

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Jusqu'à maintenant, 2017 se passe bien pour les investisseurs

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



Les grandes classes d'actifs affichent une performance robuste depuis le commencement de 2017. Les Bourses étrangères ont particulièrement bien fait, profitant, entre autres, d'un affaiblissement du billet vert. La forte progression des profits est aussi encourageante pour les perspectives boursières. La Bourse canadienne a sous-performé au cours des derniers mois, mais un certain rattrapage paraît maintenant probable. Le marché obligataire a encore impressionné par sa résilience en première moitié de 2017, mais les prochains mois pourraient être plus difficiles pour cette classe d'actifs.

Les rendements demeurent au rendez-vous

Les premiers mois de 2017 ont été particulièrement mouvementés au niveau politique alors que les conséquences de l'élection de Donald Trump continuent de se faire sentir dans plusieurs domaines. Les nombreuses élections en Europe ont aussi retenu l'attention. Si la victoire d'Emmanuel Macron en France a été très bien accueillie par les investisseurs, l'affaiblissement récent du gouvernement britannique risque de compliquer encore plus les négociations à venir sur le *Brexit*. Les tensions géopolitiques ont aussi augmenté, particulièrement au Moyen-Orient et en Corée.

Malgré tout cela, plusieurs classes d'actifs affichent une très bonne performance alors que la mi-année approche à grands pas (graphique 1). En particulier, les Bourses d'outre-mer ont bondi

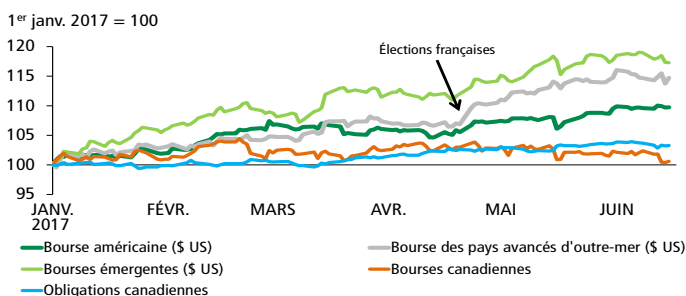
alors que l'indice MSCI EAFE a rapporté un rendement total de près de 15 % depuis le commencement de 2017. La Bourse américaine a aussi continué de faire mentir les pessimistes. Il faut dire que la bonne performance de l'économie mondiale, alors que l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) prévoit la plus forte progression du PIB mondial en six ans pour 2017, se traduit par une forte progression des profits des entreprises. Dans ce contexte et alors que la Réserve fédérale (Fed) poursuit son resserrement monétaire, la bonne performance du marché obligataire est plus difficile à expliquer.

Une excellente première moitié d'année pour les Bourses étrangères

Nous ne sommes pas surpris de constater que les Bourses continuent de progresser en 2017, quoique l'ampleur des gains des indices étrangers dépasse nos attentes. Contrairement à plusieurs analystes qui jugent depuis plusieurs trimestres que les Bourses, particulièrement aux États-Unis, sont devenues beaucoup trop chères, nous jugions en septembre dernier que les perspectives demeuraient relativement favorables pour cette classe d'actifs¹.

Notre optimisme concernant les perspectives boursières s'appuyait surtout sur deux arguments. En premier lieu, les perspectives pour les profits étaient bonnes alors que les effets

GRAPHIQUE 1
Excellente performance pour la plupart des classes d'actifs



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

¹ *Un certain optimisme semble toujours approprié en ce qui concerne les Bourses nord-américaines*, Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, 26 septembre 2016, 5 p.

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

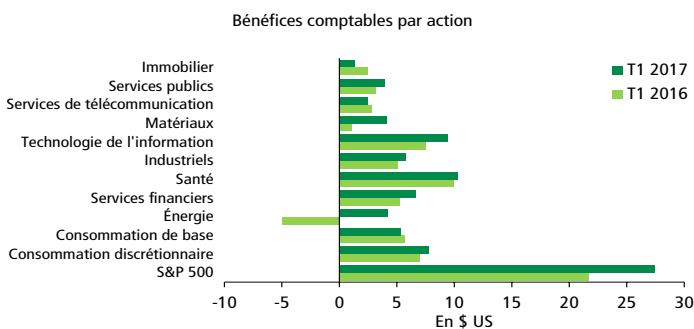
NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

très négatifs du choc pétrolier commençaient à s'estomper. En deuxième lieu, les taux obligataires très bas et leurs perspectives limitées de hausse justifiaient le maintien de ratios cours/bénéfice relativement élevés.

