

## Au revoir ALENA, bienvenue AEUMC!

Par Sébastien Mc Mahon, M. Sc. écon., PRM, CFA

Économiste

Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

Une guerre commerciale a été évitée in extremis en Amérique du Nord, avec le règlement à minuit moins une de la renégociation de l'ALENA. La nouvelle entente, une fois officiellement approuvée par les trois gouvernements (probablement d'ici la fin de l'année), remplacera l'entente actuelle en vigueur depuis 1994 et portera le nom de AEUMC (Accord États-Unis, Mexique et Canada).

Depuis l'annonce le 31 août d'une entente bilatérale entre le Mexique et les États-Unis, le Canada se retrouvait dans une course contre la montre pour s'insérer, à son tour, dans ce qui remplacerait le plus important traité commercial de la planète. La loi américaine prévoit qu'un texte complet détaillant une entente négociée doit être déposé auprès du Congrès américain au plus tard un mois après l'annonce de l'entente, et qu'aucune modification au texte n'est possible passé la date limite. Cela laissait donc au Canada jusqu'au 30 septembre, à minuit, pour arriver à une entente avec ses principaux partenaires commerciaux.

Malgré les perceptions, la pression ne reposait pas uniquement sur les épaules de la délégation canadienne. Plusieurs membres du Congrès américain, y compris des membres républicains, avaient déjà annoncé qu'ils ne voteraient pas favorablement à l'égard de toute entente bilatérale, mettant le président Trump à risque de subir une nouvelle défaite politique aux mains du Congrès (l'échec de la réforme de l'Obamacare demeure assurément frais en sa mémoire!).

Tout cela a culminé dans un blitz de négociations en fin de mois et mené à une entente dimanche soir, le 30 septembre, peu avant minuit.

Les détails de l'entente sont déclinés dans la section canadienne de ce texte, mais quelques grands constats peuvent en être tirés.

Premièrement, malgré ses stratégies cavalières, le président Trump semble être ouvert à de véritables ententes commerciales qui bénéficieraient à toutes les parties. La réaction positive des marchés à la suite de l'entente signale effectivement que les investisseurs sont plus optimistes quant aux perspectives d'une éventuelle guerre commerciale généralisée.

Deuxièmement, avec le retrait de cette incertitude et la bonne performance de l'économie canadienne, nous nous attendons maintenant à ce que la Banque du



Graphique 1

## Les devises des marchés émergents en fort recul

*Indice MSCI des devises des pays émergents*



Canada accélère le pas et procède à deux hausses de son taux directeur d'ici la fin de l'année (octobre et décembre), suivies de trois à quatre hausses en 2019.

Finalement, le signal sera probablement donné pour une bonne performance des actifs canadiens d'ici la fin de l'année.

## Monde : Doit-on s'inquiéter pour les pays émergents?

Le troisième trimestre de l'année a été marqué par une série de surprises négatives dans les pays émergents.

Nous avons tout d'abord vu la lire turque, devise de la Turquie, s'écrouler par près de 40 % en août, alors qu'elle a subi une attaque concertée des investisseurs qui ont perdu confiance envers l'indépendance de la Banque centrale de ce pays devant le président Erdoğan. La Turquie n'a pas été la seule à voir sa devise attaquée : l'indice MSCI des devises des pays émergents affiche un recul de plus de 5,0 % pour 2018, et de plus de 8,0 % depuis son sommet atteint en avril (graphique 1).

Listons, par exemple, les situations en Argentine (fardeau insoutenable de la dette gouvernementale, nécessitant un emprunt d'urgence auprès du Fonds monétaire international) et au Venezuela (profonde récession et hyperinflation en raison de la chute du prix du pétrole depuis 2014), sans oublier l'Afrique du Sud, qui vient tout juste d'entrer à son tour en récession. Il ne faut pas oublier non plus l'Indonésie, où le recul de la devise a forcé le gouvernement à retarder d'importants projets d'infrastructure publique en raison d'une hausse marquée des coûts de production.

Même si la liste est longue, nous demeurons du camp qui estime qu'une contagion complète au sein de l'ensemble des pays émergents demeure peu probable, même advenant le déclenchement d'une vraie guerre commerciale, tant et aussi longtemps que l'économie chinoise tient bon. Il ne faut pas oublier que les pays émergents commercent beaucoup entre eux et que la Chine est de loin le plus important partenaire de plusieurs pays émergents.

Cela nous mène à regarder de plus près les fondamentaux économiques de la Chine, et nous devons dire que pour le moment, il n'y a pas lieu de s'inquiéter. Même si elle est quotidiennement attaquée par l'administration Trump, et que le spectre d'un conflit commercial plane au-dessus d'elle, l'économie chinoise continue d'afficher un profil de croissance stable et enviable (graphique 2). L'un de nos indicateurs préférés, publié par l'agence Bloomberg, indique que la Chine continue d'afficher un taux de croissance oscillant entre 6,5 et 7,0 %, soit un taux légèrement au-dessus de la cible officielle de l'administration chinoise.

Au 30 septembre 2018

Épargne et retraite collectives

Les données sur le commerce international chinois envoient elles aussi le même signal. La croissance annuelle des exportations demeure vigoureuse, à un taux d'approximativement 10,0 % par année depuis la mi-année 2017, et les importations ont même récemment affiché une accélération vers un rythme annuel de près de 20,0 %, témoignant d'une demande intérieure robuste (graphiques 3 et 4).

