

SOMMAIRE EXÉCUTIF

Revue économique

- La Banque du Canada s'est orientée vers une approche plus prudente après deux hausses de taux d'intérêt au troisième trimestre.
- Les marchés boursiers ont poursuivi leur montée grâce à l'appui continu de la croissance économique et les conditions financières accommodantes.
- À l'échelle mondiale, les courbes de rendement se sont aplaties substantiellement alors que les banques centrales ont augmenté les taux d'intérêt à court terme et que les taux à long terme sont demeurés faibles.

Perspectives d'investissement

- À court terme, le risque de récession est relativement faible et en conséquence une correction importante du marché ne semble pas imminente.
- La récente réforme fiscale adoptée aux États-Unis devrait également engendrer également une progression à court terme de l'économie.
- Les avancées technologiques parmi les crypto-monnaies pourraient ultimement réduire les coûts et améliorer la sécurité, cependant, nous doutons que les gouvernements permettront l'arrivée de nouvelles "monnaies" pour défier les leurs.

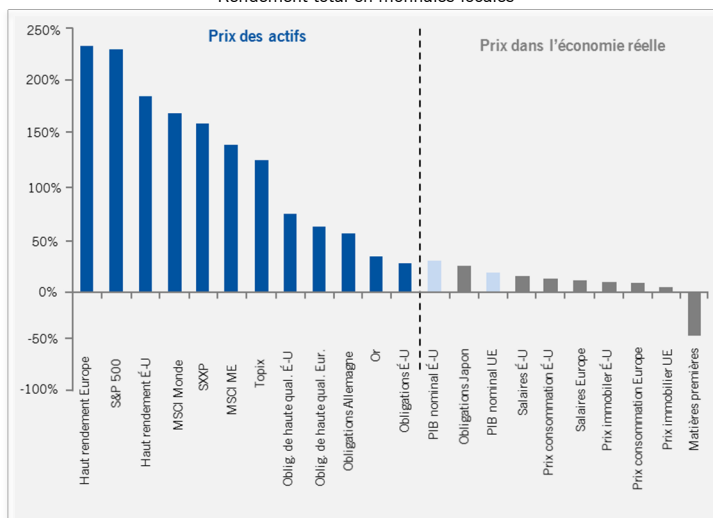
REVUE ÉCONOMIQUE

L'environnement économique « Boucles d'or » (c'est-à-dire ni trop élevé, ni trop faible) demeure alors que l'inflation reste faible en dépit d'une recrudescence de la croissance économique. Cela a permis aux banques centrales de hausser leurs taux d'intérêt très graduellement, comme la Réserve fédérale américaine l'a fait au cours de ce trimestre, ou de maintenir un faible niveau de taux et de continuer d'acheter des milliards de dollars d'actifs mensuellement, comme l'ont fait Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon. La Banque du Canada s'est orientée vers une approche prudente suite à ses deux hausses de taux au troisième trimestre. Cette prudence est issue de l'incertitude liée à l'ajustement du secteur de l'immobilier résidentiel à des règles de qualification hypothécaire plus rigoureuses qui prendront place au cours de la nouvelle année, aux négociations de l'ALENA et à l'impact de la récente hausse des taux d'intérêt sur l'endettement élevé des ménages. Nous pensons que ces impacts seront adoucis par des politiques fiscales stimulantes provenant à la fois du gouvernement fédéral et des provinces, de même que du fort niveau d'emploi et du flux d'immigration. Une fois que les incertitudes s'effaceront, la Banque du Canada sera à l'aise pour poursuivre à la normalisation des taux d'intérêt. À l'échelle mondiale, les investisseurs évaluent le synchronisme d'un éventuel retour vers une politique moins accommodante de la banque centrale.

Une des caractéristiques de ce marché haussier fut les gains exceptionnels des prix des actifs par rapport aux prix dans l'économie réelle. Ce n'est pas une surprise compte tenu que les évaluations peuvent varier significativement durant un cycle. Ce qui est inhabituel, c'est que les marchés devancent les données économiques fondamentales. Pour cela, nous pouvons remercier les banques centrales et leurs politiques de taux d'intérêt très faibles, parfois même négatifs. La manifestation de cet environnement d'argent facile est perçue à travers la folie des crypto-monnaies. Même si ce bond

technologique pourrait ultimement réduire les coûts et améliorer la sécurité du système financier, nous doutons que les gouvernements permettront à ces autres "monnaies" de défier leurs propres monnaies. De fait, lors d'un récent discours, le Gouverneur de la Banque du Canada révélait qu'il travaillait à l'élaboration de sa propre vraie crypto-monnaie comme d'autres banques centrales. Ultimement, la "vraie" monnaie est celle qui est acceptée pour le paiement des impôts.

