



Perspectives économiques et financières pour 2018

Un cycle économique qui arrive lentement à maturité?

Au cours du premier semestre de 2017, le dollar américain a cédé une grande partie des gains solides réalisés à la fin de 2014 et en 2015, surtout après qu'il est devenu évident que les banques centrales des autres pays développés songeaient à la tour à resserrer leur propre politique monétaire. Depuis janvier dernier, plus tôt que bon nombre d'observateurs l'avaient prévu, la BCE réduit ses mesures d'assouplissement quantitatif, vu l'amélioration de ses perspectives économiques. De façon plutôt inattendue, la Banque du Canada a relevé ses taux à deux reprises cet été, sur fond d'accélération de la croissance économique observée au premier semestre de 2017; et la Banque d'Angleterre, soudain confrontée à la hausse de l'inflation, a récemment relevé son taux directeur pour la première fois depuis l'été 2007, soit il y a plus de 10 ans.

Toutefois, le vent semble avoir tourné encore une fois. D'une part, la BCE reste timide dans ses intentions de revoir à la baisse ses achats d'obligations (elle achète moins d'actifs, mais a prolongé la période d'achats), la Banque du Canada a récemment annoncé qu'elle demeurera prudente devant les perspectives de faible inflation et les nombreux risques qui se profilent à l'horizon (l'ALENA étant celui qui saute aux yeux), et la Banque d'Angleterre, pendant que l'inflation progresse, se retrouve face au risque que le Brexit ralentisse l'économie britannique. D'autre part, la Fed a déjà relevé ses taux à court terme en décembre, et elle a commencé à réduire son bilan dans un contexte de forte croissance, de resserrement des marchés de l'emploi et de très probables baisses d'impôt dès 2018, ce qui pourrait stimuler davantage la croissance.

Cette asymétrie pourrait entraîner un nouvel épisode d'appréciation du dollar américain, car le retrait relativement plus rapide des mesures de relance monétaire aux États-Unis continuera de favoriser le billet vert. Cependant, des taux d'intérêt plus élevés à court et à long terme, de même que l'appréciation de la monnaie pourraient mener à un resserrement des conditions financières aux États-Unis au-delà de ce qui est actuellement souhaité par la Fed. Cette situation pourrait à son tour avoir une incidence négative considérable sur la croissance aux États-Unis et sur le déficit commercial américain. Elle pourrait aussi possiblement créer de l'instabilité financière dans certains pays ayant de lourdes dettes en dollars américains et inciter l'administration Trump à préconiser de plus en plus les politiques protectionnistes.

Pour ces raisons, nous croyons que la Fed tempérera ses attentes. Nous prévoyons deux autres relèvements de taux en 2018 (les données pointent vers trois nouvelles hausses en 2018), ainsi qu'une révision à la baisse des cibles d'inversion de l'assouplissement quantitatif de la Fed au début de la

nouvelle année, et ce, afin d'éviter de provoquer un resserrement financier, une autre appréciation disproportionnée du dollar américain, une incertitude économique mondiale et une réaction politique contre le libre-échange de la part l'Administration américaine.

Pour sa part, la Banque du Canada devrait maintenir les taux à court terme à de faibles niveaux. Étant donné le ratio élevé de 100 % de l'endettement des ménages par rapport au PIB nominal, les hausses consécutives de 25 points de base de juillet et septembre ont déjà provoqué un repli des ventes au détail; quoique celles-ci aient fortement rebondi en octobre. Par ailleurs, l'économie canadienne est encore moins susceptible de subir des pressions inflationnistes que l'économie américaine, ce qui empêchera la Banque du Canada de relever son taux directeur à plusieurs reprises.