On remarque également que la transition du modèle économique chinois, passant progressivement d'une économie dépendante aux exportations de biens transformés (« ancienne économie ») à un modèle basé sur la consommation domestique et les industries à haute teneur technologique (« nouvelle économie »), se déroule très bien (graphique 5). Non seulement on remarque que la nouvelle économie semble désormais avoir pris le relais comme principal moteur de croissance, mais on note également une nouvelle impulsion du côté de « l'ancienne économie », démontrant un bon potentiel pour une croissance généralisée de l'économie chinoise.

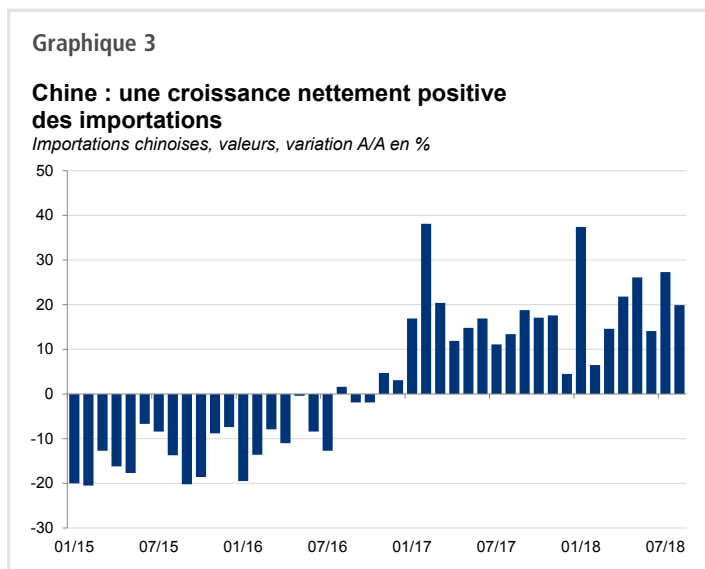
Une raison évidente derrière la résilience de l'économie chinoise est bien évidemment la dépréciation récente du yuan vis-à-vis du dollar américain, mais également par rapport à un panier étendu de devises (graphique 6). Ce recul, orchestré en bonne partie par la Banque centrale chinoise en réaction aux menaces commerciales de la part du président Trump, semble avoir atteint la cible et apporté un élément stabilisateur à la Chine en période d'incertitude. La récente stabilisation est finalement venue calmer les marchés, suggérant que la Chine ne cherchera pas à entrer en riposte dans une guerre de devises.

Bref, ainsi va la Chine, ainsi vont les pays émergents. Rien ne garantit qu'un éventuel conflit commercial entre les deux premières économies de la planète ne viendra pas créer d'effets domino au sein des pays émergents. Contrairement à ce que laisse entendre le compte Twitter du président Trump, toutefois, le recul du marché boursier chinois depuis le début de 2018 n'indique aucunement que les menaces américaines infligent déjà quelque dommage à l'économie chinoise.

## Europe : en légère amélioration

Les choses s'améliorent lentement, mais sûrement en Europe. L'indice européen de surprises économiques est revenu en territoire neutre au troisième trimestre, après avoir touché son plus bas niveau depuis 2011 au second trimestre.

Comme nous l'avons mentionné maintes fois au cours des derniers trimestres, l'économie européenne a connu un parcours long et périlleux après la crise financière, mais la voie semble maintenant tracée pour un retour à une croissance soutenable.



**Tableau 1**  
Rendements du marché obligataire canadien au 30 septembre 2018

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	(1,0)	(0,4)
Indice d'obligations à court terme FTSE TMX Canada	0,0	0,5
Indice d'obligations à moyen terme FTSE TMX Canada	(0,8)	(0,5)
Indice d'obligations à long terme FTSE TMX Canada	(2,4)	(1,5)
FTSE TMX Canada Fédéral	(0,8)	(0,2)
FTSE TMX Canada Provinces	(1,5)	(1,0)
FTSE TMX Canada Municipalités	(1,3)	(0,7)
FTSE TMX Canada Sociétés	(0,5)	0,2

L'indicateur le plus parlant à cet effet est probablement la confiance des ménages et celle des entreprises, toutes deux à des sommets de plus de dix ans malgré le ralentissement des données économiques en 2018.

Les consommateurs bénéficient d'un marché du travail en bonne santé, avec un taux de chômage de retour aux niveaux d'avant la récession au sein des 28 plus grandes économies de l'Union européenne. Les entreprises, pourtant exposées au risque d'un conflit commercial avec les États-Unis, continuent d'afficher un niveau élevé d'optimisme qui avoisine les sommets historiques.

La combinaison de cet optimisme généralisé et d'une politique monétaire qui demeure très accommodante fait en sorte que le cycle de crédit, moteur vital du cycle économique, continue de s'accélérer (graphique 7).

Dans ce contexte, nous ne sommes pas surpris de voir la Banque centrale européenne (BCE) maintenir un ton positif, quoique prudent. Rappelons d'ailleurs que la BCE a annoncé ses couleurs plus tôt cette année en écrivant noir sur blanc dans un de ses communiqués de presse qu'elle ne procéderait à aucune hausse de son taux directeur d'ici au moins l'été 2019, mais qu'elle achèverait d'ici la fin de 2018 le processus de réduction de son programme d'assouplissement quantitatif. La voie demeurerait tracée pour la fin des achats mensuels de titres obligataires sur le marché en décembre 2018, et il faudrait une surprise négative majeure pour changer les plans de la BCE.