L'inflation des prix des actifs et l'inflation dans l'économie réelle
Rendement total en monnaies locales



Notes: Rendement total en monnaie locale de janvier 2009 à septembre 2017
Source: Goldman Sachs Global Investment Research

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les marchés obligataires mondiaux ont présenté de modestes rendements durant le trimestre; cependant, le marché obligataire canadien a surperformé la plupart des marchés développés. Les courbes de rendement se sont aplaties à l'échelle mondiale cette année alors que les banques centrales ont augmenté les taux d'intérêt à court terme et que les taux à long terme sont demeurés peu élevés (ou ont même décliné dans le cas du Canada). Les mouvements des taux d'intérêt à long terme sont plus sensibles aux perspectives d'inflation, lesquelles sont demeurées modestes en dépit des efforts des banques centrales pour les faire croître, même dans un environnement de croissance. Des perspectives d'une inflation faible ne représentent pas la seule raison qui explique le comportement des taux d'intérêt à long terme. Les investisseurs désirent également un environnement sécuritaire, y compris des obligations à long terme stables, pour procurer une protection contre une correction à la baisse des marchés boursiers. Les obligations provinciales ont généré de bonnes performances durant le trimestre, surpassant les obligations fédérales et les obligations de sociétés. Elles demeurent un exemple d'obligations liquides, de grande qualité à l'échelle mondiale qui offrent un rendement accru.

MARCHÉS BOURSIERS

Les marchés mondiaux des actions ont poursuivi leur montée grâce à l'appui continu de la croissance économique et des conditions financières accommodantes. Le Canada s'est essentiellement maintenu avec le rendement moyen mondial durant le trimestre, en monnaie locale, partiellement en raison de l'augmentation des évaluations des sociétés de cannabis et du rebond de titres comme Valeant et Home Capital Group. Les marchés boursiers internationaux ont rendu une partie de leurs gains relatifs, alors qu'ils ont sous performé le marché américain au cours du dernier trimestre.

Rendements des marchés (au 31 décembre 2017)

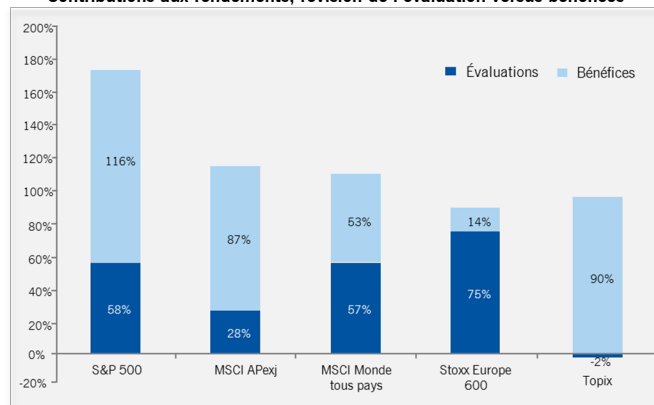
(%)	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	4,5	9,1	8,6	4,7	9,0
S&P 500 (C\$)	6,8	13,8	21,2	11,1	8,2
S&P 500 (US\$)	6,6	21,8	15,8	8,5	9,9
Russell 2000 (US\$)	3,0	13,1	12,6	7,2	9,7
DJIA (C\$)	10,5	16,9	18,9	9,0	5,9
DJIA (US\$)	10,3	25,1	13,5	6,4	7,5
MSCI EAEO Net (C\$)	4,4	16,8	13,0	4,4	6,5
MSCI EAEO Net (US\$)	4,2	25,0	7,9	1,9	8,1
MSCI Marchés émergents (US\$)	7,5	37,8	4,7	2,0	12,7
FTSE TMX Canada Univers	2,0	2,5	3,0	4,7	5,0
FTSE TMX Canada B. Trésor 91j.	0,2	0,6	0,7	1,0	1,8
C\$/US\$	-0,2	7,0	-4,5	-2,4	1,6

Convertis au \$C avec les taux de 16 heures à Londres, et annualisés pour les périodes de plus d'un an.