Les mouvements de la Bourse américaine depuis l'automne dernier ont été fortement influencés par l'élection de Donald Trump et par les difficultés de son administration. Au-delà des questions politiques, il faut surtout noter la performance spectaculaire des entreprises composant le S&P 500 au cours du premier trimestre de 2017. Alors que plus de 98 % des entreprises ont publié leurs résultats, les profits comptables et les bénéfices d'exploitation affichent des hausses respectives de 26 % et de 20 % par rapport au premier trimestre de 2016.

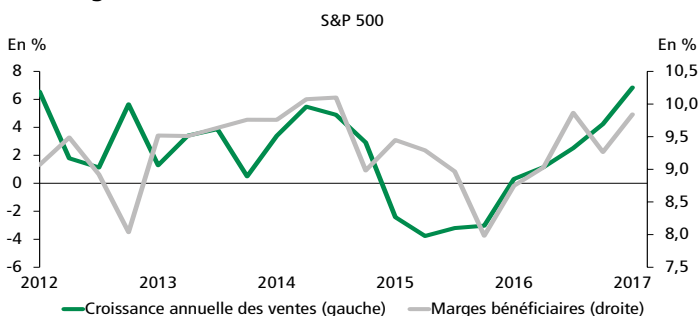
Cette performance remarquable s'explique en partie par un retour à la rentabilité du secteur de l'énergie alors que le bénéfice comptable dans ce secteur est passé d'une perte de 4,98 \$ US par action à un surplus de 4,25 \$ US entre l'hiver 2016 et l'hiver 2017 (graphique 2). Les autres secteurs affichent toutefois aussi d'excellents résultats alors qu'une moyenne simple des bénéfices des autres secteurs affiche une hausse de 14 % grâce, entre autres, à des bonds de plus de 25 % dans les secteurs des matériaux, de la finance et des technologies

GRAPHIQUE 2 Une poussée spectaculaire et assez généralisée des profits du S&P 500 au cours de la dernière année



Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 3 Le rebond des profits reflète une forte remontée des ventes et des marges bénéficiaires

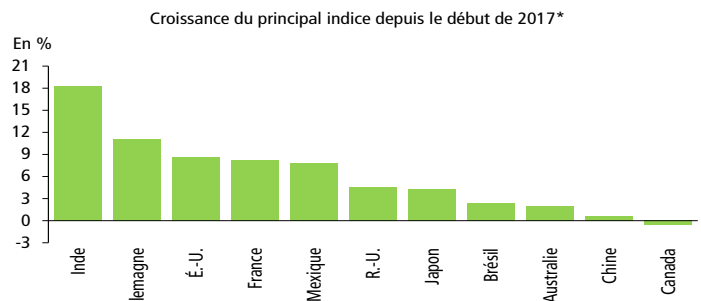


Sources : Standard & Poor's, Datastream et Desjardins, Études économiques

de l'information. La forte augmentation des bénéfices au cours de la dernière année s'est appuyée sur une hausse de près de 7 % des ventes et sur une remontée des marges bénéficiaires (graphique 3). Le maintien de taux d'intérêt très bas et la croissance limitée des salaires malgré la faiblesse du taux de chômage ont certainement favorisé cette expansion des marges.

Du côté international, on note que la plupart des Bourses des pays avancés affichent une croissance assez similaire à celle du S&P 500 en devise locale (graphique 4). La surperformance de l'indice MSCI EAFE, un indice exprimé en dollars américains, provient ainsi surtout du recul du dollar américain au cours des derniers mois. Le yen et l'euro ont particulièrement bien fait avec une appréciation de plus de 5 % par rapport au billet vert. Une diminution des inquiétudes en Europe à la suite du premier tour des élections françaises a aussi contribué à l'excellente performance des Bourses d'outre-mer. Plusieurs Bourses de pays émergents ont aussi profité d'une forte appréciation de leur devise pour afficher un excellent rendement en dollars américains. C'est notamment le cas au Mexique.