Même si ses intentions en termes de politique ont déjà été annoncées, la BCE continue d'influencer les marchés par le ton de ses communications et ses pronostics économiques. Lors du point de presse suivant la décision de conserver le statu quo en septembre, le président de la BCE, Mario Draghi, a réitéré que la balance des risques pour la zone euro demeurerait équilibrée, mais que la demande extérieure pourrait ralentir au cours des prochaines années si un conflit commercial avec les États-Unis prenait réellement forme. Les risques inhérents aux pays émergents ont eux aussi été mentionnés, menant la BCE à réviser légèrement à la baisse ses attentes pour la croissance économique en 2018 et en 2019, à 2,0 % et à 1,7 % respectivement.

Bref, même si l'économie américaine, forte de sa récente réforme fiscale, risque de surperformer l'économie européenne au chapitre de la croissance en 2018, notre optimisme envers les perspectives du Vieux Continent n'est aucunement ébranlé par le ralentissement récent.

## États-Unis : officiellement le plus long cycle économique répertorié

C'est officiel, nous sommes actuellement dans le plus long épisode de croissance économique ininterrompue de l'histoire américaine répertorié (c'est-

Au 30 septembre 2018

Épargne et retraite collectives

**Tableau 2**  
Rendements du marché au 30 septembre 2018

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,3	0,9
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	(1,0)	(0,4)
Indice composé S&P/TSX	(0,6)	1,4
S&P 500 (\$ CA)	5,8	14,1
MSCI - EAEO (\$ CA)	(0,4)	1,7
MSCI - Monde (\$ CA)	3,2	8,8
TAUX DE CHANGE (\$ CA / \$ US)	(1,7)	3,2

**Tableau 3**  
Rendements du marché boursier canadien au 30 septembre 2018

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
<b>Performance sectorielle S&amp;P/TSX</b>		
Énergie	(5,8)	(1,2)
Matériaux	(12,9)	(10,8)
Industrie	5,6	12,6
Consommation discrétionnaire	(7,9)	(4,6)
Biens de consommation de base	(0,9)	(3,5)
Santé	31,4	29,9
Finance	3,8	2,2
Technologies de l'information	3,0	25,9
Télécommunications	2,4	(2,9)
Services aux collectivités	(1,5)	(7,6)
Immobilier	3,9	9,3
Indice composé S&P/TSX	(0,6)	1,4

à-dire, depuis la Seconde Guerre mondiale). Ce constat n'est pas si surprenant puisque l'histoire démontre bien que les expansions qui suivent les crises financières ont tendance à être longues et peu vigoureuses. Cela cadre bien avec le cycle actuel, qui a été marqué par un faible appétit pour le risque de la part des consommateurs et des entreprises, créant moins de risques d'excès typiquement à la cause des fins de cycles économiques.

Le mois de septembre 2018 est en effet le 129<sup>e</sup> mois depuis la dernière récession, et tout laisse croire que le cycle actuel pourrait durer pendant encore au moins quelques années, du moins jusqu'en 2020. Nos tableaux de bord indiquent que les facteurs typiquement associés à des périodes de récession affichent toujours des signaux d'expansion.

Premièrement, même si la courbe de rendement américaine continue de s'aplatir, elle demeure bien ancrée en territoire positif. Nous sommes d'ailleurs d'avis que, d'un point de vue purement économique, la courbe 3 mois à 10 ans est celle qui doit être suivie de plus près (et non la courbe 2 ans à 10 ans, qui attire généralement l'attention des investisseurs) et qu'elle demeurera vraisemblablement en territoire positif jusqu'à la deuxième moitié de 2019. Bien qu'il soit vrai qu'on ne voit généralement pas de récession sans inversement

préalable de la courbe de rendement, celle-ci peut tout de même s'inverser jusqu'à quelques années avant le début d'une récession!

Deuxièmement, l'inflation demeure évasive, faisant en sorte que les principales banques centrales commencent à peine le resserrement de leurs politiques monétaires. Les fins typiques de cycles économiques riment habituellement avec des politiques monétaires de plus en plus restrictives, et le fait que le taux directeur de la Réserve fédérale américaine (Fed) vient à peine de dépasser le taux d'inflation de base américain, une première en plus de 10 ans, nous sécurise.

Troisièmement, la vigueur du marché du travail continue de soutenir vivement l'expansion économique. L'économie américaine continue de créer près de 200 000 emplois par mois, et les entreprises indiquent que leur plus grand enjeu est la rareté de la main-d'œuvre. Une statistique parlante à cet effet est qu'il y a pour le moment 11 emplois de disponibles aux États-Unis pour 10 chômeurs, de loin un record depuis que ces données ont commencé à être compilées en 2001 (graphique 8). Bref, un portrait tout sauf « récessionniste »!

La liste d'arguments pourrait être longue : les bénéfices des entreprises affichent une bonne croissance, même en excluant les effets de la réforme fiscale, le marché immobilier ralentit, mais continue d'afficher de la croissance, etc.

Mais puisqu'il faut toujours être prudent, nous sommes conscients du fait qu'un cycle économique peut prendre fin abruptement advenant une erreur de politique économique, ou un choc financier.

Une première possibilité est que la détérioration du déficit budgétaire américain causée par une réforme de la fiscalité qui arriverait au moment où l'économie croîtrait déjà à son plein potentiel (une première dans l'histoire répertoriée!) puisse créer une surchauffe suivie d'un passage à vide d'ici quelques années. Tout stimuli économique financé par l'entremise d'une hausse de la dette n'est en fait qu'un devancement de dépenses futures, ce qui implique éventuellement une croissance plus faible et, incidemment, une plus grande vulnérabilité de l'économie américaine à des chocs externes d'ici quelques années.

