

SOMMAIRE EXÉCUTIF

Revue économique

- Les marchés boursiers ont rebondi en réponse à l'optimisme corporatif qui a suivi les élections américaines et à la reprise des prix de l'énergie et des matériaux.
- La croissance des bénéfices dans son ensemble s'est améliorée en synchronisme avec la progression économique.
- La Réserve fédérale américaine a annoncé une hausse des taux d'intérêt attendue par tous les observateurs, en augmentant le taux journalier de 25 points de base à 0,75%.
- À plus long terme, les marchés boursiers devraient devenir plus discriminatoires à mesure que les taux d'intérêt entreprennent leur longue ascension vers des niveaux normaux.

Perspectives d'investissement

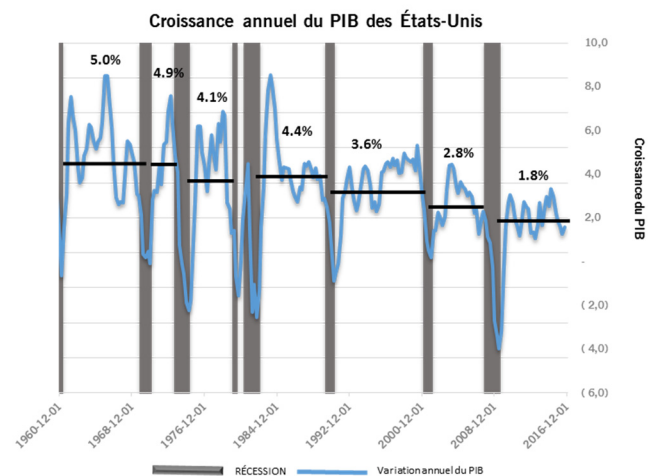
- Nous pensons que la tendance de la croissance économique mondiale se poursuivra de façon modeste.
- La plupart des pays développés, y compris la Chine, devront faire face à une hausse plus faible de la croissance de la population en âge de travailler alors que les baby-boomers se dirigent vers la retraite.
- La croissance de la productivité mondiale continue de ralentir, mais nous demeurons optimistes quant à l'habileté du secteur privé d'innover.
- Les évaluations des marchés, particulièrement aux États-Unis, sont considérées comme au-dessus de la moyenne, mais pas encore à des niveaux extrêmes.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

La volatilité a été concentrée sur l'impact de l'élection de Donald Trump. Avec le recul, le résultat n'aurait pas dû être trop surprenant compte tenu du contexte de désillusion croissante à l'égard du leadership du gouvernement après plus d'une décennie de croissance lente et de stagnation des revenus de la personne moyenne ou, si vous voulez, "l'homme oublié". La population dans les économies développées est frustrée par les politiques qui ne semblent de favoriser que la classe dirigeante. En dépit des risques d'exécution substantiels, les politiques du Donald Trump peuvent surtout être caractérisées comme favorables aux entreprises. La différence entre les approches à la politique économique du président Obama et le président élu Trump a été rapidement mise à prix par le marché boursier américain (S&P 500) qui a gagné 4,1% (\$C) après l'élection. Cette croissance plus vigoureuse et l'inflation plus élevée furent au détriment des marchés obligataires mondiaux. Le marché obligataire canadien a moins reculé en raison de nos perspectives de croissance plus faible. La Réserve fédérale américaine (Fed) a annoncé une hausse, largement anticipée, de son taux d'intérêt de 25 points de base, pour le porter à 0,75%. Les actions de la Fed suggèrent qu'elle croit que les marchés de la main-d'œuvre se sont suffisamment resserrés pour

entraîner des pressions à la hausse sur les salaires, ce qui signifie que de nouvelles baisses du taux de chômage conduiraient sans doute à d'autres hausses de taux. La Banque centrale européenne (BCE) a ajusté son programme d'achats d'actifs pour l'étendre sur une autre période de trois mois par rapport à ce qui était prévu, mais en réduisant ses achats mensuels de 80 à 60 milliards euros. Il ne faut pas oublier la Banque du Japon a maintenu son objectif d'un taux de 0% pour ses obligations à dix ans, qui est un ancrage important pour les taux d'intérêt mondiaux.

