



Valeurs mobilières Banque Laurentienne

RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET STRATÉGIE

Perspectives économiques et financières pour 2019 : Naviguer les hauts et les bas d'un cycle de resserrement monétaire

Vers la fin de l'année dernière, nous estimions que les participants au marché étaient trop optimistes à l'égard des perspectives économiques. À l'époque, le FMI avait revu ses prévisions de croissance économique mondiale à la hausse, les faisant passer de 3,7 % à 3,9 %, et de nombreux observateurs prévoyaient un resserrement accru de la politique monétaire des grandes banques centrales. En ce qui nous concerne, nous nous attendions à ce que les banques centrales, déjà timides, continuent de faire preuve de prudence en 2018, puisqu'elles constateraient bien vite qu'à l'exception des États-Unis, la croissance économique ne serait pas aussi vigoureuse que prévu. Nous avons également prédit une appréciation du dollar américain, estimant que la Réserve fédérale demeurerait la plus optimiste des grandes banques centrales à l'échelle mondiale.

En décembre 2017, nous avons écrit dans nos perspectives pour 2018 : « D'une part, la Banque Centrale Européenne 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 aux risques que le Brexit ralentisse l'économie britannique. D'autre part, la Fed va très probablement relever les taux à court terme en décembre, et elle a commencé à réduire son bilan dans un contexte de forte progression du PIB, de resserrement des marchés de l'emploi et de possibles baisses d'impôt, ce qui pourrait stimuler davantage la croissance. »

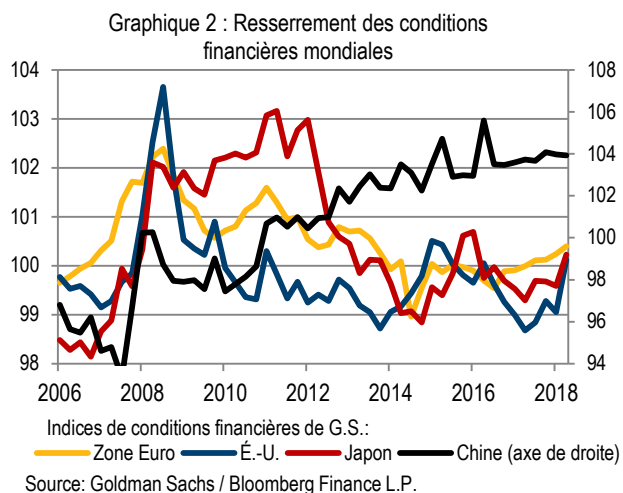
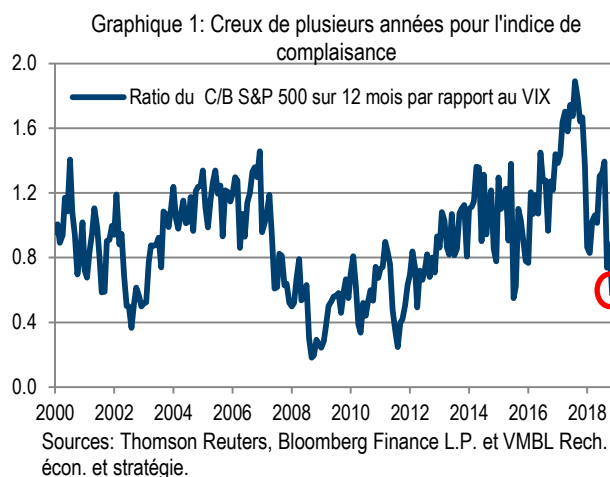
Même si nous avons vu juste au sujet de l'appréciation du dollar américain et de l'approche moins conciliante de la Réserve fédérale américaine par rapport aux autres banques centrales, le ton de ces dernières a été beaucoup plus ferme qu'anticipé en 2018. Cependant, au cours des deux derniers mois de l'année, il a enfin changé, et les banques centrales et les participants au marché reconnaissent maintenant que l'économie mondiale ralentit et que les risques associés aux perspectives sont plus élevés que prévu. Plus particulièrement, la menace d'une détérioration du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine pèse sur les perspectives de croissance mondiale depuis l'été dernier et, par conséquent, moins d'un an après avoir relevé leurs prévisions de croissance économique, le FMI et l'OCDE, ainsi que la plupart des grandes banques centrales, revoient maintenant leurs estimations à la baisse.