Même si nous croyons que les risques d'un ralentissement économique augmentent, nous ne prévoyons pas de récession l'an prochain, à moins que des développements très défavorables liés aux négociations de l'ALENA ne puissent être compensés par une dépréciation du dollar canadien. Au mieux, nous prévoyons maintenant que la Banque du Canada relèvera son taux directeur de 25 points de base plus tard durant l'année 2018. Toutefois, les taux canadiens à long terme continueront de subir des pressions à la hausse en raison de l'augmentation des taux d'intérêt à long terme sur le marché obligataire américain. Comme nous l'avons mentionné l'an dernier dans nos perspectives pour 2017, la Banque du Canada peut exercer un contrôle des taux à très court terme, mais le pays demeure essentiellement un « preneur de prix » sur le marché des obligations à long terme, dont les prix sont déterminés à l'échelle mondiale.

En mars 2017, nous avons transformé notre surpondération des actions en une position neutre et avons recommandé aux investisseurs de demeurer prudents. La croissance des bénéfices aux États-Unis a dépassé nos attentes, mais ce sont les réductions d'impôt aux États-Unis annoncées par les Républicains qui ont récemment stimulé les cours boursiers. Toute correction importante des cours des actions américaines en ce moment devrait fournir un point d'entrée intéressant pour le positionnement d'un portefeuille affichant une surpondération des actions américaines. Entre-temps, nous conservons une position globale neutre avec une sous-pondération des actions américaines et une surpondération du Canada, des autres marchés développés et des marchés émergents.

Finalement, les actions semblent toujours plus abordables que les obligations, comme en témoigne le ratio bénéfice/cours de l'indice S&P 500, qui demeure à un niveau historiquement élevé par rapport aux taux effectifs des obligations à rendement élevé des sociétés américaines. En outre, la probabilité d'une récession aux États-Unis reste relativement faible pour le moment, car les conditions du crédit demeurent très accommodantes. D'autre part, la tendance en ce qui a trait aux écarts de taux des obligations de sociétés, qui était au resserrement tout au long de 2017, pourrait s'inverser, et nous recommandons aux investisseurs de continuer à sous-pondérer ces obligations.

En général, nous croyons qu'en dépit de l'intensification de l'incertitude, la croissance mondiale s'est nettement accélérée en 2017, et nous nous attendons à ce qu'elle demeure robuste en 2018 et au-delà.

Les plus récentes perspectives économiques du FMI établissent la croissance du PIB réel à 3,7 % en 2018, une estimation timide à notre avis. Les actions mondiales devraient être favorisées, même dans un contexte de hausse des taux d'intérêt.