Le rythme de l'activité économique s'est amélioré durant le trimestre, ce qui reflète des stimulants apportés par les banques centrales plus tôt dans l'année, particulièrement à l'extérieur de l'Amérique du Nord. La croissance des bénéfices est également meilleure, alors que la plus grande partie de la faiblesse du secteur énergétique est derrière nous. La forte augmentation des prix des matières premières suggère une plus grande confiance dans les perspectives économiques. Les conditions financières sont devenues légèrement plus restrictives, compte tenu de la hausse des taux et du dollar américain, mais dans l'ensemble soutiennent encore la croissance. L'étendue des changements potentiels des politiques aux États-Unis, incluant les réductions d'impôt, les dépenses en infrastructures, l'assouplissement de la réglementation et les politiques protectionnistes, rendent les perspectives plus incertaines. Il est peut-être utile de considérer si ces nouvelles initiatives politiques peuvent altérer la tendance à l'essoufflement dans la croissance économique qui survient typiquement durant les périodes d'expansion du cycle des affaires (voir le graphique ci-dessous).



Comme nous l'avons mentionné auparavant, la progression de la croissance est composée de la croissance de la population et de la productivité. Alors que les baby-boomers se rapprochent de la retraite, le déclin du taux de croissance de la population en âge de travailler, soit le groupe des 15 à 64 ans, affectera le comportement du taux de croissance économique. Cet impact sera plus fort en Europe qu'en Amérique du Nord, mais en général, toutes les économies développées, incluant la Chine, devront faire face à une croissance de la population en âge de travailler. La croissance de la productivité a chuté également, quoique nous ne

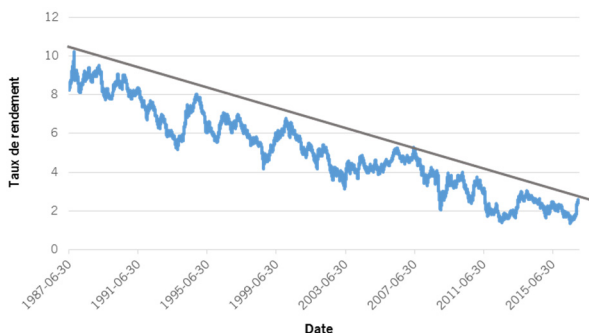
doutions pas de l'habileté du secteur privé d'innover. Au cours de cette période de déclin du rythme de croissance économique, le fardeau de l'endettement s'est accru alors que les secteurs privé et public ont essayé de compenser la croissance plus faible des revenus en augmentant les emprunts. Ce qu'il nous reste ce sont des tendances démographiques non favorables, des améliorations potentielles au niveau de la productivité et des niveaux historiquement élevés d'endettement à l'échelle mondiale. Nous doutons que Donald Trump puisse altérer de façon soutenable cette dynamique et au pire, son penchant protectionniste pourrait contribuer à alimenter les sentiments anti-mondialisation.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Le marché obligataire canadien a affiché un rendement de -3,4% durant le trimestre, alors que les taux de rendements des obligations ont augmenté après l'élection, de fait, les rendements des obligations à dix ans sont passés de 1,0% à 1,7%, pour ramener le rendement du portefeuille obligataire à 1,7% pour l'année. Les obligations de sociétés ont continué de mieux faire que les obligations gouvernementales. La performance du quatrième trimestre fut complètement à l'opposé celle du premier trimestre, un renversement remarquable. L'amélioration des perspectives économiques a été largement responsable de cette dichotomie. L'impact a été particulièrement favorable pour les obligations du secteur de l'énergie. Les obligations à rendement réel ont présenté de forts rendements relatifs alors que les attentes liées à l'inflation ont augmenté.

Puisque les taux d'intérêt ont connu une hausse dramatique, plusieurs commentateurs ont prédit la fin du marché haussier des obligations des 35 dernières années (Voir le graphique ci-dessous).