La seconde possibilité est une dégradation des relations commerciales entre les États Unis et la Chine, qui mènerait à une poussée de l'inflation et à un ralentissement de la croissance économique au sein des deux plus grandes puissances mondiales. Selon une analyse d'Oxford Economics, l'imposition de tarifs douaniers sur tous les flux commerciaux entre ces deux pays pourrait potentiellement retrancher près de 1 % au PIB américain, plus de 1,2 % au PIB chinois et 0,7 % au PIB mondial d'ici 2020 (graphique 9).

Bref, nous demeurons d'avis que le cycle économique pourrait durer encore plusieurs trimestres, mais il s'impose de demeurer vigilant par rapport à une détérioration possible des indicateurs économiques avancés... et à une mauvaise tournure des relations entre les États-Unis et la Chine.

## Canada : le dossier de l'ALENA enfin réglé!

Après plusieurs mois disons-le assez tumultueux, le processus de renégociation de l'ALENA s'est finalement soldé par un nouvel accord trilatéral, quelques heures seulement avant la date limite du 1<sup>er</sup> octobre.

Les conditions de l'entente ont été dévoilées, et sont somme toute plutôt positives pour l'économie canadienne.

Premièrement, une portion importante (de 40 à 45 %) du contenu des automobiles produites en Amérique du Nord devra provenir de territoires de compétences où le salaire moyen dépasse les 16 \$ américains l'heure, une mesure visant clairement le Mexique et favorisant autant les producteurs canadiens que les producteurs américains, de sorte que moins d'emplois migreront dorénavant vers des usines mexicaines à faible coût.

Toujours sur le thème de l'automobile, le Canada et le Mexique ont tous deux acquiescé à un quota de leurs exportations d'automobiles et de pièces (quelques exceptions s'appliquent, par exemple pour les camions légers) vers les

Au 30 septembre 2018

Épargne et retraite collectives

Tableau 4  
Allocation d'actifs : Fonds Diversifié (040)

	Min.	Neutre	Max.	Pondération actuelle	Surpondération (+)/ Sous-pondération (-)	Variation en cours de trimestre
<b>Marché monétaire</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>25</b>	<b>8,0%</b>	<b>+3,0%</b>	<b>+1,5%</b>
<b>Or (lingot)</b>		<b>0</b>		<b>3,0%</b>	<b>+3,0%</b>	<b>+1,5%</b>
Obligations canadiennes	20	45	70	27,0%	-18,0%	+1,0%
Obligations internationales	0	0	15	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Total – Obligations</b>	<b>20</b>	<b>45</b>	<b>70</b>	<b>27,0%</b>	<b>-18,0%</b>	<b>+1,0%</b>
<b>Actions canadiennes</b>	<b>5</b>	<b>25</b>	<b>45</b>	<b>35,5%</b>	<b>+10,5%</b>	<b>-4,5%</b>
Actions américaines	0	12,5	45	11,0%	-1,5%	+0,5%
Actions internationales	0	12,5	45	13,0%	+0,5%	-1,0%
Marchés émergents	0	0	45	2,5%	+2,5%	+1,0%
<b>Total – Actions étrangères</b>	<b>5</b>	<b>25</b>	<b>45</b>	<b>26,5%</b>	<b>+1,5%</b>	<b>+0,5%</b>
<b>Total – Portefeuille</b>		<b>100</b>		<b>100,0 %</b>		

États-Unis de 2,6 millions d'unités annuellement, sous peine d'imposition de tarifs douaniers par les Américains. Cela laisse donc place à de la croissance, puisque, à l'heure actuelle, le Canada et le Mexique exportent chacun moins de 2 millions de véhicules par année aux États-Unis. Le Canada évite ainsi le scénario catastrophe d'une imposition de tarifs douaniers qui auraient probablement mené l'économie ontarienne en récession en 2019.

Deuxièmement, le mécanisme de gestion des différends (chapitre 19) demeure intact. Cet enjeu était crucial pour la délégation canadienne, qui avait signifié que cela n'était rien de moins que la ligne rouge dans les négociations.

En contrepartie, le Canada donnera aux producteurs laitiers américains un accès à 3,5 % de son marché domestique, une concession similaire à celle déjà faite lors de la négociation du Partenariat transpacifique. On discute déjà d'une compensation financière pour les producteurs laitiers canadiens.

Troisièmement, les tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium demeurent en vigueur et seront abordés ultérieurement. Étant donné son impact limité sur l'économie canadienne, nous estimons que cet enjeu pouvait raisonnablement être exclu des négociations.

Finalement, l'entente sera révisée d'office après 6 ans, et le processus de révision pourra s'étirer sur une période de 10 ans (donnant donc à l'entente une durée de vie potentielle de 16 ans).

Même à travers toute cette incertitude et cette tourmente politique, l'économie canadienne a continué d'afficher un bon profil de croissance au troisième trimestre, et fait même bonne figure, comme l'un des pays où les surprises économiques sont les plus positives au sein des pays développés (graphique 10).

Selon la première sous-gouverneure de la Banque du Canada, Carolyn Wilkins, cette bonne performance économique pousse même la Banque à se demander si elle ne devrait pas accélérer le pas dans son processus de normalisation de sa politique monétaire. Nous anticipons d'ailleurs que la Banque procédera à une nouvelle hausse de son taux directeur à la fin octobre, ce qui serait la troisième hausse en 2018. Étant donné la résolution avantageuse du dossier de l'ALENA, nous anticipons maintenant une quatrième hausse, en décembre.

