

Commentaire sur les marchés

Les rendements ont mordu la poussière

Lesley Marks, CFA, stratège en chef de placement

« Encore un qui mord la poussière
Encore un qui mord la poussière
Et encore un qui s'en va, et encore un qui s'en va
Encore un qui mord la poussière. »
Queen, *Another One Bites the Dust*

L'année 2018 s'est terminée sur une note négative et de nombreux investisseurs étaient soulagés qu'elle prenne fin. Les tensions commerciales, les craintes d'un ralentissement de la croissance mondiale et les inquiétudes géopolitiques ont continué de dicter le rendement des marchés. L'atonie économique et la chute des prix du pétrole ont été défavorables aux rendements des actifs risqués. Les préoccupations inflationnistes ont été résolument reléguées au second plan de sorte que les obligations d'État, qui sont des valeurs refuges, ont inscrit des gains sur fond de baisse des taux d'intérêt.

Les cryptomonnaies ont amorcé une correction continue au début de 2018, dans un contexte où la bulle du Bitcoin se dégonflait. Les uns après les autres, les rendements dans de nombreux autres marchés ont, pour l'essentiel, mordu la poussière. Les craintes d'une guerre commerciale ont déclenché une correction boursière en Chine. Le ralentissement de la croissance en Europe a provoqué une correction des actions sur ce marché. Les prix des produits de base industriels comme le cuivre ont piqué du nez l'été dernier. Les prix du pétrole ont chuté l'automne dernier, entraînant dans leur sillage les actions canadiennes. Pendant la majeure partie de 2018, les actions américaines ont grimpé, mais ont subi un début de correction en octobre. Au cours des derniers mois de l'année de négociation, le marché boursier américain était l'un des grands marchés les moins performants.

États-Unis – Nous allons vous secouer

En décembre, les marchés des États-Unis ont renoué avec la volatilité. Pendant leur pire semaine depuis la Grande Récession de 2008, les actions américaines ont plongé. Après leur veille de Noël la plus désastreuse, elles ont miraculeusement remonté, l'indice Dow Jones ayant inscrit sa plus forte hausse en points jamais enregistrée.

Les marchés sont préoccupés par le ralentissement de la croissance économique aux États-Unis, l'imminence d'une guerre commerciale avec la Chine et le chaos qui règne à Washington.

À sa réunion de décembre, la Réserve fédérale des États-Unis a fait fi des pressions exercées par le président Donald Trump et a relevé son taux directeur d'un quart de point, le portant à son niveau le plus élevé depuis plus de dix ans. Après quatre hausses de taux en 2018, la Réserve fédérale a laissé entendre qu'elle augmenterait les taux deux fois en 2019, soit une fois de moins que ce qu'elle avait prévu. Lorsque Donald Trump a critiqué sur Twitter le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, l'inquiétude s'est emparée de Wall Street : M. Trump allait-il s'en prendre à l'indépendance de la banque centrale?

La trêve précaire conclue entre les États-Unis et la Chine en butte à des conflits tarifaires a également inquiété les investisseurs. Les deux pays disposent d'un délai de trois mois pour parvenir à une entente.

Les investisseurs ont eu des sueurs froides lorsque les taux des obligations d'État à trois ans ont dépassé ceux des titres obligataires à cinq ans. Les obligations de plus long terme offrent habituellement des taux d'intérêt plus élevés. Lorsque l'inverse se produit, comme cela a été le cas à la mi-décembre, on parle d'inversion de la courbe des taux. De nombreux investisseurs perçoivent cette inversion partielle de la courbe des taux comme le signe d'une perte de confiance en l'économie et de l'approche d'une récession.

En décembre, le président Trump a réclamé cinq milliards de dollars pour la construction d'un mur à la frontière sud des États-Unis. Le Congrès a refusé et a suspendu ses travaux pendant la période des Fêtes. Plus de 800 000 fonctionnaires fédéraux sur un effectif de 2,1 millions d'employés ont été touchés par cette troisième paralysie des services gouvernementaux en 2018.

En raison de tous ces facteurs et d'autres encore, trois importants indices américains ont résolument connu une correction, soit une baisse de plus de 10 % par rapport aux sommets atteints récemment. À la fin de décembre, l'indice composé Nasdaq a glissé en territoire baissier (un recul de plus de 20 % par rapport au sommet des 52 semaines précédentes). En raison de cette dégringolade, les actions américaines ont été déclassées par la plupart des titres des grands marchés des pays avancés pendant la dernière partie de l'année.