Il y a quelques mois à peine, les marchés boursiers nord-américains et européens étaient en général trop optimistes en raison des généreuses baisses d'impôt octroyées par l'administration Trump, de l'accélération de la croissance aux États-Unis et des espoirs d'une solide reprise en Europe. Or, le pessimisme s'est installé au cours du dernier trimestre de l'année. Maintenant, les retombées des réductions d'impôt et des mesures budgétaires aux États-Unis s'essouffent. En outre, la croissance en Europe perd de la vitesse en raison des crises dans de nombreux pays de l'Union européenne; notamment au Royaume-Uni, en France, en Italie et, dans une certaine mesure, en Allemagne. Ainsi, notre indice de complaisance, mesuré par le ratio C/B prévisionnel de l'indice S&P 500 par rapport à l'indice CBOE VIX, est passé d'un sommet record des dernières années à un quasi-creux de sept ans en décembre, se rapprochant désormais du creux atteint pendant la crise financière de 2008 (voir le graphique 1). En résumé, les marchés ne sont plus complaisants.



VALEURS MOBILIÈRES
BANQUE LAURENTIENNE

De plus, nous observons enfin des signes qui indiquent que le resserrement monétaire des deux dernières années donne des résultats. La hausse des taux d'intérêt à court terme, l'augmentation des taux à long terme, le retrait des mesures d'assouplissement quantitatif aux États-Unis, la réduction des achats d'obligations ailleurs, un dollar américain plus fort, la hausse des prix du pétrole, l'élargissement des écarts de taux, la baisse des prévisions de croissance des bénéficiaires, les nouveaux droits de douane et l'intensification de l'incertitude entourant le commerce mondial sont autant de facteurs qui contribuent à un resserrement des conditions financières à l'échelle mondiale. Par exemple, aux États-Unis, l'indice des conditions financières Goldman Sachs se situe actuellement à son plus haut niveau en deux ans, après avoir atteint un creux de 17 ans au milieu de 2017. En Chine, les conditions financières ont eu tendance à se resserrer depuis la fin de 2010 (voir le graphique 2)¹.



La tendance des indicateurs avancés s'est aussi inversée et ces derniers laissent présager un ralentissement de la croissance pour la prochaine année, confirmant les révisions à la baisse de la croissance mondiale du FMI en septembre et de l'OCDE en octobre. En outre, les participants au marché semblent s'attendre à une autre révision à la baisse dans un avenir proche. Par conséquent, les obligations à long terme, dont les taux de rendement avaient atteint de nouveaux sommets récemment, ont vu leurs prix progresser dernièrement (les taux de rendement se situant maintenant près des plus bas niveaux de l'année) et les marchés boursiers ont baissé de façon importante au cours des derniers mois. Par exemple, le taux de rendement des obligations à 10 ans du Trésor américain, qui a atteint 3,25 % au début de novembre, s'établissait à 2,55 % au 3 janvier. Quant à l'indice S&P 500, qui a brièvement atteint 2 940 à la fin de septembre, il avait brièvement glissé sous 2 350 trois mois plus tard, soit le 24 décembre; une correction de 20 % entre son sommet et son creux.

On peut ainsi affirmer que le changement d'humeur des investisseurs a été soudain et brutal. Or, c'est justement en raison de la réaction probable des banques centrales - si les ennuis des marchés financiers devaient véritablement signaler une détérioration des perspectives économiques - que nous nous attendons à ce que la dynamique du marché en 2019 suive le scénario inverse que celui observé en 2018. En d'autres mots, contrairement à l'optimisme exagéré du début de 2018, un pessimisme excessif devrait marquer le début de 2019 et persister jusqu'à la réalisation de réels progrès au plan du commerce mondial. Incidemment, au cours des dernières semaines, les banques centrales ont déjà commencé à adopter un ton plus conciliant quant aux futures hausses de taux en vue de permettre un tel repositionnement s'il devenait nécessaire. Nous nous attendons à ce que ce pessimisme perdure jusqu'à ce que les craintes des participants au marché se soient apaisées. Ce n'est qu'à ce moment que les banques

¹ Un indice des conditions financières plus élevé indique un resserrement des conditions financières.

centrales pourraient adopter une attitude moins conciliante, à mesure que leurs préoccupations quant aux perspectives économiques s'amenuiseront. À ce stade, nous nous attendons à un solide redressement des marchés par rapport à leurs faibles niveaux actuels. Il demeure difficile de connaître le moment exact où l'humeur des investisseurs changera, mais nous croyons que ce changement est le plus susceptible de se produire vers la fin du deuxième trimestre de 2019.

