l’économie américaine profite d’un surcroît d’élan. Certes, les inquiétudes citées dans cette section tempèrent notre optimisme, l’économie n’étant pas assurée de bénéficier de tous les avantages de la reprise conjoncturelle. Cet optimisme contenu pourrait inciter la BdC à être plus accommodante que ce que pense la majorité des économistes vu le faible taux de chômage, la progression des salaires et un taux de croissance des bénéfices des sociétés dans les deux chiffres. Globalement, malgré nos réserves, nous restons positifs à l’égard du cycle économique.

**Valorisation :** Les investisseurs continuent de bouder les actions canadiennes, dont la piètre performance en 2017 par rapport aux autres actions dans le monde se prolonge en 2018, malgré une croissance des bénéfices toujours solide. Résultat : les valorisations deviennent plus intéressantes mais notre position reste neutre.

**Confiance :** L’élan de confiance a perdu de son éclat, la courte embellie de février signifiant que les indicateurs à contre-courant ne sont pas venus à bout d’un marché survendu. Par conséquent, notre position est légèrement défavorable au chapitre de la confiance.

**Conclusion :** Bien que la contre-performance des actions canadiennes l’an passé ait de quoi déconcerter les stratèges à contre-courant, les données fondamentales du marché du pétrole, les cours du pétrole canadien en particulier, sont déterminantes pour espérer une remontée. Nous maintenons donc notre position neutre à l’égard des actions canadiennes. ■



# États-Unis : politiques économiques et guerre commerciale

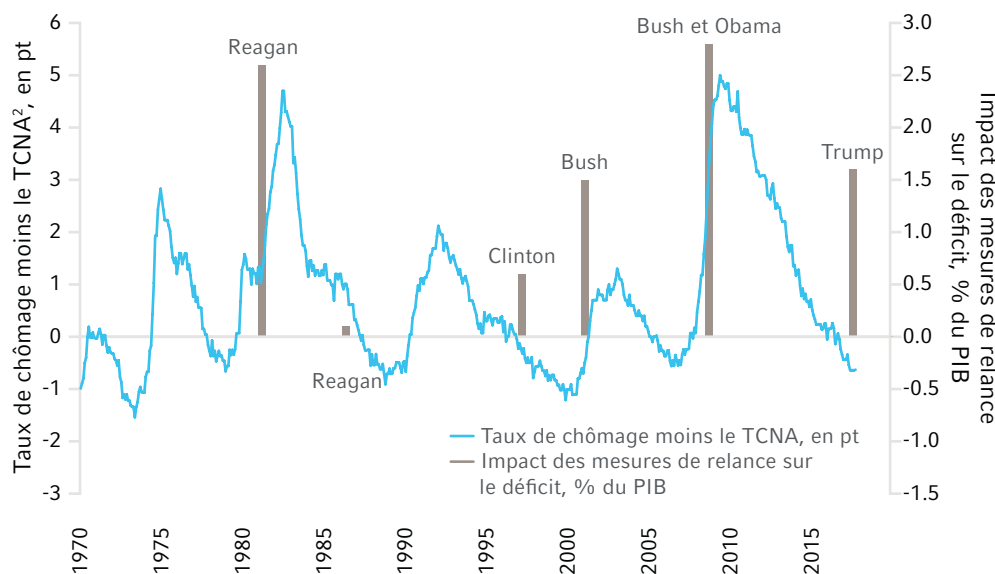
Le Congrès se prépare à multiplier les mesures d'allègement fiscal au cours des deux prochaines années. La Fed aura pour tâche de les encadrer soigneusement pour éviter une surchauffe de l'économie. Ces tensions en fin de cycle entre la politique fiscale et la politique monétaire sont très inusitées. Selon nous, les perspectives pour l'économie américaine et les profits des entreprises sont excellentes en 2018, mais les marchés devront compter avec le fait que cet optimisme se reflète déjà dans les cours. Nous continuerons de sous-pondérer les actions américaines, d'autres régions nous paraissant plus prometteuses.

## Tensions entre la politique fiscale et la politique monétaire

Depuis la publication de notre rapport sur les perspectives annuelles au début de décembre, le président Trump a apposé sa signature sur deux plans de relance. La loi sur la réduction d'impôt intitulée *Tax Cut and Jobs Act of 2017* réduit sensiblement le fardeau fiscal des sociétés et des personnes à hauts revenus. Cette réforme devrait stimuler fortement les profits des sociétés américaines en 2018. Le second plan de relance, une réforme budgétaire sur deux ans signée en février, autorise d'importantes hausses des dépenses publiques en 2018 et 2019. Ensemble, ces mesures de relance sont considérables. Elles dépassent les réductions d'impôt que le président Bush avait adoptées pour combattre la récession en 2001 (voir le tableau ci-après). À la suite de ces mesures, nous avons relevé nos prévisions pour 2018, la hausse du PIB réel devant désormais atteindre 2,6 % et celle des bénéfices des sociétés du S&P 500 entre 12 % et 15 %.

Nous avons relevé nos prévisions pour 2018, la hausse du PIB réel devant atteindre 2,6 % et celle des bénéfices des sociétés du S&P 500 entre 12 % et 15 %.

### Des mesures de relance de cette ampleur en fin de cycle sont très inusitées



Source : Bureau of Labor Statistics, Congressional Budget Office, Bridgewater Associates, Investissements Russell.

<sup>2</sup> Le TCNA (taux de chômage n'accélérant pas l'inflation) mesure approximativement le taux de chômage qui serait compatible avec un taux d'inflation stable – en points de pourcentage (pt) sur le graphique.

Deux facteurs nous empêchent cependant à ce stade du cycle de déborder d'optimisme quant à l'évolution du cours des actions américaines.

- › Les prévisions à propos de l'économie américaine et du bénéfice des sociétés se sont emballées ces derniers mois. Il sera donc plus difficile pour les données futures de répondre aux attentes des marchés, ce qui laisse présager un rendement plus mesuré.
- › Doper la croissance à ce stade de l'expansion économique a un prix, à savoir une accélération de l'inflation et du relèvement des taux de la Fed. Dans sa première intervention en tant que président de la Fed le 27 février, Jerome Powell s'est montré plus confiant au sujet des perspectives de croissance et d'inflation et a laissé entendre que la Réserve fédérale pourrait procéder à quatre hausses des taux cette année. Comme le plein emploi est déjà atteint, la Fed devra trouver le moyen de contrer ces mesures de relance pour éviter une surchauffe de l'économie. Le taux à long terme des obligations du Trésor a augmenté au rythme de ces préoccupations pour atteindre son niveau le plus élevé depuis le début de 2014. À 2,8 %, le taux des obligations de 10 ans du Trésor est désormais conforme à notre estimation de la juste valeur de ces titres.