Par ailleurs, les données fondamentales sur l'économie américaine sont restées fortes. Le Commerce Department a annoncé un taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) de 3,5 % au troisième trimestre. En novembre, le marché du travail américain a également fait preuve d'une fermeté qui ne s'est pas démentie. Le taux de chômage s'est maintenu à 3,7 %, soit son niveau le plus bas depuis 1969, et 155 000 emplois ont été créés. Les investissements du secteur privé et les dépenses des ménages sont aussi en hausse. On observe en ce moment un hiatus entre la morosité des marchés financiers et la vitalité de l'économie, qui incite les dirigeants des banques centrales à relever les taux.

Canada – *Sous pression*

Le gouverneur de la Banque du Canada (BdC), Stephen Poloz, a évoqué la menace que représentent les frictions commerciales entre la Chine et les États-Unis : celui de la stagflation. La stagflation, qui est caractérisée par une faible croissance et une inflation en progression, serait très néfaste pour toutes les catégories d'actif. M. Poloz craint surtout que le président Trump mette à exécution sa menace d'imposer des tarifs douaniers de 25 % à la Chine.

À sa réunion de politique monétaire en décembre, la BdC a maintenu son taux cible de financement à un jour à 1,75 %. Rien n'indique que notre banque centrale a renoncé à son objectif de faire passer le taux directeur dans une fourchette neutre de 2,5 à 3,5 %. La BdC s'attend à ce que les investissements des entreprises se raffermissent une fois que l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) aura été signé et que les incitatifs fiscaux d'Ottawa seront entrés en vigueur.

Le marché n'a pas partagé cet optimisme et s'est plutôt concentré sur les risques pour l'économie canadienne qui émanent des conflits commerciaux et de la baisse abrupte des prix du pétrole. La décision de l'Alberta de réduire sa production de même que les réductions de production annoncées par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) n'ont pas empêché le dérapage des prix du pétrole.

Les taux d'intérêt se sont repliés dans tous les segments de la courbe de taux (des obligations tant à court terme qu'à long terme) en raison de la persistance des préoccupations inflationnistes. Cela a provoqué une remontée des cours obligataires. Le huard a aussi chuté en raison des prévisions voulant que deux hausses de taux seulement, plutôt que trois, aient lieu en 2019. Si la Réserve fédérale des États-Unis donne suite aux indications laissant croire qu'elle sera peut-être plus modérée à l'égard des hausses de taux en 2019, le dollar canadien pourrait s'apprécier. Il a clôturé 2018 à son niveau le plus bas de l'année.

Après que les autorités canadiennes ont appréhendé la chef des finances de Huawei, Meng Wanzhou, acquiesçant à la demande d'extradition des États-Unis, le Canada a été aspiré dans le bras de fer commercial sino-américain. La Chine a riposté en incarcérant trois Canadiens (l'un d'eux a été remis en liberté). Les tensions diplomatiques entre Ottawa et Beijing sont fortes et pourraient s'intensifier sérieusement.

Les actions canadiennes n'ont pas été épargnées par le pessimisme ambiant qui a fait sombrer les marchés boursiers à l'échelle mondiale, et la débandade a touché presque tous les secteurs en décembre. Les titres canadiens n'ont pas succombé à une chute aussi prononcée que celle des actions américaines, mais n'ont pas non plus connu un dynamisme comparable. Par conséquent, les actions canadiennes ont clos 2018 avec des baisses à deux chiffres.

Les décisions futures de notre banque centrale en matière de taux d'intérêt et la crise du secteur pétrolier pourraient nuire aux actions canadiennes. La BdC pourrait se tromper en relevant les taux d'intérêt à une cadence trop rapide par rapport à la capacité d'absorption de l'économie canadienne, qui est en perte de vitesse. Les ventes incessantes ont malmené les prix du pétrole, malgré de récentes nouvelles positives. La faiblesse tenace des prix du pétrole entraînera des révisions à la baisse des bénéfices des sociétés canadiennes. L'évaluation de l'indice composé S&P/TSX, un indice de référence, sera par conséquent moins attrayante que son niveau actuel de 12 fois les estimations de bénéfices pour 2019.