GRAPHIQUE 4 Plusieurs Bourses affichent de fortes croissances depuis le commencement de l'année



* Au 15 juin 2017.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

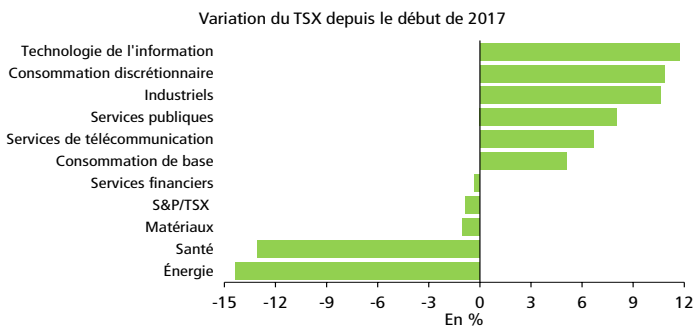
Après un premier semestre remarquable, il faut s'attendre à des gains plus limités des Bourses étrangères d'ici la fin de 2017 alors que nous anticipons un rebond du dollar américain. Il y a toutefois peu de raisons de prévoir une baisse durable des Bourses tant que des signes clairs d'une fin du cycle d'expansion ne deviendront pas apparents.

La Bourse canadienne tire de la patte

Si la plupart des classes d'actifs ont dépassé nos attentes depuis le commencement de l'année, la performance de la Bourse canadienne a été beaucoup moins spectaculaire. Au milieu du mois de juin, l'indice S&P/TSX n'affichait ainsi qu'un rendement total de 0,4 %. Si ce résultat est bien inférieur à celui de la plupart des autres indices, il faut se rappeler le gain spectaculaire de 21 % de cet indice l'an dernier.

En regardant de plus près, il apparaît que les difficultés de la Bourse canadienne s'expliquent essentiellement par le recul des importants secteurs liés aux matières premières, en particulier l'énergie, et à celui des services financiers (graphique 5). La plupart des autres secteurs affichent des gains importants, à l'exception du petit secteur de la santé dont les difficultés se poursuivent, mais sans impact notable sur l'indice total.

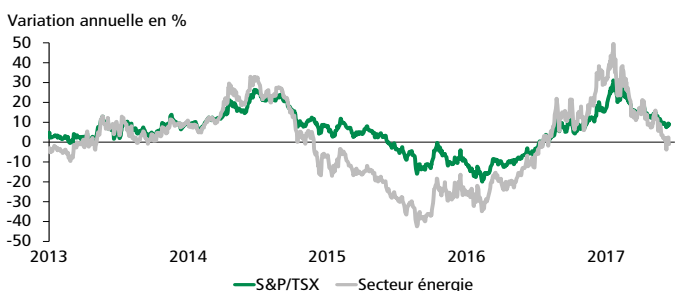
GRAPHIQUE 5
L'énergie explique en bonne partie les difficultés du TSX



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Du côté de l'énergie, il faut se rappeler que l'année 2016 a été marquée par un rebond spectaculaire des titres dans ce secteur alors que la chute des prix du pétrole a fait place à une remontée à partir du printemps (graphique 6). La composante énergie du S&P/TSX a ainsi bondi de 31 % l'an dernier, ce qui a contribué à l'excellente performance de cet indice. Depuis le début de 2017, nous assistons au contrecoup de cette poussée alors que des prises de profits et certaines inquiétudes concernant l'évolution future des prix du pétrole ont fait reculer cette composante d'environ 15 %. Notons que ce ressac ne touche pas que les compagnies canadiennes; la composante énergie du S&P 500 affiche un recul similaire depuis le commencement de 2017. Étant donné le poids beaucoup plus grand de cette composante dans l'indice canadien, soit environ 20 % pour le S&P/TSX contre

GRAPHIQUE 6
La grande volatilité du secteur de l'énergie à un impact déterminant sur la performance de la Bourses canadienne

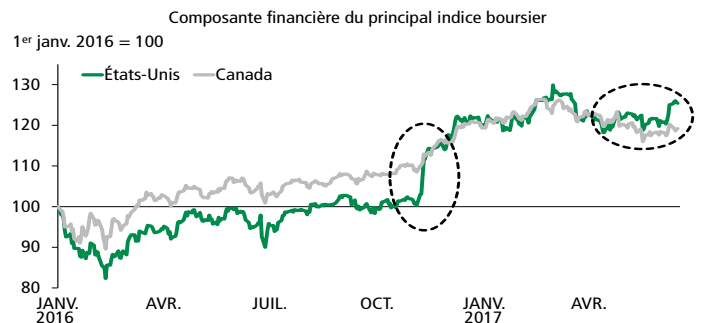


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

6 % pour le S&P 500, les difficultés de ce secteur représentent toutefois un frein beaucoup plus important pour la Bourse canadienne.