Depuis que le taux des obligations de 10 ans du Trésor américain se situe autour de 2,8 %, ce qui est notre estimation de leur juste valeur, notre position à leur égard est neutre pour la première fois depuis plusieurs années.

## Les États-Unis d'abord

Après un siècle de politiques américaines généralement favorables à la mondialisation, le président Trump a décidé de donner suite à sa promesse de campagne d'avantager les États-Unis en imposant des droits de douane sur les produits de l'acier et de l'aluminium et en menaçant le monde d'une guerre commerciale. Nous estimons que cette orientation est dangereuse pour les marchés. Les guerres commerciales sont source de stagflation, c'est-à-dire qu'elles minent la croissance tout en stimulant l'inflation. À l'heure actuelle, les entreprises américaines réalisent plus de 40 % de leur chiffre d'affaires à l'étranger et elles se sont dotées de chaînes logistiques mondiales complexes pour mettre leurs produits sur le marché. Dans ce contexte, toute perturbation des volumes ou des tarifs du commerce mondial pourrait être très dommageable à court terme.

Les droits de douane qui ont été imposés jusqu'ici sur les importations d'acier et d'aluminium ont peu d'impact sur nos prévisions. Mais nous craignons que la situation s'envenime. L'enquête menée par les États-Unis sur le vol de propriété intellectuelle par la Chine est très préoccupante à cet égard. Il nous faudra surveiller la gravité des mesures punitives que les États-Unis imposeront à la Chine, la gravité des représailles de la Chine, et déterminer si ces mesures semblent conduire à une négociation constructive ou à une déclaration de guerre commerciale destructive. L'issue finale est difficile à prédire. Notre hypothèse est que l'administration Trump se servira de ces armes pour négocier un accord plus favorable aux États-Unis. Mais après neuf années d'expansion, il faut admettre qu'il existe une probabilité, faible mais pas nulle, que la situation aboutisse à une fin de cycle pour les marchés.

## Perspectives stratégiques

- › **Cycle économique :** Les profits des sociétés ont dépassé les prévisions, la faiblesse du dollar et le raffermissement du cycle économique mondial ayant aidé les entreprises américaines à afficher une croissance des bénéfices de 15 % au quatrième trimestre. Nous nous attendons à un taux de croissance similaire en 2018 vu l'impulsion donnée par la réforme fiscale. Le problème : la moyenne des prévisions des analystes table désormais sur une hausse de 20 %, ce qui accroît le risque de voir une bonne année sur le plan des résultats quand même décevoir les marchés.
- › **Valorisation :** Les actions américaines restent très chères. Le ratio C/B Shiller<sup>3</sup> du S&P 500 est de 33, le niveau le plus haut jamais atteint si on excepte la fin des années 1990.
- › **Confiance :** L'élan favorable est contrebalancé par certains signes qui donnent à penser que les actions américaines sont à nouveau surachetées.
- › **Conclusion :** Nous continuons de sous-pondérer les actions américaines dans les portefeuilles d'actions mondiales. Depuis que le taux des obligations de 10 ans du Trésor américain se situe autour de 2,8 %, ce qui correspond à notre estimation de leur juste valeur, notre position à leur égard est neutre pour la première fois depuis plusieurs années. ■

<sup>3</sup> Le ratio C/B Shiller est une mesure ajustée cycliquement correspondant au quotient du cours de l'action par la moyenne des bénéfices sur dix ans (moyenne mobile), corrigé de l'inflation.

---

## La zone euro : prise en étau

---

La zone euro profite toujours d'une reprise en milieu de cycle, mais ses marchés financiers continuent de souffrir de la vigueur de sa monnaie. Elle se trouve prise en étau entre deux forces antagonistes. Elle offre presque le parfait exemple de la tension générale dont nous parlons entre les facteurs cycliques négatifs et positifs. Le poids de l'euro pèse cependant moins à l'aube du deuxième trimestre 2018 et les facteurs fondamentaux positifs n'ont jamais été aussi forts.

---


### L'euro, un trouble-fête

En principe, lorsque nous écrivons sur les régions que nous privilégions pour les actions, nous insistons sur le rendement des titres dans la monnaie de cette région, que notre analyse du change soit exposée de façon explicite ou exposée dans la section sur les monnaies du rapport sur les perspectives trimestrielles. Dans le cas de la zone euro et de l'euro, nous avons traité en long et en large ces derniers trimestres des perspectives de cette monnaie ainsi que de son incidence sur notre position en matière de placement. Dans les faits, nous avons adopté des positions longues pour les actions de la zone euro et pour l'euro qui témoignent de l'impact favorable que l'évolution d'un cycle économique solide avait sur les deux.

Nonobstant cette position, nous avons été étonnés de voir à quel point la vigueur de l'euro a pesé sur le marché boursier. Ce facteur négatif est clairement démontré par la différence de performance entre les actions des sociétés à petite capitalisation et les celles des sociétés à grande capitalisation. Les premières sont moins sensibles au cours de change parce que le gros de leurs affaires est conduit à l'échelle régionale et donc libellé en euros. Pour la même raison, elles sont aussi plus sensibles à l'évolution de l'économie régionale.

Depuis le début de 2016, la performance des actions des sociétés à petite capitalisation a dépassé celle des sociétés à grande capitalisation de près de 14 % en euros (voir le tableau ci-après). En outre, la performance des sociétés à petite capitalisation de la zone euro a dépassé celle des sociétés à petite capitalisation étrangères de près de 6 % en monnaie locale. Cela signifie que les sociétés à petite capitalisation ont pu réaliser cette performance en dépit d'une hausse de 8 % du cours de change moyen pondéré de l'euro (et de son appréciation de 17 % par rapport au dollar américain). La preuve hors de tout doute selon nous qu'il est important d'avoir de solides bases économiques, mais dans le cas des sociétés à grande capitalisation, leurs titres ont été désavantagés par l'effet de change.

Les sociétés à grande capitalisation ont été surclassées, mais pas seulement en raison de la vigueur de l'euro. Un facteur négatif a aussi joué, soit le stimulant fiscal dont les bénéfices des sociétés sont appelés à profiter aux États-Unis. Bien que la croissance des bénéfices prévue pour la zone euro soit de 9 %, ce taux tout à fait honorable est loin des 19 % des États-Unis. Nous croyons cependant que ce désavantage *relatif* comporte un aspect positif. Quand les retombées fiscales commenceront à se faire sentir, nous nous attendons à ce que la Fed durcisse le ton pour éviter que l'économie surchauffe et que l'inflation s'emballe. La politique de la Fed devrait soutenir le dollar américain et, par ricochet, ralentir et peut-être même stopper la montée de l'euro. De toute façon, comme le cours de change euro/dollar américain frôlait 1,24 le 13 mars 2018, le gros des dégâts infligés au marché boursier de la zone euro par la vigueur de l'euro est sans doute déjà fait.