Europe et Royaume-Uni – Je veux me libérer

Plutôt que d'essayer une cuisante défaite au Parlement, la première ministre Theresa May a reporté le vote sur un accord de retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE). Ayant survécu au vote de confiance en son leadership, M^{me} May doit retourner à Bruxelles pour demander des concessions. Il est prévu que la Chambre des communes se prononcera à la mi-janvier sur son accord de retrait largement décrié, alors que le Royaume-Uni se prépare à se retirer de l'UE le 29 mars.

La crise qui ébranle l'Italie s'est poursuivie en raison de ses perspectives économiques défavorables et de sa lourde dette publique. Des données récentes laissent entendre que l'économie italienne est entrée en récession à la fin de 2018, le PIB pour le troisième trimestre ayant cédé 0,1 %, soit la première contraction en quatre ans. Le gouvernement de l'Italie a marqué des points en acceptant de réduire son énorme budget de dépenses et de ne pas alourdir le gigantesque déficit prévu pour l'an prochain.

Le désarroi européen s'est propagé en France, où la cote de confiance du président Emmanuel Macron s'est effondrée à cause de son projet de hausse des taxes sur les carburants. Les Français ont créé un mouvement de contestation citoyenne, appelé les « gilets jaunes », et se sont mobilisés à l'occasion de manifestations antigouvernementales sur les Champs-Élysées. Le président Macron a fait volte-face et a concédé des allègements fiscaux, ce qui risque de mettre la France en position de quasi-violation des règles budgétaires de l'UE.

La Banque centrale européenne (BCE) a fait montre d'une prudence grandissante en prenant la décision de mettre fin à sa politique d'assouplissement quantitatif (un programme d'achat d'obligations visant le plafonnement des taux d'intérêt) à la fin de l'année. La BCE entrevoit des risques pour la croissance mondiale et les économies européennes. Elle a également déclaré qu'elle retarderait les augmentations de taux au moins jusqu'à l'été 2019.

Les actions britanniques et européennes ont poursuivi leur glissade, alors que la probabilité d'une rupture radicale (le retrait du Royaume-Uni sans accord négocié) semble plus élevée, que les difficultés budgétaires de l'Italie subsistent et que les manifestations se multiplient à Paris. L'euro et la livre

sterling se sont tous deux dépréciés, mais se sont stabilisés tandis que le billet vert commençait à perdre de sa vigueur persistante.

Chine – Le spectacle doit continuer

La guerre commerciale sans précédent qui oppose la Chine aux États-Unis est presque devenue synonyme de ralentissement de l'économie chinoise. Les investisseurs ont subi de graves revers après que la Bourse de Shanghai a terminé l'année 2018 en tête du palmarès mondial des perdants en raison de son recul de près de 25 %. Le marché boursier de Hong Kong a été un peu plus épargné, mais a clos 2018 en territoire nettement négatif. Les actions chinoises ont néanmoins subi des pertes beaucoup moins fortes que celles qu'ont encaissées les titres d'autres grands marchés mondiaux au cours des dernières semaines de l'année. Les ratios cours-bénéfice des actions chinoises se sont contractés de presque 30 % en 2018, rendant les évaluations de ces dernières relativement attrayantes par rapport à celles des titres d'autres marchés.

Les données officielles sur le PIB ont avoisiné 6,5 %, dévoilant ainsi un ralentissement de la croissance par rapport à 2017. Les tendances sous-jacentes ont cependant laissé poindre un certain essoufflement. Par exemple, la diminution de la production d'électricité (un indicateur de l'activité dans l'industrie lourde) reflète l'avachissement des plaques tournantes du secteur de la fabrication. Les exportations chinoises sont temporairement stimulées par la course à la montre des entreprises américaines, qui s'approvisionnent en produits avant la hausse possible de 25 % des tarifs douaniers en janvier. Or, la frénésie actuelle aura vraisemblablement pour effet de réduire les commandes futures.

La Chine veut manifestement atténuer les tensions liées aux tarifs douaniers et déploie des efforts pour désamorcer les conflits. Au sommet du G20, en novembre, la Chine a négocié un délai de grâce de 90 jours avec les États-Unis. La deuxième économie en importance de la planète a par la suite acheté de grandes quantités de fèves soya pour démontrer sa volonté de réduire le déséquilibre commercial. En décembre, Beijing a également annoncé des mesures visant à protéger les sociétés étrangères implantées en Chine contre le vol de propriété intellectuelle, qui représentait une pierre d'achoppement pour Donald Trump.