Le dollar américain

Par conséquent, nous prévoyons que l'appréciation actuelle du dollar américain par rapport aux autres grandes monnaies devrait persister jusque-là. À court terme, cette appréciation pourrait donc entraîner un resserrement accru sur les marchés financiers mondiaux. 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 des politiques protectionnistes.

Pour ces raisons, nous croyons que la Réserve fédérale américaine ainsi que d'autres grandes banques centrales continueront de limiter ou de retarder le resserrement de leur politique monétaire. Nous nous attendons au plus à deux autres hausses de taux en 2019 de la part de la Réserve fédérale américaine, lesquelles devraient être décrétées seulement durant la deuxième moitié de l'année. Nous prévoyons également une révision à la baisse des cibles de retrait des mesures d'assouplissement quantitatif au début de la nouvelle année. Cela pourrait être nécessaire afin d'éviter de provoquer un resserrement accru des conditions financières, une autre appréciation disproportionnée du dollar américain, un accroissement de l'incertitude économique mondiale et une réaction politique contre le libre-échange à un moment où règne le scepticisme chez les participants au marché concernant la croissance et les perspectives que l'administration Trump limite ses mesures commerciales hostiles envers la Chine.

Toutefois, alors que nous nous attendons à un renversement de ces tendances négatives au deuxième semestre de l'année, alors que la Réserve fédérale américaine et d'autres grandes banques centrales auront contribué à refouler les risques, nous anticipons qu'un affaiblissement du dollar américain, une hausse des prix des produits de base (notamment le pétrole, l'or et le cuivre) et un rendement supérieur du marché boursier pourraient survenir dans la seconde moitié de 2019.

Les actions semblent maintenant bon marché par rapport aux obligations. Bien qu'il soit peut-être trop tôt pour se tourner uniquement vers le marché boursier, les niveaux actuels des actions les rendent intéressantes, justifiant, selon nous, la remontée des derniers jours : du bas de 2 350 atteint le 24 décembre, l'indice du S&P se négociait aujourd'hui le 4 janvier 2019 à 2535; un gain de près de 8%. Les titres de qualité supérieure devraient donc être sur la liste de souhaits des investisseurs. En outre, les écarts de taux des obligations corporatives, qui se sont resserrés durant une grande partie de l'année jusqu'à récemment, devraient continuer de s'élargir au moins jusqu'à ce que s'améliorent les perspectives financières et économiques. Par conséquent, nous privilégions le maintien d'une sous-pondération de ces actifs, comme nous le recommandons depuis [novembre](#).

Produits de base

Conformément aux points de vue exprimés ci-dessus, nous nous attendons à ce que les prix des produits de base en pâtissent au premier trimestre de 2019 pour ensuite reprendre de leur élan. Dans le secteur pétrolier, les prix du WTI, qui ont été supérieurs à 60 \$ US pendant une bonne partie de l'année, ont fortement chuté depuis novembre. Toutefois, ceux-ci devraient se redresser assez rapidement en 2019. Le prix du baril de pétrole WTI s'établissait légèrement au-dessus de 45 \$ US au 28 décembre (au moment de la publication de la version anglaise de cette

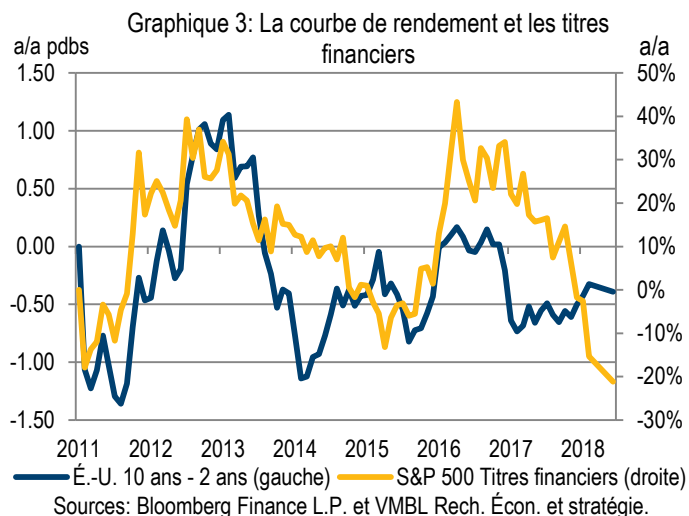
publication) mais avait gagné 3 \$ US pour atteindre 48 \$ US le 4 janvier. Nous demeurons d'avis que le WTI atteindra 67 \$ US d'ici la fin de 2019. Nos perspectives favorables à l'égard du pétrole pour 2019 sont fondées sur la récente décision de la Russie et de l'OPEP de prolonger l'accord visant à réduire la production pour éliminer rapidement les stocks excédentaires. La situation devrait ainsi favoriser la hausse des prix du pétrole en début d'année. Cette augmentation devrait quant à elle contribuer au rendement supérieur des actions canadiennes et du dollar canadien dans la seconde moitié de 2019, le baril de pétrole Western Canadian Select profitant de la hausse des prix du WTI et d'un resserrement de l'escompte WTI-WCS.