 Nous croyons que le gros des dégâts infligés au marché boursier de la zone euro par la vigueur de l'euro est sans doute déjà fait.

## Évolution des titres des sociétés à petite capitalisation de la zone euro en présence de forces cycliques adverses



- Indice MSCI UEM (Union économique et monétaire européenne) des sociétés à grande capitalisation (en euro)
- Indice MSCI UEM des sociétés à petite capitalisation (en euro)
- Indice MSCI UEM des sociétés à petite capitalisation (performance par rapport à l'indice MSCI des sociétés à petite capitalisation tous pays en monnaie locale)

Source : Thomson Reuters Datastream, 12 mars 2018.

Les indices ne sont pas gérés et il est impossible d'y investir directement. Les rendements indiqués sont des rendements passés et ne doivent pas être considérés comme une garantie de résultat futur.

## Base économique et politique

Notre optimisme concernant la croissance économique, les conditions financières, les profits des sociétés et le risque politique dans la zone euro reste intact. La croissance du produit intérieur brut (PIB) se situe actuellement à la borne supérieure de notre fourchette, comprise entre 1,8 % et 2,4 %, la confiance des consommateurs et des producteurs est élevée et la croissance du crédit s'accélère. Les profits des sociétés continuent d'être bien soutenus par la croissance du chiffre d'affaires et la hausse des marges.

Les risques politiques sont toujours là, mais jusqu'ici ils ne se sont pas matérialisés. En Allemagne, une nouvelle grande coalition gouvernementale a été constituée par les deux principales formations politiques, tandis qu'en Italie le parti populiste Mouvement cinq étoiles n'a pas réussi à s'imposer. Bien entendu, nous suivons de près la façon dont évolueront les pourparlers en vue d'une coalition en Italie, mais pour l'instant le risque de marché nous paraît limité. Finalement, les négociations du Brexit entre le Royaume-Uni et l'Union européenne progressent, bien qu'à un rythme dangereusement lent. Nous nous attendons toujours à ce qu'un accord soit conclu pour mettre en œuvre une période de transition de deux ans qui préservera le statu quo, mais il est clair que la question de la fondrière irlandaise est un sujet épineux. Nous espérons que la première ministre du Royaume-Uni, Elizabeth May, fera marche arrière et choisira d'établir une nouvelle union douanière avec l'Union européenne pour résoudre ce problème.

/// Nous continuons de préférer les marchés financiers de la zone euro au marché américain.

---

## Perspectives stratégiques

- › **Cycle économique** : La forte croissance du PIB (borne supérieure de notre fourchette) nous a permis de mieux noter le rôle du cycle économique. Nous nous attendons à ce que la BCE reste accommodante et expansionniste cette année. La hausse des bénéfices des sociétés sera robuste (entre 5 % et 10 %).
- › **Valorisation** : Notre position à l'égard de la valorisation des actions de la zone euro est neutre, les obligations d'État de la zone centrale à longue échéance étant chères. Nous maintenons la fourchette des taux obligataires de la région centrale entre 0 % et 0,8 %, mais il serait étonnant de voir la borne inférieure reculer davantage. Une remontée importante est néanmoins peu probable étant donné les rachats d'obligations de la BCE et la faiblesse de l'inflation. Notre position à l'égard des obligations de la région périphérique reste neutre.
- › **Confiance** : La dynamique favorable à la montée des cours et les signaux à contre-courant de survente ont maintenu notre position à l'égard des actions de la zone euro en territoire légèrement négatif. Notre position à l'égard des obligations des régions centrale et périphérique est passée de neutre à positive, la dynamique défavorable ayant été annulée par les signaux à contre-courant de survente.
- › **Conclusion** : Nous continuons de préférer les marchés financiers de la zone euro au marché américain notamment. Les bases économiques solides et les valorisations relativement attrayantes sous-tendent notre position, le critère de confiance ne penchant ni d'un côté ni de l'autre pour le moment. ■

---

## Asie-Pacifique : l'embellie se poursuit

---

Nous nous attendons à ce qu'en 2018 la croissance reste forte et l'inflation faible dans la région Asie-Pacifique. Les cibles économiques de l'État chinois laissent présager une autre année solide, grâce notamment à quelques efforts de réforme, selon nous. Les économies japonaise et australienne continuent de progresser. Le plus grand risque que court la région est la montée du protectionnisme américain, bien que ce ne soit pas le scénario que nous privilégions.

---

L'optimisme reste de mise pour la région Asie-Pacifique et rien ne nous incite à la tempérer. Les heureuses retombées de la croissance mondiale et du développement de la classe moyenne dans cette région l'emportent sur les préoccupations issues du niveau d'endettement élevé, notamment en Chine. Les prévisions de profits des sociétés dans la région Asie-Pacifique (Japon exclu) restent assez modérées et devraient être atteintes selon nous. Nous nous attendons à ce qu'elles soient révisées à la hausse dans les mois qui viennent. Comme toujours, le risque d'essoufflement de la Chine demeure, mais le renforcement de son gouvernement nous porte à croire qu'il a été réduit passablement. La montée du protectionnisme est un risque croissant malgré le niveau plutôt élevé du commerce intrarégional, mais nous ne croyons pas qu'une guerre commerciale éclatera au grand jour.

Le gouvernement de **Chine** a prédit que l'expansion de son économie se poursuivra, son objectif de croissance de 6,5 % du PIB étant maintenu pour 2018, mais avec un léger durcissement de la fiscalité. Nous en déduisons que les autorités prévoient un rôle accru du secteur privé, ce qui leur permettra de contenir le déficit. De façon générale, le degré d'activité en Chine continue d'impressionner, malgré la réduction de la capacité de production imposée par le degré de pollution qui perdure depuis le début de la saison de chauffage cet hiver. Pour la suite, une réforme importante de l'offre est nécessaire pour assurer une croissance durable. Nous n'en voyons pas encore les signes, mais le renforcement du pouvoir qui a eu lieu devrait en fournir l'occasion. Nous nous attendons à ce que cette réforme comporte des efforts visant à réduire l'endettement, mais pas au point de compromettre la croissance.

Pour ce qui est des autres pays en développement de la région, les perspectives demeurent favorables. En **Corée du Sud**, l'état tendu du marché du travail a débouché sur un degré de confiance élevé du consommateur et une croissance robuste des ventes au détail. La politique monétaire reste accommodante, mais la Banque de Corée durcira sans doute sa politique en cours d'année. Une situation comparable existe en **Inde**, où la forte progression des ventes au détail s'appuie sur l'importante production industrielle, la politique monétaire étant appelée à se durcir au cours de l'année.