## Marchés : Doit-on craindre une contagion en provenance des marchés émergents?

L'indice boursier composite des marchés émergents est officiellement entré en marché baissier (ou en *bear market*, selon l'expression anglaise) en septembre, affichant un recul de plus de 20 % depuis son sommet atteint le 26 janvier dernier. La divergence avec le marché boursier américain est d'ailleurs plutôt

stupéfiante depuis le printemps, rappelant du coup un certain épisode marquant il y a 20 ans : la crise asiatique de 1997-98.

Plusieurs raisons expliquent aujourd'hui cette perte marquée d'appétit pour les actifs des marchés émergents.

Il y a bien sûr le spectre d'une guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, qui pourrait créer des vagues au sein des pays émergents, partie intégrante de la chaîne d'approvisionnement mondiale.

À cela s'ajoute le fait que plusieurs pays émergents ont profité de l'environnement de faibles taux d'intérêt et de stabilité relative de leurs devises au cours des dernières années pour emprunter des sommes importantes en devises étrangères, question d'obtenir des sources de financement à meilleur taux. Plusieurs pays se retrouvent donc, en 2018, avec une part importante de leur dette libellée en dollars américains, les exposant à une augmentation de leur ratio d'endettement advenant une dépréciation marquée de leur devise.

L'histoire ne se répète pas nécessairement, mais souvent, elle rime. Il y a donc des parallèles intéressants à faire entre l'environnement économique et financier actuel et celui de 1997-98, alors que la planète vivait la « crise asiatique ».

Rappelons d'abord les faits. Au cours des décennies qui ont précédé cet épisode, des flux massifs de capitaux mondiaux ont été dirigés vers l'Asie, où le rythme rapide d'industrialisation permettait aux investisseurs de retirer des rendements élevés de leurs investissements. Afin de maintenir, et même de mousser, l'intérêt des investisseurs étrangers, plusieurs pays asiatiques ont en cours de route opté pour l'instauration d'un régime de change fixe, c'est-à-dire pour un régime qui faisait en sorte que le cours de leur devise était fixé par rapport au dollar américain. Un tel régime de change favorise la confiance des investisseurs, qui n'ont alors plus besoin de tenir compte de la fluctuation d'une devise dans leur calcul du rendement attendu de leurs investissements.

Tout a commencé à s'écrouler en 1997, alors que ce mouvement massif de capitaux a commencé à créer des bulles financières dans certains pays émergents, d'abord en Thaïlande, qui ont finalement éclaté et fait fuir les capitaux étrangers. L'économie thaïlandaise s'est du coup retrouvée avec une devise surévaluée, et a été forcée de renoncer à son régime de change fixe, accélérant d'office le mouvement de sortie des capitaux et précipitant sa devise, le baht thaïlandais, fortement à la baisse. Il s'ensuivit alors une crise de confiance chez les investisseurs, qui se mirent à spéculer sur le prochain domino à tomber, généralisant ainsi la crise à la grandeur de l'Asie émergente. Le résultat net fut la fin de plusieurs régimes de change fixe et un fort recul des places boursières des pays émergents.

Au 30 septembre 2018

Épargne et retraite collectives

Tableau 5  
Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 30 septembre 2018

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	Gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	2,60 %	+	(1,30) %	=	1,30 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	3,35 %	+	(3,35) %	=	0,00 %
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes	.....>				13,8 %

À la lecture de ces lignes, on réalise bien que le fondement de la situation actuelle est différente. Les pays émergents représentent maintenant près de 60 % de la taille de l'économie mondiale (graphique 11), et près de 75 % de la croissance économique à l'échelle planétaire. Les économies des pays émergents sont de plus en plus en assez bonne posture à l'heure actuelle, rendant la propagation des problèmes isolés, pour le moment, à l'Argentine, au Venezuela, à l'Afrique du Sud et à la Turquie assez peu probable.

Notons par exemple qu'on s'attend à ce que le déficit agrégé au compte courant en pourcentage du PIB des économies émergentes se situe sous 0,5 % en 2019, et ce déficit demeure entièrement financé par des investissements étrangers. Les ratios de la dette aux exportations ne sont pas non plus élevés selon les standards historiques, et les données démontrent que l'accumulation de dettes étrangères dans les pays émergents au cours des dernières années provenait plutôt des entreprises publiques chinoises, qui demeurent bien soutenues par le gouvernement.

Bref, même si nous pouvons imaginer un scénario où plusieurs cas isolés venaient qu'à s'envenimer de façon simultanée et créer une réelle crise des pays émergents, l'histoire suggère que ces problèmes deviennent systémiques lorsque la croissance mondiale fléchit et que les exportations des pays émergents se contractent.

Pour le moment, nous sommes plutôt d'avis que c'est la vigueur du dollar américain, poussé par une combinaison du ton hawkish de la Fed et par le mouvement vers une valeur refuge en période de reculs des tensions commerciales, qui explique la majeure partie du recul des actifs des pays émergents. En fait, les devises des pays émergents ont été les premières à être sous pression, ce qui a poussé à la baisse les marchés boursiers et les marchés obligataires.

Malgré tout cela, une chose n'a absolument pas changé depuis la crise asiatique : la nature humaine. Les causes des mouvements de marchés sont variables dans le temps, mais la réaction des investisseurs y est, de façon surprenante, intemporelle.