Pour ce qui est des prix de l'or, nous sommes ambivalents. L'incertitude géopolitique pourrait pousser les investisseurs vers l'or dans la première moitié de l'année. De plus, un ralentissement du resserrement de la politique monétaire par la Réserve fédérale américaine devrait normalement permettre une hausse des attentes inflationnistes, favorisant ainsi le prix de l'or. Toutefois, l'absence de pressions inflationnistes structurelles et la hausse du dollar américain ne devraient pas favoriser l'or jusqu'à l'essoufflement des attentes d'un ralentissement vers la fin de l'année. Ainsi, dans la seconde moitié de 2019, un regain de la confiance des investisseurs et de l'optimisme à l'égard des marchés émergents pourrait faire en sorte que le dollar américain cède une partie de ses gains et favoriser enfin le prix de l'or si les banques centrales, comme nous le prévoyons, ne deviennent pas trop préoccupées par l'inflation.

Après trois mauvaises années d'affilée, les titres des producteurs d'engrais se sont quelque peu redressés en 2018 en raison d'une forte demande. Mais ils ont récemment fléchi. Les perspectives devraient rester incertaines dans la première moitié de l'année, jusqu'à ce que l'économie mondiale reprenne de la vigueur.

Bien que nous recommandions sans cesse aux investisseurs de faire preuve de prudence à l'égard de ce secteur dans un contexte de hausse de taux, les Fiducies de placement Immobilières (FPI; REITS, en anglais) procurent une excellente protection contre les risques d'inflation et leurs taux de rendement devraient demeurer supérieurs à ceux des obligations gouvernementales à long terme. Nous recommandons donc toujours de profiter des baisses des cours des FPI qui pourraient survenir pour établir des positions dans ce secteur, dans le cadre d'une stratégie de diversification. L'été 2017 et le mois de février dernier ont fourni d'excellentes occasions de le faire. La situation pourrait se présenter encore cette année si ce n'est pas déjà le cas.

Les secteurs de la finance aux États-Unis et au Canada étaient parmi nos recommandations de surpondération les plus fortes l'année dernière. Leurs valorisations relatives semblaient intéressantes et la croissance prévue des bénéfices pour 2018 était élevée par rapport aux autres secteurs. Par conséquent, les actions du secteur de la finance se sont démarquées au début de 2018 dans un contexte d'accentuation de la courbe des taux. Or, au deuxième semestre, l'aplatissement de la courbe des taux et les préoccupations à l'égard de la santé financière des entreprises ont nui aux actions financières (voir le graphique 3). Aujourd'hui, les actions se négocient au même niveau que l'année dernière, même si leurs bénéfices sont à la hausse en raison des réductions des taux d'imposition des corporations (passés de 35 % à 21 % aux États-Unis) et de meilleures perspectives de profit. Cet aplatissement rend les actions intéressantes actuellement, car nous croyons que la courbe devrait s'accroître durant la deuxième moitié de 2019.



Nous avons prévu que la reprise économique mondiale et la hausse des dépenses en capital technologique profiteraient tant au secteur des technologies de l'information des États-Unis qu'à celui du Canada. Ce fut le cas jusqu'à récemment. Nous sommes d'avis que la récente correction, déclenchée par divers facteurs, crée une occasion pour les investisseurs patients. 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 soins de santé/produits pharmaceutiques aux États-Unis, se démarquent au premier semestre de 2019, mais la tendance devrait s'inverser au deuxième semestre.