En **Australie**, la progression de l'économie est bonne sans être exceptionnelle. En Nouvelle-Zélande, la publication de données sur les changements apportés par le gouvernement à sa politique d'immigration, d'habitation et d'investissement étranger permettra d'y voir plus clair. L'activité selon nous ralentira quelque peu avec le tassement de l'expansion démographique et du développement immobilier.

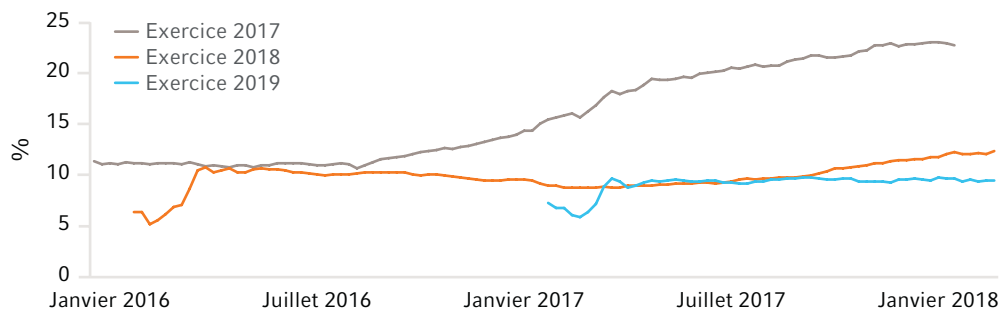
Le fait nouveau le plus marquant est l'écart de taux négatif qui existe désormais entre d'une part, les États-Unis et d'autre part, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, ce qui ne s'était pas vu depuis un certain temps. Il est probable qu'il en restera ainsi, car selon nous la Fed haussera ses taux au moins trois fois cette année, tandis que la banque centrale d'Australie les haussera tout au plus deux fois et que la banque centrale de Nouvelle-Zélande les laissera tels quels. La situation devrait déprécier ces deux monnaies à moyen terme.

Nous croyons que les prévisions de bénéfices pour l'Asie-Pacifique (Japon exclu) sont un peu timides. Le tableau qui suit fait état des prévisions d'IBES<sup>4</sup> qui tablent sur une croissance de 12 % (après le bond formidable de 23 % l'an passé). Le contexte économique étant appelé à rester favorable et la demande chinoise d'importations de la région élevée, nous estimons que les prévisions du marché versent dans le pessimisme et nous nous attendons à des révisions à la hausse au fur et à mesure que l'année avancera.

Les prévisions de profits des sociétés dans la région Asie-Pacifique (Japon exclu) restent assez modérées et devraient être atteintes selon nous

<sup>4</sup>IBES (ou I/B/E/S) désigne le système d'estimation des courtiers institutionnels. C'est une base de données qui collige essentiellement l'analyse et les bénéfices prévisionnels des sociétés cotées en bourse.

## Indice MSCI Asie-Pacifique sans le Japon : croissance du BPA



Source : Thomson Reuters Datastream, 7 mars 2018.

Les indices ne sont pas gérés et il est impossible d'y investir directement. Les rendements indiqués sont des rendements passés et ne doivent pas être considérés comme une garantie de résultat futur.

Au **Japon**, nous croyons que le léger repli du PIB non corrigé du quatrième trimestre empêche de voir la vigueur de la consommation nipponne et les perspectives d'investissement favorables. Sous l'effet d'un marché de l'emploi tendu et des tout premiers signes de hausse des salaires, nous assistons à une accélération des dépenses de consommation. Dans les entreprises, le haut degré de confiance et le taux élevé d'utilisation de la capacité de production devraient entraîner une hausse des investissements, tandis que les dépenses liées à la tenue des Jeux olympiques en 2020 sont appelées à s'accélérer au cours des prochains trimestres.

La vigueur du yen sera, à notre avis, le principal enjeu pour le Japon. Les sociétés nipponnes ont fixé le cours du change à 110 yens pour 1 dollar américain dans leurs prévisions. Le 15 mars, il était de 106. Nous croyons que la montée du yen se poursuivra toute l'année. Il s'en suivra sans doute une réduction des indications et des prévisions de bénéfices, étant donné qu'environ 40 % des profits du Japon sont réalisés à l'étranger, même si la relance de l'économie intérieure donnera un coup de pouce.

Nous serions dans l'impossibilité de parler d'embellie qui se poursuit sans évoquer le rôle de la Banque du Japon (BdJ), qui maintient une politique monétaire très accommodante. La rumeur voudrait que la BdJ mette fin à la stratégie à la base de sa politique actuelle. Nous croyons qu'il est un peu trop tôt pour cela et que le changement de politique monétaire n'est pas pour demain. L'inflation demeure très circonscrite, le taux de 2 % n'étant pas attendu avant 2019 (ce qui pourrait se révéler trop optimiste). Si le taux d'inflation atteint effectivement 2 % en 2019, la BdJ devra aussi composer avec la hausse de la taxe à la consommation, qui devrait être mise en œuvre en octobre 2019. En outre, en réaffirmant sa volonté de maintenir une politique expansionniste alors que les États-Unis durcissent la leur, la BdJ pourrait réduire la pression à la hausse exercée sur le yen.

Le vrai risque pour la région Asie-Pacifique et le marché mondial en général est la possibilité croissante que les États-Unis se lancent dans une forme de guerre commerciale. Nous avons vu récemment le président américain imposer des droits de douane sur les importations d'acier et d'aluminium. Bien que l'impact sur la Chine soit plutôt limité, Donald Trump a été très clair en précisant que le cas de la Chine était problématique. Nous gardons aussi un œil sur l'issue de l'enquête du gouvernement américain sur les pratiques commerciales de la Chine en matière de propriété intellectuelle. Malgré le taux assez élevé de commerce intrarégional (environ 50 % du commerce d'Asie-Pacifique), nous croyons qu'une escalade des droits de douane et une montée du protectionnisme auraient des conséquences néfastes.

Les valorisations sont moins élevées depuis la vente massive d'actions de février, le Japon se démarquant par ses titres évalués à leur juste valeur.