Jetons donc un œil au comportement des marchés en 1997-98 afin de se bâtir un guide de ce qui pourrait attendre les marchés au cours des prochains trimestres. Le graphique 12 illustre le comportement de plusieurs indices financiers au cours des années 1997 et 1998 : actions américaines (S&P 500), actions des marchés émergents (MSCI EM), taux directeur américain (Fed funds) ainsi que les taux américains 2 ans (taux 2 ans).

Le premier constat est que malgré le recul des actions des marchés émergents à partir de la mi-année 1997, les actions américaines ont continué leur marche haussière jusqu'à la mi-année 1998. La psychologie des investisseurs à l'époque était que la tempête qui frappait les pays émergents n'atteindrait jamais le grand paquebot qu'est l'économie américaine, et qu'il ne fallait pas s'en inquiéter. Cela a même poussé l'ancien président de la Fed, Alan Greenspan, à avertir (avec raison) que : « Il n'est tout simplement pas crédible que les États-Unis puissent rester une oasis de prospérité insensible à un monde qui connaît un stress considérablement accru. »

L'analyse du graphique 12 illustre, de façon intéressante, que les investisseurs du marché obligataire, quant à eux, avaient commencé à s'inquiéter plus tôt de l'incidence que pourrait avoir cette crise sur l'économie américaine.

Rappelons que la Fed terminait en début 1997 un cycle de resserrement de sa politique monétaire entamé quelques années plus tôt. Les taux 2 ans américains étaient supérieurs au taux directeur par près de 30 points en fin de premier trimestre, avant de commencer à descendre de façon constante en réaction aux nouvelles négatives. Au début de 1998, les taux 2 ans avaient rejoint le taux directeur, puis sont brusquement passés sous ce taux lorsque des signaux clairs ont commencé à suggérer un ralentissement de la demande pour les exportations américaines (comme l'illustre le graphique 13, où l'on remarque une réaction des écarts de taux d'intérêt des obligations à rendement élevé dès lors que l'indice de l'enquête ISM est passé en territoire de contraction).

C'est donc au moment où des signes tangibles de contagion à l'économie américaine se sont fait ressentir que les investisseurs ont commencé à réagir, ce qui a poussé le S&P 500 dans une correction de près de 20 % et les taux 2 ans américains dans une baisse de près de 50 pbs. La Fed, devant le constat d'une contagion qui s'étendait à l'économie américaine, a finalement été poussée à couper son taux directeur, ce qui a ultimement coïncidé avec le creux du marché boursier.

Quelles leçons pouvons-nous retenir de tout cela?

Premièrement, que l'économie américaine n'est jamais complètement à l'abri d'un ralentissement ailleurs dans le monde. Cet énoncé est probablement encore plus vrai aujourd'hui considérant que les pays émergents revêtent une importance économique de beaucoup supérieure à celle d'il y a vingt ans.

Deuxièmement, il faut surveiller les données économiques afin de déceler les signes de contagion. Mais si l'histoire se répète, il demeure trop tôt pour réduire l'exposition aux actions américaines tant que ces signaux n'apparaîtront pas.

Troisièmement, il faut surveiller les communications de la Fed. À l'époque, celle-ci avait procédé à des coupures de son taux directeur. Aujourd'hui, la Fed est plutôt en processus de resserrement de sa politique, rendant des coupures assez peu probables. Nous recommandons plutôt de surveiller les signaux envoyés par la Fed comme quoi elle s'inquiète de la situation économique à l'étranger et qu'elle pourrait ralentir, ou même stopper, la normalisation de sa politique monétaire.

Au troisième trimestre, le marché obligataire canadien, mesuré par l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada, a affiché un recul de 1,0 %. L'indice d'obligations à court terme FTSE TMX Canada a quant à lui affiché un rendement nul de 0,0 %. Finalement, l'indice d'obligations à long terme FTSE TMX Canada a reculé de 2,4 %.

Le marché boursier américain, mesuré par l'indice S&P 500, a offert un rendement total de 7,7 % au troisième trimestre (+ 5,9 % en dollars canadiens). La bourse canadienne a quant à elle encaissé un recul de 0,6 %.

Le marché européen, représenté par l'indice MSCI – Europe, a gagné 0,8 % (- 0,9 % en dollars canadiens), l'indice MSCI – EAEO a avancé de 1,4 % (- 0,4 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI – Monde a progressé de 5,0 %.

Au 30 septembre 2018

Épargne et retraite collectives

Tableau 6  
Scénarios économique et financier

		Scénario économique					Variation depuis le 30 juin 2018	
		2017	2018	2019	2020	2021	2018	2019
États-Unis	PIB réel	2,2%	2,9%	2,5%	1,9%	1,5%	--	-0.1%
	Taux d'inflation	2,1%	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%	-0.1%	--
	Taux de chômage	4,4%	3,9%	3,6%	3,7%	3,8%	--	--
Canada	PIB réel	3,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	--	+0.1%
	Taux d'inflation	1,6%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	+0.1%	--
	Taux de chômage	6,3%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	--	--

		Scénario financier*				Variation depuis le 30 juin 2018	
		Actuel	Cibles				
			déc. 18	juin 19	déc. 19	déc. 18	juin 19
<b>Taux d'intérêt</b>							
	U.S. taux 10 ans	3,06%	3,20%	3,45%	3,70%	+0,20	+0,30
	Canada taux 10 ans	2,43%	2,60%	2,85%	3,10%	+0,30	+0,40
<b>Taux de change</b>							
	\$ US/\$ CA	0,77	0,80	0,82	0,84	+0,02	+0,02
	\$ US/Euro	1,16	1,20	1,23	1,25	--	--
	Pétrole (WTI), \$ US	73,50	75	77	80	+5	+12
	S&P 500	2913	3000	3090	3185	+200	+230
	S&P/TSX	16 075	16800	17600	18060	-400	--

\* fin de période

(+ 3,2 % en dollars canadiens). Les marchés émergents, mesurés par l'indice MSCI – Marchés émergents, ont encore une fois reculé, cette fois-ci de 1,0 % (-2,6 % en dollars canadiens).