Japon – C'est une vie difficile

À la fin de l'année, la Banque du Japon (BdJ) a maintenu sa politique monétaire accommodante de sorte que les taux d'intérêt japonais à court terme sont restés légèrement négatifs. Aux prises avec le ralentissement de la croissance mondiale, le fléchissement des prix du pétrole et les tensions commerciales sino-américaines, la BdJ a lancé une mise en garde, se disant ouverte à renforcer ses mesures de relance budgétaire. Celles-ci seront nécessaires pour que la croissance économique modérée du Japon ne se tarisse pas lorsque la taxe de vente sera augmentée en octobre.

En 2018, l'économie japonaise a connu une croissance modeste dans un contexte où le taux de chômage s'approchait de son creux record, le déficit budgétaire était faible et le taux d'activité était élevé. Bien que l'activité économique ait repris de son allant, l'inflation est restée sous la cible de 2 % de la BdJ.

La confiance des entreprises n'a pas été entamée par l'éventualité d'un ralentissement de la croissance mondiale. Selon les résultats d'un sondage auprès des entreprises, la plupart des sociétés nippones estiment que la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis aura peu d'incidence sur la croissance. Les participants au sondage s'attendent encore à ce que l'accroissement des dépenses en immobilisations dépasse 10 % l'an prochain. Leur optimisme ne s'est pas répercuté sur les cours des actions japonaises, qui ont subi une correction de 10 % en décembre.

Notre stratégie

Nous continuons de nous concentrer sur les caractéristiques fondamentales des marchés. Malgré la correction du marché, un grand nombre des facteurs qui militent, selon nous, en faveur de la surpondération des actions sont toujours présents. Aux États-Unis, les perspectives de croissance des bénéficiaires sont très favorables, la création d'emplois est solide et l'inflation se situe dans une fourchette acceptable. Nous ne nous attendons pas à ce qu'un ralentissement de la croissance en 2019 mène à une récession au Canada ou aux États-Unis. Comme ces marchés tiennent maintenant compte d'une forte dose de pessimisme, des occasions de tirer parti d'évaluations avantageuses ne manqueront pas de se présenter.

Le mot de la fin

Il y a eu très peu de refuges pour les investisseurs en 2018. Au début de l'année, les marchés mondiaux ont accueilli avec enthousiasme la poussée d'adrénaline provoquée par les réductions d'impôt accordées dans le cadre de la réforme fiscale américaine. Ils ont terminé 2018 avec une vilaine gueule de bois attribuable aux perturbations économiques mondiales, à la crise inachevée du Brexit et à la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. L'incertitude reste grande, mais nous nous attendons à ce que nombre de ces problèmes soient résolus. Il est très probable qu'une fois la poussière retombée, le calme reviendra. Pour paraphraser Queen : marchés, nous voici sous pression.

Les renseignements contenus dans la présente publication sont fondés sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprise. Nous les estimons fiables sans toutefois en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans cette publication sont purement ponctuelles et peuvent changer en tout temps. BMO Gestion privée de placements inc. n'est pas responsable des pertes pouvant découler de l'utilisation du présent commentaire ou de son contenu. Les informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments contenus dans le document ne doivent pas être considérés comme une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de produits ou de services qui y sont mentionnés (y compris de marchandises, de titres ou autres instruments financiers), et ces informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments ne doivent pas être considérés comme un conseil en matière de placement ou de fiscalité, ou

comme une recommandation quant à la conclusion d'une quelconque opération, ni comme une assurance ou une garantie en ce qui concerne les résultats d'une quelconque opération.

Vous ne devriez pas agir sur la foi des renseignements de cette publication, ni vous y fier sans avoir obtenu les conseils d'un professionnel compétent.

Les marques de commerce déposées de BMO (le médaillon contenant le M souligné) et de BMO Banque privée, ainsi que la marque de commerce de BMO Gestion de patrimoine appartiennent à la Banque de Montréal, utilisées sous licence. BMO Gestion de patrimoine est le nom de marque du groupe d'exploitation qui comprend la Banque de Montréal et certaines de ses filiales qui offrent des produits et des services de gestion de patrimoine. BMO Banque privée fait partie de BMO Gestion de patrimoine et est un nom sous lequel la Banque de Montréal offre ses services bancaires. Les services de gestion de placements sont offerts par BMO Gestion privée de placements inc., une filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque de Montréal, et les services de planification et de garde de valeurs ainsi que les services successoraux et fiduciaires sont offerts par la Société de fiducie BMO, une filiale en propriété exclusive de la Banque de Montréal.