---

## Stratégie de placement

Pour les actions de la région d'Asie-Pacifique, notre évaluation du rôle du cycle économique, de la valorisation et de la confiance est la suivante :

- › **Cycle économique** : Les pays en développement devraient rester dans le peloton de tête avec l'apport de l'Australie (soutenu par les investissements publics et la reprise de la consommation) et du Japon (soutenu par une politique très accommodante et le coup de pouce donné par les Jeux olympiques). Nous prévoyons une révision à la hausse des bénéfices de la région, centrée sur les pays en développement.
- › **Valorisation** : Les valorisations sont un peu moins élevées depuis la vente massive d'actions survenue en février 2018. Dans la région, le Japon paraît être le meilleur choix. Dans les pays en développement, les valorisations de la Chine continentale semblent plus alléchantes que les actions H<sup>5</sup>, du fait de la cherté des titres technologiques (Alibaba, Tencent, Baidu) figurant dans l'indice des actions H.
- › **Confiance** : Nous avons assisté à une diminution de l'élan de confiance, même si la situation reste favorable en Asie-Pacifique (Japon exclu) et au Japon. L'afflux de fonds dans la région reste élevé, l'Asie conservant son attrait auprès des investisseurs du monde entier. Les marchés boursiers asiatiques et japonais donnant toujours des signes de surachat, notre sentiment de confiance ne peut pas être positif.
- › **Conclusion** : Nous croyons, selon les données économiques sur la région Asie-Pacifique, que les marchés boursiers sont appelés à connaître une autre année solide, la croissance mondiale soutenant la demande et la politique monétaire restant plutôt accommodante. Les valorisations sont moins élevées depuis la vente massive d'actions de février, le Japon se démarquant par ses titres évalués à leur juste valeur. Le vrai risque est de voir les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine prendre une mauvaise tournure. ■



# Monnaies : le yen n'a pas fini de s'apprécier

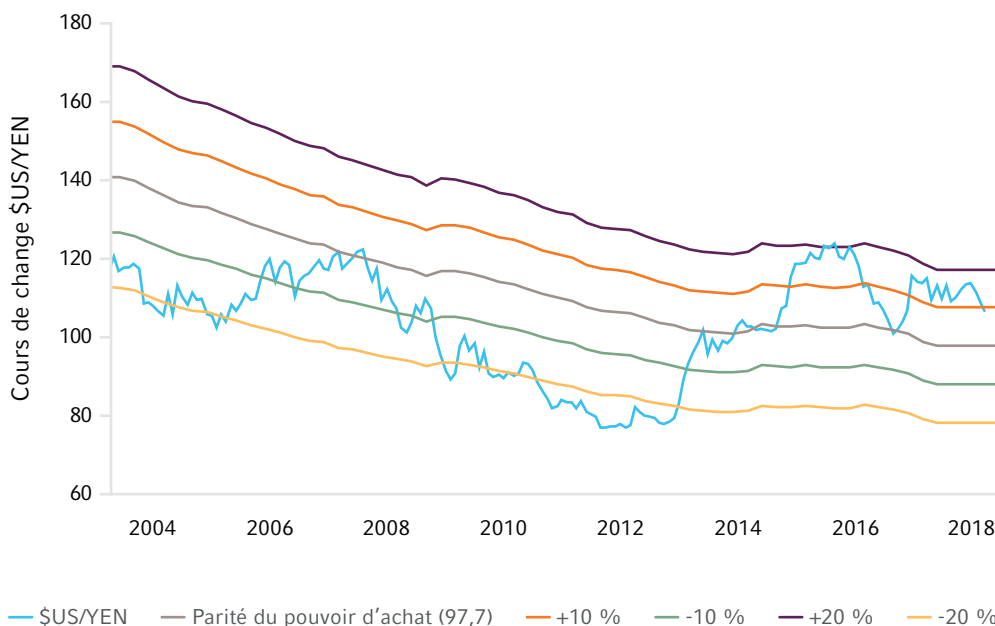
Nous préférons désormais le yen à l'euro parmi les monnaies du G10<sup>5</sup>. La politique de « contrôle des taux » de la Banque du Japon (BdJ) rendait le yen peu attrayant jusqu'à tout récemment, malgré sa faible valorisation et l'amélioration de l'économie. La spéculation sur le yen mise cependant toujours sur des positions très courtes. Ce qui peut rendre les marchés vulnérables aux nouvelles favorables au yen. Un durcissement de la politique de la BdJ ou une aversion plus marquée du risque pourrait encore faire monter le yen.

À notre avis, le yen, qui a entamé 2018 sur de solides bases, a pris la relève de l'euro pour devenir la monnaie la plus prisée des pays développés. En date du 13 mars, il était en hausse de 4,8 % par rapport au dollar américain<sup>6</sup>, ce qui en faisait la monnaie la plus forte du G10 après la couronne norvégienne. Nous croyons que cet engouement peut se poursuivre.

La valorisation est favorable. Dans le tableau qui suit, nous présentons le cours du change dollar américain/yen en fonction de la parité du pouvoir d'achat (PPA), laquelle égalise le coût de la vie des deux monnaies et peut donc être considérée comme une mesure de leur juste valeur. À un dollar américain valant 107 yens le 13 mars et un cours du change en fonction de la PPA de 97,7, le yen est sous-évalué de 10 % par rapport au billet vert. Il convient de signaler qu'avant l'instauration de la politique économique prônée par le premier ministre actuel du Japon, Shinzo Abe, en 2013, le yen était plus cher que le dollar américain. La politique de Shinzo Abe vise à porter le taux d'inflation à 2 % au Japon, et la dépréciation du yen a été un des moyens mis en œuvre pour atteindre cette cible. Selon nous, les forces qui valorisent le yen à sa juste valeur sont trop fortes, même pour la BdJ, pour enrayer son mouvement à la hausse.

Le yen, qui a entamé 2018 sur de solides bases, a pris la relève de l'euro pour devenir la monnaie la plus prisée des pays développés.

## Cours de change \$US/YEN et parité du pouvoir d'achat



Source : Thomson Reuters Datastream, 12 mars 2018.

<sup>5</sup> Le Groupe des dix (G10) désigne les pays qui ont accepté de participer aux Accords généraux d'emprunt prévoyant le versement au Fonds monétaire international (FMI) de fonds supplémentaires pour accroître son pouvoir de consentir des prêts.

<sup>6</sup> Source: Thomson Reuters Datastream.

---

Le yen étant bon marché depuis un certain temps, les indicateurs du cycle économique et de la confiance dans notre prise de décision se mettent de la partie aussi. L'économie japonaise a progressé pour un huitième trimestre de suite au T4 2017, ce qui constitue la plus longue période de croissance de son PIB depuis 2001. Le Japon affiche en outre un excédent du compte courant, tandis que les flux nets sont passés d'un montant fortement négatif à un montant à peu près équilibré. En ce qui concerne la confiance, la récente remontée du yen a coïncidé avec le fait que les fonds de couverture et les autres spéculateurs détenaient toujours d'importantes positions nettes à découvert en yens, selon les rapports du Commitment of Traders (COT) à la mi-mars 2018. D'autres nouvelles favorables au yen pourraient obliger ces acteurs du marché à fermer leurs positions à découvert.