- **Nous prévoyons que la remontée des prix des produits de base se poursuivra en 2018, en particulier dans le secteur pétrolier. Selon nous, le prix du baril de pétrole WTI atteindra 67 \$ US d'ici la fin de l'année.** Nos perspectives favorables pour le pétrole en 2018 sont, bien entendu, subordonnées à ce que les pays membres de l'OPEP prolongent leur accord visant à réduire la production jusqu'en décembre 2018 et à ce que les pays non membres se conforment à celui-ci. Jusqu'ici, l'accord d'un an a contribué à réduire les stocks excédentaires de 50 %. Sa prolongation jusqu'à la fin de l'année prochaine serait suffisante pour éliminer rapidement le reste des stocks excédentaires de pétrole d'ici l'automne prochain. Une hausse des prix du pétrole devrait ainsi être soutenue tout au long de l'année.
- Cette augmentation, à son tour, devrait contribuer aux rendements supérieurs des actions canadiennes et du dollar canadien. **Le dollar canadien**, qui a regagné du terrain depuis l'été dernier à la faveur de la hausse des prix du pétrole et des deux hausses de taux surprises de la Banque du Canada, reste faible comparativement au niveau où il se situait il y a moins de deux ans. Il s'est négocié dans une large fourchette de 1,20 à 1,37 en 2017. **Nous nous attendons à ce que la volatilité persiste, mais à ce que la fourchette de négociation se déplace vers un intervalle inférieur de 1,15 à 1,30 l'an prochain.** De toute évidence, l'échec total des négociations de l'ALENA pourrait pousser le dollar canadien hors de cette fourchette, soit aux environs de 1,35 à 1,40.
- **Notre pondération en titres aurifères est neutre.** Nous avons prévu une chute du prix de l'or en 2017, mais nous avons prévenu les investisseurs que si la Fed prenait son temps pour resserrer sa politique monétaire et que les attentes en matière d'inflation commençaient à augmenter, le prix de l'or pourrait être soutenu. **Cette incertitude à l'égard de l'or devrait persister en 2018. Encore une fois, le prix de l'or devrait être inversement corrélé à l'humeur de la Fed : un penchant vers un resserrement en début d'année, suivi d'une capitulation au deuxième semestre.**
- **Les titres des secteurs forestier et agricole** (par exemple, ceux des producteurs d'engrais), qui viennent de connaître une autre mauvaise année (la troisième d'affilée), **devraient se redresser aux États-Unis et au Canada, à la faveur de la forte croissance de la demande** pour ces produits dans les pays émergents, maintenant que l'économie mondiale connaît une croissance plus rapide qu'au cours des 10 années précédentes.
- Bien que nous recommandions aux investisseurs de faire preuve de prudence à l'égard de ce secteur dans un contexte de resserrement de la politique monétaire, les FPI (REITS en anglais) procurent une excellente couverture contre l'inflation et leurs taux de rendement devraient demeurer supérieurs à ceux des obligations gouvernementales à long terme. **Nous recommandons de profiter des baisses des cours pour établir des positions dans le secteur des FPI, dans le cadre d'une stratégie de diversification. L'été dernier a fourni une excellente occasion de le faire. Nous prévoyons que la situation se présentera encore cette année.**
- **Le secteur américain de la finance figure parmi nos principales surpondérations, car les valorisations relatives semblent intéressantes et la croissance prévue des bénéfices pour 2018 est élevée par rapport aux autres secteurs.** Les actions du secteur de la finance

devraient aussi se démarquer dans un contexte de hausse des taux et d'accentuation de la pente de la courbe de taux d'intérêt; ceci devrait permettre au secteur d'inscrire une solide croissance des dividendes. De plus, une partie du programme républicain de déréglementation, qui vise plus précisément à réduire le fardeau réglementaire des institutions financières américaines, représente une autre source de croissance pour les banques. Enfin, le fait de faire passer le taux d'imposition des sociétés américaines de 35 % à 20 %, comme le proposent actuellement les Républicains, risque d'être particulièrement bénéfique pour les banques américaines.

- **Les actions du secteur canadien de la finance devraient aussi enregistrer des rendements supérieurs en 2018**, car la valorisation relative semble intéressante et le secteur bénéficiera sans doute d'un contexte de hausse des taux, d'une accentuation de la courbe des taux et d'une économie mondiale en croissance; ce qui favorisera du coup les dépenses d'investissement des entreprises. Le secteur est également susceptible de connaître une croissance des dividendes.
- **La reprise économique mondiale et la hausse des dépenses en immobilisations en technologie devraient profiter tant au secteur des technologies de l'information des États-Unis qu'à celui du Canada.** Aux États-Unis, ce secteur contribuera le plus au BPA global en 2018. Au Canada, les révisions de bénéfices à la hausse devraient jouer en faveur des rendements du secteur.
- Tandis que nous sommes d'avis qu'un **taux d'imposition des sociétés plus bas devrait entraîner une appréciation des dépenses d'investissement et en immobilisations, le secteur industrielle devrait bien faire en 2018.**
- **Nous nous attendons également à ce que les secteurs défensifs, comme ceux des biens de consommation de base aux États-Unis et au Canada, et celui des pharmaceutiques aux États-Unis, se démarquent l'an prochain.**

En conclusion, malgré une solide croissance mondiale, les risques sont tels que la conjoncture économique canadienne et le dollar canadien devraient demeurer volatils l'an prochain. Étant donné que nous nous attendons à ce que le prix du pétrole augmente et que l'ALENA soit renouvelé, mais à ce que les réductions d'impôt aux États-Unis favorisent la concurrence américaine, le dollar canadien ne devrait clôturer l'année que légèrement plus fort qu'il ne l'est actuellement. Les grands **exportateurs canadiens devraient ainsi être quand même favorisés au détriment des entreprises axées sur le marché intérieur, qui sont plus tributaires de l'endettement élevé des consommateurs du pays.**