## Stratégie

Le calme plat a fait un retour sur le marché boursier américain au troisième trimestre, avec l'indice VIX de retour dans une fourchette de 12 à 15 après avoir dépassé le niveau de 35 en début février.

Les marchés boursiers mondiaux ont connu un trimestre somme toute positif, avec encore une fois le marché américain loin devant. Depuis le mois de février, une forte divergence s'est installée entre le S&P 500 et le reste du monde, faisant en sorte qu'il est difficile d'aller chercher des rendements intéressants à l'extérieur des États-Unis. Cette surperformance est due en bonne partie à l'impact de la récente réforme fiscale, qui a poussé la croissance des bénéfices des entreprises américaines vers des sommets de près de 25 %.

Le résultat est qu'en termes relatifs, la majorité des indices boursiers mondiaux se retrouve avec une valorisation intéressante. Il est toujours difficile de prédire le moment où les tendances de marché changent de direction, mais il y a fort à parier que les investisseurs de la planète bénéficieront éventuellement de profits sur leurs gains réalisés en sol américain et iront à la chasse aux aubaines ailleurs dans le monde.

Dans ce contexte, nous recommandons toujours de réduire graduellement l'exposition au marché boursier américain et de bâtir progressivement des positions dans les marchés boursiers de l'Europe et du Japon (indice EAE0). Les marchés émergents affichent également une valorisation intéressante, mais la prudence est toujours de mise puisqu'il y est très risqué de tenter de prédire le bas du marché!

Un facteur à surveiller de près demeure la vigueur du dollar américain, qui, comme expliqué dans la section précédente, dicte en bonne partie la tendance des indices des marchés émergents.

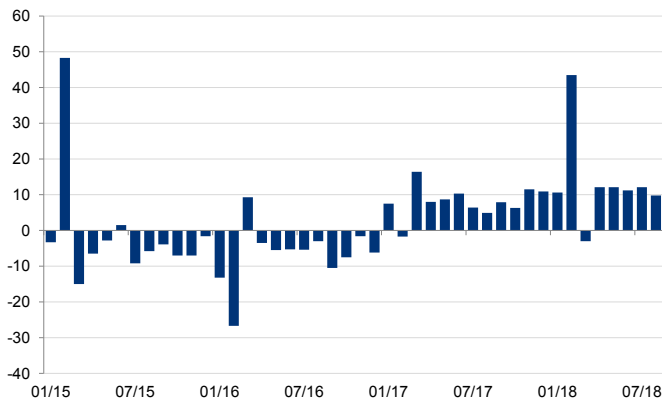
Comme nous prévoyons que la Banque du Canada accélérera le resserrement progressif de sa politique monétaire au cours des prochaines années, nous maintenons notre recommandation de sous-pondérer les obligations. Même chose pour les obligations américaines, le mouvement des taux d'intérêt étant reparti à la hausse récemment, en réponse à la vigueur des données économiques.

Finalement, en raison de la sensibilité du huard aux développements géopolitiques, nous continuons de recommander une gestion dynamique de l'exposition aux devises étrangères. Au moment où le trimestre se termine, en raison du succès de la renégociation d'une entente trilatérale par rapport à l'ALENA, notre couverture de l'exposition au dollar américain et à l'euro est quasi complète.

Graphique 4

## Chine : La croissance des exportations demeure stable

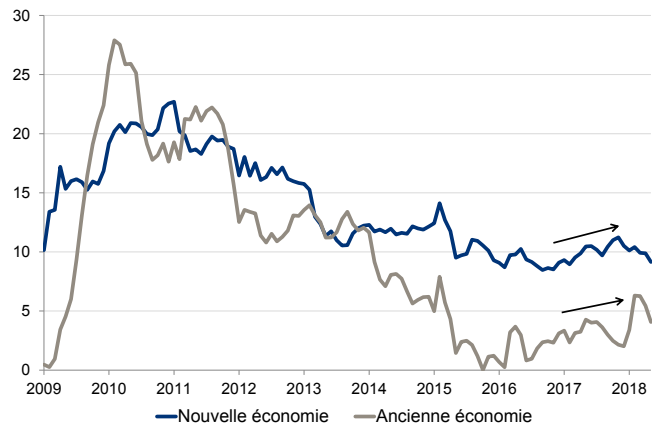
Exportations chinoises, valeurs, variation A/A en %