## Les autres grandes monnaies

### › Le dollar américain

Nous ne croyons plus à la hausse du dollar américain depuis mars 2017, mais l'ampleur de sa baisse en 2017 et depuis le début de 2018 laisse perplexe. Elle va à l'encontre de l'élargissement de l'écart des taux d'intérêt favorable au billet vert par rapport aux autres monnaies du G10. Deux hypothèses sont avancées pour expliquer le fléchissement du dollar : 1° les inquiétudes suscitées par le creusement du déficit du budget et du compte courant des États-Unis (les déficits jumeaux) et 2° la diminution du rôle du dollar américain comme monnaie de réserve internationale. Les précédents de déficits jumeaux aux États-Unis ne fournissent pas d'argument concluant pour expliquer la faiblesse du dollar américain. Nous ne chercherons pas à ce stade une explication de sa faiblesse, mais nous ne prévoyons pas de remontée durable de son cours. La montée des tensions commerciale, aggravée par la décision de Donald Trump d'imposer des droits de douane sur les importations d'acier et d'aluminium, risque d'ébranler la volonté des partenaires commerciaux des États-Unis de détenir des créances en dollars américains.

### › L'euro

Après douze mois d'effervescence, l'euro pourrait subir une correction sous peu. Il y a longtemps que l'euro fait consensus pour les échanges commerciaux, mais l'incertitude politique a refait surface après une élection peu concluante en Italie. La formation d'une grande coalition en Allemagne entre les deux principaux partis politiques traditionnels est une bonne nouvelle pour la zone euro. À moyen terme, nous jugeons plus probable un cours euro/dollar américain à 1,30 qu'une baisse qui ramènerait l'euro à 1,10, étant donné que la BCE se prépare à réduire progressivement ses mesures de relance.

### › La livre anglaise

Le durcissement inattendu de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre a poussé le cours de la livre anglaise par rapport au dollar américain à un sommet post-Brexit de 1,43 à la fin janvier, ce qui l'a rapprochée de la juste valeur de sa PPA. La livre anglaise a depuis baissé suite à des accords dans les négociations entre l'UE et le R.-U. sur le Brexit. Nous nous attendons toutefois à ce qu'un accord de transition soit conclu, ce qui soutiendra la livre. Bien que la première ministre britannique ait jusqu'ici refusé de voir le R.-U. faire partie d'une union douanière avec l'UE (ou d'une entente à ce sujet), nous croyons que l'idée finira par s'imposer. En attendant, les pourparlers donneront encore lieu à beaucoup de tiraillements, ce qui maintiendra le cours de la livre anglaise par rapport au dollar américain entre 1,35 et 1,45. ■

▶ Après douze mois d'effervescence, l'euro pourrait subir une correction sous peu.

# Modélisation quantitative

## Probabilité de récession : une fin de cycle qui se prolonge

Nos perspectives annuelles pour 2018 comportent trois points clés pour la prochaine récession aux États-Unis, qu'il convient de rappeler :

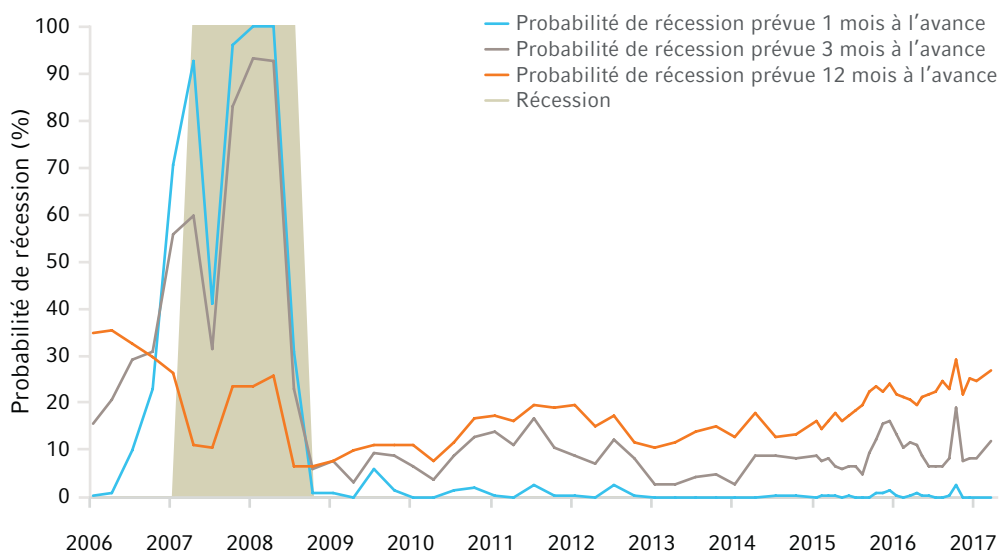
- 1 Les récessions sont préjudiciables aux marchés boursiers et l'expansion économique aux États-Unis dure depuis très longtemps. Étant donné la cherté des actions de l'indice S&P500, il est vital d'être bien informé du risque de récession.
- 2 Le modèle de l'indice conjoncturel (IC), qui repose sur une série de variables économiques et financières pour estimer la vigueur de l'économie américaine, estime qu'il y a une faible probabilité de récession au cours des douze prochains mois.
- 3 Bien que le risque de récession soit faible à court terme, nous constatons que ce risque s'accroît sur un horizon de trois ans.

L'année 2018 a commencé tambour battant, ce qui n'enlève rien aux trois avertissements précédents. Premièrement, nous sommes d'avis qu'il est vital pour le titulaire d'un portefeuille d'actions de savoir quand il convient d'accroître le risque et quand il convient de le réduire. En mai 2018, l'expansion économique américaine sera la deuxième de l'histoire du pays par sa longueur depuis les années 1800. Compte tenu de la valorisation élevée des actions, des largesses fiscales accordées en fin de cycle, des signes de reprise de l'inflation et de la possibilité que la Réserve fédérale durcisse le ton de façon inattendue, il est particulièrement important d'avoir une bonne idée du moment où se produira la prochaine récession aux États-Unis.

Deuxièmement, le risque de récession à court terme reste faible. Le 14 mars 2018, le modèle IC estimait la probabilité d'une récession aux États-Unis au cours des douze prochains mois à 27 %, un niveau qui nous invite à la vigilance mais qui ne doit pas nous inquiéter. Il est plus probable selon nous de voir ce risque augmenter que de le voir vraiment baisser, mais précisons que la probabilité d'une récession depuis huit mois oscille presque toujours autour de 25 %. Le risque d'une récession à brève échéance n'a guère augmenté depuis la publication de notre rapport sur les perspectives annuelles de 2018 au début de décembre.

Le risque d'une récession à brève échéance n'a guère augmenté depuis la publication de notre rapport sur les perspectives annuelles de 2018 au début de décembre.

## Indice conjoncturel : probabilités de récession prévues dans le passé



Source : Investissements Russell, mars 2018.

Les prévisions sont des prédictions des valeurs de marché et des volumes de négociation établies au moyen de diverses données d'analyse. Ce ne sont pas des projections du marché des valeurs mobilières ni d'un placement en particulier.