Risques associés aux perspectives

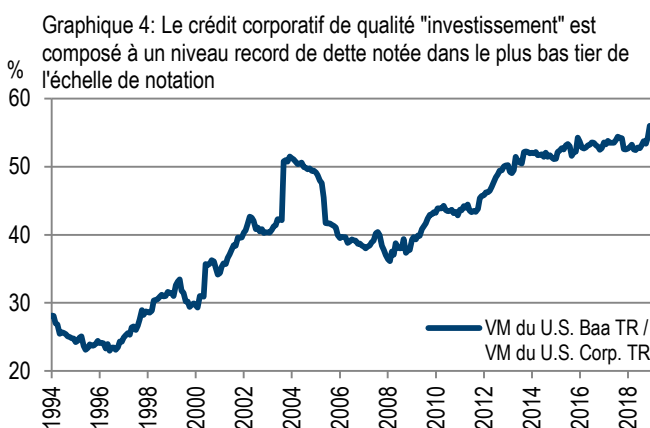
Une chose nous semble claire en ce moment : la volatilité sur les marchés financiers devrait persister au cours de la prochaine année au moins aussi longtemps que l'incertitude entourant l'issue des négociations entre les États-Unis et la Chine subsistera. En outre, la faiblesse record de la volatilité en 2017, mesurée par l'indice CBOE VIX, relevait beaucoup plus de l'anomalie que son revirement soudain en 2018. Enfin, les fluctuations du marché sont plus que jamais déterminées par des facteurs géopolitiques qui demeurent très imprévisibles, surtout puisque le cadre institutionnel mondial (c.-à-d. les règles du jeu) pourrait changer au cours des prochaines années.

Nous prévoyons néanmoins l'approbation de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) par le Congrès américain au cours du deuxième trimestre de 2019 et la fin du bras de fer commercial entre les États-Unis et la Chine au cours de l'été. Ainsi, nous demeurons optimistes. Cependant, il est bon de rappeler que la route qui mène vers la prospérité pourrait être pavée d'obstacles. 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 la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine s'intensifie. À moins que cette dernière ne capitule rapidement (un scénario difficilement envisageable), nous n'entrevoions pas d'issue favorable si cette situation se concrétisait.

Deuxièmement, les obligations corporatives demeurent une source de préoccupation. Dans les marchés développés, la détérioration de la qualité de crédit, en marge du segment des obligations à rendement élevé du marché, pourrait devenir un problème, car la hausse des taux d'intérêt et le calendrier de refinancement élevé débutant en 2019 pourraient nuire à l'accès par les sociétés au capital essentiel à leur croissance. Par exemple, la part des titres de créance notés BBB dans l'ensemble du marché des obligations corporatives aux États-Unis a atteint un niveau

record de 56 % en décembre; une hausse stupéfiante de 3,6 points de pourcentage en seulement six mois (voir le graphique 4). En outre, [Bloomberg News](#) a récemment démontré que plusieurs sociétés notées BBB ont élevé leur ratio d'endettement au-delà du seuil généralement considéré par les agences de notation comme étant un critère correspondant normalement à une obligation à rendement élevé (High Yield). Dans de nombreux cas, cette hausse de l'endettement s'explique par des activités de fusions et acquisitions. Il existe dès lors un risque que la composition actuelle du marché des titres de qualité ne tienne pas compte adéquatement du risque associé à ses composantes.

Dans tous les cas, une crise liée à la relation entre les États-Unis et la Chine ou aux obligations corporatives provoquerait probablement des ruées vers les valeurs refuges et les actifs de qualité, les actifs aux États-Unis et le dollar américain devenant ainsi les seuls abris.



Notes: VM: Valeur marchande, TR: rendement total.

Source: Bloomberg Barclays Indices / Bloomberg Finance L.P.

Luc Vallée | Stratège en chef

514 350-3000 | valleel@vmbi.ca

Dominique Lapointe | Économiste

514 350-2924 | lapointed@vmbi.ca

Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est un employé de Valeurs mobilières Banque Laurentienne (VMBL), une filiale en propriété exclusive de la Banque Laurentienne du Canada. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier si les renseignements qui figurent dans le présent document sont tirés de sources considérées comme étant fiables et que les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements peuvent évoluer de façon soudaine et importante. Par conséquent, ni l'auteur ni VMBL ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui figurent dans le présent document ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à une autre opération en vous fondant sur le présent document. Vous devriez plutôt consulter au préalable votre conseiller en placement, qui peut analyser les facteurs pertinents à un placement ou à une opération proposés. VMBL et l'auteur se dégagent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrevenant à la présente clause. Le présent rapport, y compris l'information, les opinions et les conclusions qui y figurent, en totalité ou en partie, ne peut être distribué, publié, mentionné ou reproduit de quelque manière que soit sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.