Graphique 5

## Chine : La transition économique porte fruit

% de croissance, A/A



Graphique 6

## Yuan : Stablisation récente à la suite d'un recul prononcé

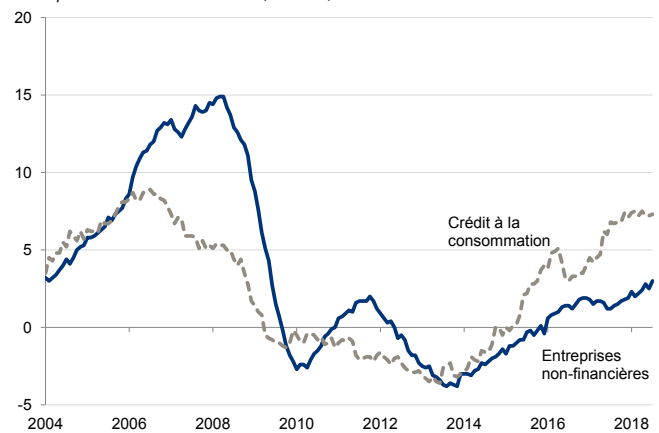
Valeur du yuan vs panier de devises (G) et USD (D)



Graphique 7

## Zone euro : le cycle de crédit en accélération

Prêts par les institutions financières, var. A/A, en %



Graphique 8

## É.-U. : Plus de postes disponibles que de chômeurs!

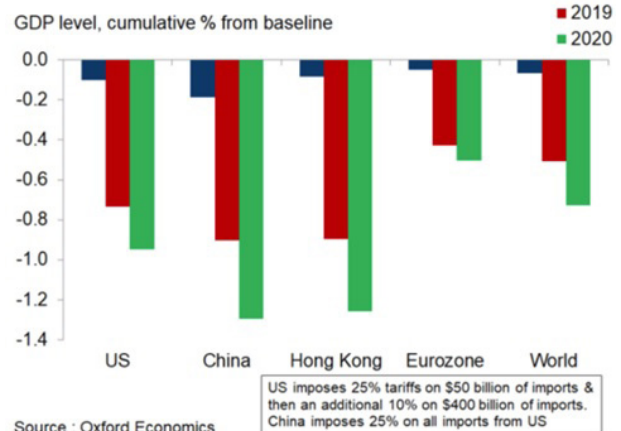
Ratio, nombre de postes disponibles p/r au nombre de chômeurs



Graphique 9

## A full-blown trade war would have dramatic consequences

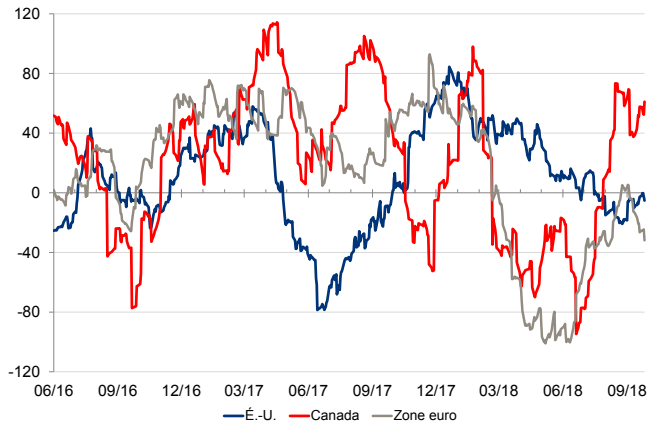
GDP level, cumulative % from baseline



Graphique 10

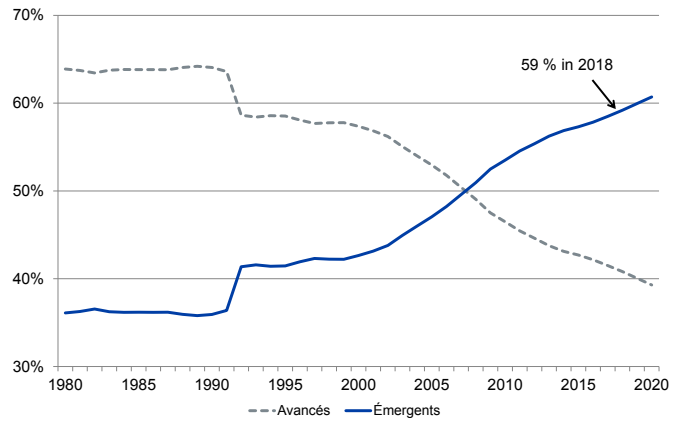
## Indice de surprises économiques

Indice Citigroup



Graphique 11

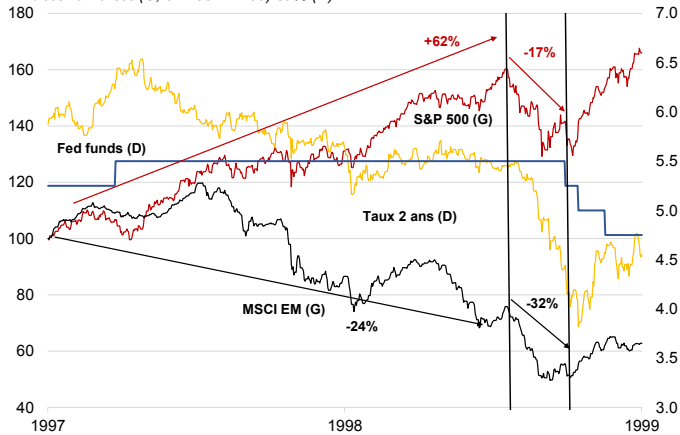
## Les pays émergents font maintenant partie intégrante de l'économie mondiale



Graphique 12

## Marchés financiers : l'épisode 1997-1998

Indices normalisés (G, 01/1997 = 100) et % (D)



Graphique 13

## Marchés financiers : épisode 1998

Indice ISM manufacturier et écarts de taux des obligations à rendement élevé, en %