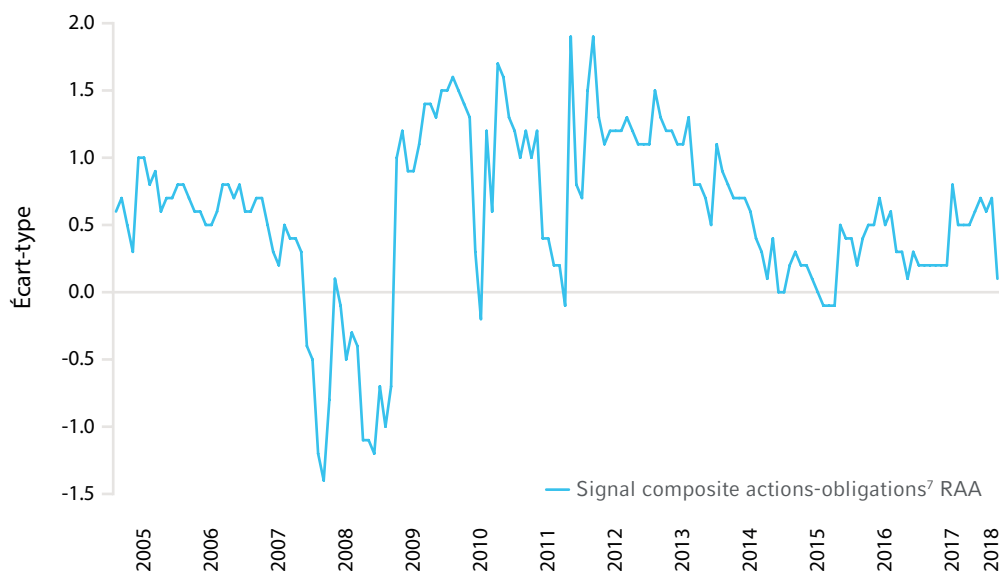
Troisièmement, les risques de récession à moyen terme sont encore en gestation. À signaler, l'état très tendu du marché de l'emploi, le faible taux de chômage et les signes de hausse des salaires aux États-Unis. Vu les largesses fiscales accordées en fin de cycle, la Fed pourrait devoir hausser fortement ses taux d'intérêt. À moyen terme, une erreur d'appréciation de sa part pourrait réduire la croissance et déclencher une récession involontaire. Nous en concluons qu'une récession est peu probable aux États-Unis à court terme, mais qu'il nous faut surveiller ce cycle économique vu son âge avancé.

## Trébucher n'est pas tomber

Suite à la récente volatilité des marchés boursiers, notre modèle des actions et obligations américaines est passé en territoire neutre pour ces actifs à risque. Nous prévoyons une hausse de l'inflation, mais les perspectives de croissance du PIB restent bonnes. Le portrait est donc mitigé pour les actions américaines. Vu leur valorisation élevée et la contraction de la courbe des taux, nous estimons qu'une position neutre est appropriée.

Le repli du cours des actions au premier trimestre nous a rendus plus prudents, ce qui nous amène à adopter une position neutre.

### Signal composite actions US - obligations US RAA<sup>7</sup>



Source : Investissements Russell, 12 mars 2018.

Dans le cadre de notre approche du placement axée sur le cycle économique, la valorisation et la confiance, nous faisons les évaluations globales suivantes, fondées sur nos modèles quantitatifs

- › **Cycle économique** : À partir du modèle IC, nous concluons qu'une récession aux États-Unis est peu probable à brève échéance et qu'il y a peu de chances que la croissance économique s'accroisse à ce stade du cycle.
- › **Valorisation** : Notre modèle de la Fed s'est amélioré, le rendement des actions a augmenté davantage que celui des obligations. Notre modèle d'actualisation des dividendes considère toujours que les actions sont un bon investissement.
- › **Confiance** : L'élan de confiance a fléchi avec le repli du cours des actions au premier trimestre. Le signal moyen d'inversion à long terme est devenu moins négatif, mais il reste négatif pour les actions par rapport aux titres à revenu fixe.

Tout bien considéré, bien que le cycle économique ne soit pas arrivé à son terme, le repli du cours des actions au premier trimestre nous a rendus plus prudents, ce qui nous amène à adopter une position neutre. ■

<sup>7</sup> La **répartition améliorée de l'actif (RAA)** est une approche qui s'appuie sur la répartition stratégique de l'actif (RSA) en y intégrant les points de vue des modèles d'évaluation de catégories d'actifs exclusifs à Investissements Russell. La RAA repose sur l'idée que de fortes fluctuations du marché sans rapport avec les valorisations moyennes à long terme offrent des occasions d'augmenter les rendements. Le signal composite actions et obligations RAA est fondé sur les indices S&P 500 et Bloomberg Barclays U.S. Aggregate.

Les prévisions sont des prédictions des valeurs de marché et des volumes de négociation établies au moyen de diverses données d'analyse. Ce ne sont pas des projections du marché des valeurs mobilières ni d'un placement en particulier.

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Les opinions émises dans les Perspectives des marchés mondiaux peuvent changer à tout moment selon l'état du marché notamment, et sont à jour à la date précisée au début du document. Bien que toute l'information soit considérée comme fiable, nous ne pouvons garantir son exactitude ni son exhaustivité.

Les placements dans les fonds communs peuvent faire l'objet de commissions, de commissions de suivi, de frais de gestion et d'autres charges. Avant d'investir, veuillez lire le prospectus. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue fréquemment et les rendements passés peuvent ne pas se reproduire.

Aucune partie du contenu de cette publication ne constitue des conseils juridiques, fiscaux, sur les titres ou de placement. Il ne s'agit pas non plus d'une opinion concernant la pertinence d'un placement ni une sollicitation de quelque type que ce soit. Cette information est disponible « telle quelle ». Investissements Russell Canada Limitée ne fait aucune déclaration et n'offre aucune garantie à l'égard de cette information.

Il convient de rappeler que tous les investissements comportent un certain degré de risque, y compris celui de perdre le capital investi. De façon générale, les investisseurs connaissent des taux de rendement variables et peuvent accuser des baisses. Les tentatives de limiter le risque et d'augmenter le rendement peuvent parfois réduire le rendement de façon involontaire.

Il faut savoir que, comme pour tout investissement, l'investissement multi-actifs n'est pas une garantie de profit ni une protection contre les pertes.

Aucun modèle ou groupe de modèles ne peut offrir une estimation précise des performances futures sur les marchés des capitaux. Nous sommes conscients que les techniques d'analyse rationnelle ne peuvent prévoir des comportements financiers extrêmes, tels que les périodes d'euphorie financière ou de panique des investisseurs. Nos modèles reposent sur des hypothèses de comportement financier normal et rationnel. Les modèles de prévision sont par nature incertains et susceptibles de changer à tout moment en raison de nombreux facteurs et peuvent être inexacts. Russell juge que l'utilité de cette information est primordiale pour l'évaluation des relations relatives des différentes composantes d'un portefeuille mondialement diversifié. Ainsi, les modèles peuvent offrir un aperçu de la prudence dont faire preuve pour surpondérer ou sous pondérer ces composants de temps en temps ou en période de grand bouleversement. Les modèles ne sont explicitement pas conçus pour être des signaux d'anticipation du marché.