Taux de rendements des bons du trésors 10 ans



Tel que mentionné, les taux d'intérêt ont atteint des creux historiques, mais pour que la tendance à long terme change, il faudrait que nous ayons des tendances vers de plus forts taux de croissance économique. Nous doutons que Donald Trump puisse y parvenir seul. Si la tendance est à la hausse, nous suggérons qu'elle proviendra d'une inflation plus élevée plutôt que d'une croissance réelle. Les attentes quant à l'inflation ont atteint des niveaux minimales en début d'année lorsque les banques centrales se sont rendues à l'extrême en instaurant des politiques de taux négatifs. Une telle distorsion des politiques ne peut être exécutée que dans un contexte d'inflation évolutive. Nous pensons que les attentes concernant l'inflation ont atteint un creux séculaire, mais avec la Banque du Japon qui maintient toujours son objectif d'un rendement de 0% pour ses obligations à dix ans, l'habileté de hausser les rendements des obligations du Trésor américain au-

dessus de la marque de 3% semble limitée. Enfin, des taux plus élevés endommageraient les perspectives de croissance en raison du fardeau de la dette dans la plupart des pays développés.

Rendements des marchés (au 31 décembre 2016)

(%)	3m	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	4,5	21,1	8,3	4,7	7,4
S&P 500 (\$C)	5,9	8,1	21,2	8,5	5,5
S&P 500 (\$US)	3,8	12,0	14,7	7,0	6,7
Russell 2000 (\$US)	8,4	19,5	12,9	5,6	7,1
DJIA (\$C)	10,2	9,5	16,3	6,2	3,4
DJIA (\$US)	7,9	13,4	10,1	4,7	4,6
MSCI EAO Net (\$C)	1,3	-2,5	12,6	2,2	4,1
MSCI EAO Net (\$US)	-0,7	1,0	6,5	0,8	5,3
Nikkei 225 (\$US) Japon	1,2	5,8	10,3	3,1	6,5
Shanghai (\$US) Chine	-0,8	-17,1	7,7	4,7	7,5
BSE Sensex (\$US) Inde	-6,2	1,8	7,8	3,8	14,2
MSCI Marchés émergents (\$US)	-4,6	8,6	-1,2	-0,6	6,9
Univers FTSE TMX Canada	-3,4	1,7	5,2	4,8	5,4
FTSE TMX Canada Bons Trésor 91j	0,1	0,5	0,8	1,4	1,9
\$C/\$US	-2,0	3,6	-5,4	-1,4	1,2

Converti en dollars canadiens au taux de 16 heures à Londres.
Les rendements sont annualisés pour les périodes supérieures à 1 an.

MARCHÉS BOURSIERS

Les rendements robustes ont été soutenus principalement grâce à l'amélioration des perspectives de croissance des bénéficiaires, la poursuite de l'optimisme corporatif après les résultats des élections américaines et la hausse largement anticipée des taux d'intérêt. Il y a eu une divergence marquée dans la performance des secteurs industriels alors que la hausse des taux a été bénéfique pour les banques et les sociétés d'assurance tout en ayant un impact négatif pour les services publics et les fiducies immobilières qui avaient très bien performé lorsque les taux d'intérêt chutaient. Les rebonds persistants des prix de l'énergie et des matériaux ont contribué à la solide fin de course des marchés boursiers mondialement. Le Canada a généré de très forts rendements pour le dernier trimestre et l'année 2016. Les marchés émergents ont sous performé puisque la vigueur du dollar américain a ravivé les inquiétudes concernant leurs dettes excessives libellées en dollars américains.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Les marchés boursiers devraient devenir plus discriminatoires alors que les taux d'intérêt entreprennent leur progression vers des niveaux plus normaux. Le changement des politiques monétaires unanimes et stimulantes vers des divergences entre les banques centrales indique la fin des gains boursiers reliés à l'ajout de liquidité. Nous nous tournons maintenant vers les données fondamentales de l'économie et des entreprises, qui se sont améliorées récemment. Les éléments potentiellement positifs incluent l'étendue à l'échelle mondiale de politiques favorisant les entreprises qui devraient encourager les dépenses en capital. Il y a des risques évidents quant à l'habileté des politiciens de mettre en place des politiques populistes, dont la déception potentielle des électeurs qui peut accroître l'instabilité. Les évaluations n'ont pas atteint des extrêmes et ne sont pas non plus à des creux historiques, de telle sorte que nous portons plus attention à leur influence sur les rendements potentiels à long terme.