Le recul du secteur financier représente une situation similaire. Une poussée d'optimisme à la fin de 2016 a fait bondir ce secteur en Amérique du Nord, mais les derniers mois ont été plus difficiles alors que les difficultés de l'administration Trump font craindre que les réformes et la déréglementation promises ne se réalisent pas. Le retour d'une tendance baissière sur les taux obligataires a aussi désavantagé le secteur financier. Après un bon début d'année, le secteur financier du S&P 500 est ainsi redescendu au début de juin très près de son niveau de la fin de 2016. La performance du secteur financier canadien est encore pire avec un recul d'environ 3 % (graphique 7). Il faut dire que les difficultés de Home Capital et de nouveaux signes d'excès sur le marché immobilier, qui ont amené Moody's à abaisser la cote de crédit de plusieurs banques, ont attisé les inquiétudes concernant le secteur financier canadien.

GRAPHIQUE 7
L'élection de Donald Trump et le retour de craintes sur le Canada ont amené une sous-performance du secteur financier canadien



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Alors que les problèmes de Home Capital ne semblent pas vouloir s'étendre et que les cours pétroliers pourraient remonter aux environs de 55 \$ US à la fin de 2017, nous anticipons que la Bourse canadienne rattrapera une partie de son retard au cours des prochains mois et qu'elle affichera un rendement total d'environ 6,5 % pour l'ensemble de l'année.

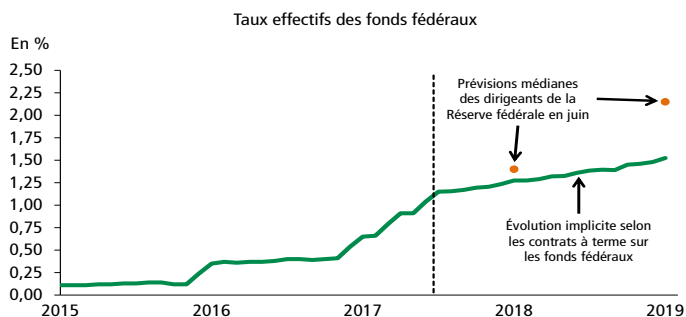
Une seconde moitié d'année plus difficile pour le marché obligataire

Si l'évolution des Bourses est assez conforme dans l'ensemble à notre vision positive à moyen terme pour cette classe d'actifs, le gain de plus de 3 % du marché obligataire canadien est surprenant, surtout dans un contexte où la Fed a accéléré le rythme de son resserrement monétaire en haussant ses taux directeurs pour un troisième trimestre consécutif en juin. L'ensemble des titres obligataires canadiens a profité d'une tendance baissière des taux, mais les titres provinciaux se sont démarqués avec un rendement de 4,5 %.

La tendance baissière des taux obligataires nord-américains depuis le commencement de 2017 semble s'être appuyée sur les difficultés de l'administration Trump à mettre en place des baisses d'impôts qui auraient pu stimuler fortement l'inflation. Les anticipations d'inflation ont ainsi reculé, exerçant des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt. Un certain ressac peut aussi se comprendre après la forte hausse des derniers mois de 2016.

Le maintien de taux obligataires de dix ans près de 2 % est toutefois incompatible avec la poursuite du resserrement monétaire aux États-Unis. Si la Fed continuait de remonter ses taux directeurs de 0,25 % par trimestre, son taux directeur pourrait dépasser le niveau actuel du taux de dix ans dans à peine un an. Le marché obligataire semble plutôt miser sur le fait que la Fed ne montera presque plus ses taux au cours du cycle actuel (graphique 8). Si, comme nous le pensons, la Fed continue de remonter graduellement ses taux directeurs au cours des prochains trimestres, les taux obligataires devraient bientôt reprendre une tendance haussière qui limitera le rendement des marchés obligataires. Le marché obligataire canadien paraît particulièrement vulnérable alors que nous prévoyons maintenant que la Banque du Canada amorcera son resserrement monétaire en octobre 2017.

GRAPHIQUE 8
Les marchés n'anticipent presque plus de resserrement monétaire aux États-Unis



Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Mathieu D'Anjou, CFA, économiste principal