La présente publication peut contenir des déclarations prospectives. Les déclarations prospectives sont des déclarations de nature prévisionnelle qui dépendent de conditions ou d'événements futurs ou s'y rapportent, ou qui comprennent des termes tels que « s'attendre à », « anticiper », « croire », ainsi que les formes négatives de ces termes. Toute déclaration pouvant être faite à propos du rendement, de stratégies ou de perspectives futures, et d'actions futures de fonds, constitue également une déclaration prospective. Les déclarations prospectives sont fondées sur des attentes et des projections actuelles concernant des événements futurs et sont intrinsèquement exposées, entre autres choses, à des risques, des incertitudes et des hypothèses à propos de facteurs économiques qui pourraient faire différer sensiblement les résultats ou les événements réels de ceux qui sont envisagés. Nous invitons le lecteur à examiner attentivement ces facteurs et d'autres facteurs avant de prendre une décision en matière de placement et nous le prions de ne pas se fier indûment aux déclarations prospectives. Investissements Russell n'a pas l'intention de mettre à jour les déclarations prospectives à la suite de nouveaux renseignements, de nouveaux événements ou autrement.

Les prévisions sont des prédictions des valeurs de marché et des volumes de négociation établies au moyen de diverses données d'analyse. Ce ne sont pas des projections du marché des valeurs mobilières ni d'un placement en particulier.

L'indice conjoncturel sert à prévoir l'ampleur de l'expansion ou de la récession économique dans les mois qui viennent, tout en faisant des prévisions pour d'autres mesures économiques importantes. Les données alimentant le modèle portent notamment sur les emplois non agricoles, l'inflation de base (avec ou sans les aliments et l'énergie), la tendance de la courbe des taux et les écarts de taux entre les obligations de sociétés cotées Aaa et Baa et entre les billets de trésorerie et les bons du Trésor. Tout changement dans le choix des données financières et macroéconomiques aura une incidence sur l'indice conjoncturel et les prévisions en découlant.

La conjoncture politique ou économique et les exigences réglementaires d'un pays donné peuvent avoir une forte incidence sur les investissements réalisés sur les marchés mondiaux, internationaux et émergents. Les investissements réalisés sur des marchés hors des États-Unis peuvent comporter un risque de change, d'instabilité politique et économique, et de différence des normes comptables et

des régimes fiscaux. Ces titres peuvent se révéler moins liquides et plus volatils. Les investissements sur les marchés émergents ou en développement impliquent une exposition à des structures économiques généralement moins diversifiées et moins évoluées, ainsi qu'à des systèmes politiques moins stables que dans les pays développés.

Les investissements sur les marchés des changes comportent des risques, notamment de fluctuations de change, que ce soit pour la monnaie nationale ou étrangère, qui peuvent augmenter ou réduire les performances associées aux investissements à l'étranger.

Investir dans des valeurs négociées sur des marchés étrangers comporte des risques liés aux variations de change, à l'incertitude économique et politique, aux normes comptables différentes et à la fiscalité étrangère.

Les investisseurs obligataires doivent tenir compte des risques liés aux taux d'intérêt, au crédit, aux mises en pension et prises en pension. Des risques plus importants comme une volatilité accrue, une liquidité restreinte, le remboursement anticipé, le non paiement et une hausse du taux de défaillance sont inhérents aux portefeuilles qui investissent dans des obligations à haut rendement (« de pacotille ») ou dans des titres adossés à des créances hypothécaires, notamment des titres hypothécaires exposés aux hypothèques à risque. De façon générale, lorsque les taux d'intérêt montent, les cours des titres à revenu fixe (obligations) baissent. Investir dans des valeurs négociées sur des marchés hors des États-Unis et sur des marchés émergents comporte des risques liés aux variations de change et des risques économiques et politiques propres à ces pays étrangers.

L'indice S&P(R) 500, ou le Standard & Poor's 500, est un indice boursier basé sur la capitalisation boursière de 500 grandes entreprises dont les actions ordinaires sont inscrites à la cote du NYSE ou du NASDAQ.

Les rendements cités sont des rendements passés et ne doivent pas être considérés comme une garantie de résultat futur.

Les indices ne sont pas gérés et il est impossible d'y investir directement.

Source des données de MSCI : MSCI ne donne aucune garantie, ni ne fait aucune déclaration, de façon expresse ou implicite, et décline toute responsabilité quant à ses données dans les présentes. Les données de MSCI ne peuvent pas être redistribuées ni utilisées comme base d'autres indices, de valeurs mobilières ou de produits financiers. Le présent rapport n'a été ni approuvé, ni examiné, ni produit par MSCI.

L'indice mondial MSCI tous pays (ACWI) est un indice pondéré en fonction des capitalisations boursières qui vise à donner une idée générale de la tenue des marchés boursiers dans le monde. Cet indice est géré par Morgan Stanley Capital International. Il comprend des actions des pays développés et émergents.

L'indice MSCI Pacifique, Japon exclu, englobe les titres de sociétés à grande et moyenne capitalisation de quatre des cinq pays développés de la région du Pacifique (Japon exclu). Avec ses 149 titres, cet indice représente environ 85 % de la capitalisation boursière à fluctuation libre.

Droit d'auteur © Investissements Russell 2018.

Investissements Russell est le nom commercial d'un groupe d'entreprises dotées d'une administration commune, incluant Investissements Russell Canada Limitée.

La propriété d'Investissements Russell se compose comme suit : une participation majoritaire de fonds gérés par TA Associates et des participations minoritaires de fonds gérés par Reverence Capital Partners et la direction d'Investissements Russell.

Les marques de commerce, marques de service et droits d'auteur liés aux indices Russell et aux autres documents visés sont la propriété de leurs propriétaires respectifs. Le logo Russell est une marque de commerce et une marque de service d'Investissements Russell. Frank Russell Company est le titulaire des marques de commerce Russell contenues aux présentes et de tous les droits de marque liés aux marques commerciales Russell, et autorise les membres du groupe Investissements Russell à les utiliser sous licence. Les membres du groupe Investissements Russell ne sont en aucune façon affiliés à Frank Russell Company ni à une autre entité exploitée sous la marque « FTSE RUSSELL ».

Perspectives des marchés mondiaux en 2018 – le point au T2

UNI-11242

Date de publication : mars 2018

CORPCA-00053 [EXP-03-2019]