Finalement, comme lors des années précédentes, nous signalons à nos lecteurs que les perspectives économiques et prévisions sur les marchés ci-dessus comportent des risques. Premièrement, la croissance mondiale pourrait vaciller si notre voisin du sud entame une guerre commerciale avec ses principaux partenaires commerciaux, à savoir le Canada, le Mexique et la Chine. D'importantes perturbations pourraient ainsi être provoquées sur les marchés si la valeur en monnaies nationales des titres de créance libellés en dollars américains détenus à l'extérieur des États-Unis atteint des niveaux insoutenables en raison de l'appréciation du billet vert. Deuxièmement, les risques politiques au Moyen-Orient et en Asie sont nombreux et les tensions ont atteint de nouveaux sommets récemment. Ces tensions pourraient donner lieu à une fuite vers les titres de qualité, ce qui favoriserait les actifs américains et le dollar américain.

Prévisions financières

	15T4	16T1	16T2	16T3	16T4	17T1	17T2	17T3	17T4	18Q1	18Q2	18Q3	18T4
Canada													
Taux cible du financement à un jour	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25
Bons du Trésor 3 mois	0.51	0.45	0.50	0.52	0.48	0.54	0.71	1.00	0.95	1.20	1.25	1.25	1.25
Obligations 2 ans	0.48	0.54	0.52	0.54	0.74	0.75	1.09	1.52	1.55	1.75	1.80	1.85	1.90
Obligations 5 ans	0.73	0.68	0.57	0.61	1.11	1.11	1.38	1.75	1.75	2.00	2.05	2.10	2.15
Obligations 10 ans	1.39	1.23	1.06	1.19	1.72	1.62	1.75	2.10	1.92	2.05	2.15	2.30	2.40
Obligations 30 ans	2.15	2.00	1.71	1.85	2.31	2.30	2.14	2.47	2.20	2.40	2.55	2.65	2.80
États-Unis													
Taux cible des fonds fédéraux*	0.375	0.375	0.375	0.375	0.625	0.875	1.125	1.125	1.375	1.375	1.625	1.625	1.875
Bons du Trésor 3 mois	0.16	0.21	0.22	0.33	0.61	0.74	1.01	1.10	1.30	1.35	1.55	1.60	1.85
Obligations 2 ans	1.06	0.76	0.59	0.76	1.18	1.25	1.38	1.48	1.80	1.80	1.90	1.95	2.05
Obligations 5 ans	1.76	1.21	1.00	1.24	1.93	1.93	1.89	1.93	2.15	2.20	2.30	2.40	2.50
Obligations 10 ans	2.27	1.78	1.46	1.59	2.44	2.39	2.30	2.38	2.40	2.50	2.65	2.80	3.00
Obligations 30 ans	3.01	2.61	2.28	2.31	3.07	3.01	2.83	2.86	2.75	2.90	3.10	3.20	3.40
Dollar canadien (\$É.-U./\$C)	0.72	0.77	0.76	0.76	0.75	0.75	0.77	0.80	0.79	0.80	0.81	0.81	0.82
Indice boursier S&P 500	2044	2060	2099	2168	2239	2366	2423	2519	2650	2700	2735	2780	2800
Indice boursier TSX	13010	13494	14064	14726	15288	15548	15350	15635	16500	16900	17300	17600	18000
Pétrole WTI (US\$/baril)	37.0	38.3	48.3	48.2	53.7	50.7	46.0	51.7	60	62	64	66	67

Données de fin de trimestre et moyennes annuelles

Mise à jour: décembre 2017 * point médian de la fourchette ciblée pour le taux directeur de la Fed

Luc Vallée, Ph.D. | Stratège en chef

Eric Corbeil, M. Sc. | Economiste principal