Le marché boursier canadien s'est tenu en retrait de la plupart des marchés durant les trois premiers trimestres de l'année. Une grande partie de la sous performance a été attribuable à la faiblesse des actions du secteur de l'énergie alors que les prix du pétrole au Canada n'ont pas suivi la montée des prix du pétrole au niveau international en raison surtout du manque d'accès aux marchés externes. Les titres européens ont aussi été relativement sous performants après des périodes de surperformance. La position accommodante de la part de la BCE a aussi affecté la performance du secteur financier puisque des taux d'intérêt plus élevés sont typiquement bénéfiques pour les marges de profit alors que des taux moins élevés sont une entrave.

Les marchés boursiers en Asie et aux États-Unis ont été relativement solides, tirant parti de la pondération plus forte de leurs secteurs technologiques. Le Japon fut l'un des marchés les plus performants, ce qui en soi est un signe que l'amélioration récente de la croissance est plus durable que dans le passé. Les entreprises japonaises augmentent leurs prix pour la première fois depuis plusieurs années. Par exemple, selon le Wall Street Journal, pour la première fois en 30 ans, la Torikizoku Company, une chaîne de restaurants, a haussé ses prix après qu'elle fut forcée d'accroître ses salaires en raison d'une pénurie de main d'œuvre à temps partiel. Il est intéressant de souligner que depuis 2009, les rendements du marché boursier japonais (Topix) ont été plus influencés par la croissance des bénéfiques, ce qui suggère une performance plus durable.

Contributions aux rendements, révision de l'évaluation versus bénéfices



Notes: Les rendements sont générés par une combinaison des réévaluations et des bénéfices de jan. 2009 à sept. 2017. Source: Datastream, Company data, Goldman Sachs Global Investment Research.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Alors que la croissance économique se poursuit et que les marchés boursiers s'apprécient, il ne manque pas d'avertissements que cela tire à sa fin. Les évaluations absolues, particulièrement pour le marché américain, surpassent les moyennes à long terme même en tenant compte de l'impact de la performance extraordinaire du secteur de la technologie et de ses corollaires.

Ce qui échappe constamment aux investisseurs c'est l'optimisation du timing des décisions d'investissement. Nous recommandons alors d'ignorer les cycles du marché et de s'en tenir à un plan à long terme. On peut identifier trois types de marchés baissiers : ceux engendrés par un événement qui ne peut être anticipé; les marchés baissiers cycliques, que les investisseurs pour la plupart peuvent surveiller et prévoir puisqu'ils sont liés au cycle économique; et les corrections structurelles où typiquement une récession est combinée à l'éclatement d'une bulle d'actifs.¹ Historiquement, les marchés baissiers générés par des événements sont les plus légers, les marchés baissiers cycliques produisent des corrections moyennes de 30% et les corrections structurelles sont les plus fortes, de 50% en moyenne. Du point de vue de la gestion du risque, lorsque les évaluations sont élevées et qu'un choc survient, la correction du marché a plus d'ampleur. Nous pourrions ajouter que le risque à la baisse est plus élevé aujourd'hui en raison de la liquidité extraordinaire des banques centrales, en vertu de laquelle certains marchés sont dépendants, et qui éventuellement sera retirée.

Actuellement, les indices d'une récession ne sont pas évidents. Normalement, nous devrions connaître une période de trois mois où les taux d'intérêt de court terme se situent au-dessus des taux d'intérêt de long terme, c.-à.-d. une courbe de rendement inversée, qui restreint la profitabilité des prêteurs et les dissuade de prêter. Une hausse du taux de chômage d'un tiers de 1% a toujours précédé les récessions aux États-Unis. Nous devrions aussi typiquement voir un déclin de l'activité manufacturière tel que mesurée par l'indice des directeurs d'achat. Aucun de ces signes n'est apparu jusqu'à maintenant, ce qui suggère que le risque à moyen terme d'une récession est assez faible et qu'en conséquence une correction à la baisse du marché n'est pas imminente. La réforme fiscale récemment adoptée aux États-Unis devrait aussi procurer à brève échéance un appui pour l'économie.

¹ Source: Goldman Sachs Global Investment Research.

Sources – TD Securities, S&P, BIS et Bloomberg. Les conversions du yen et de l'euro sont faites à partir des taux de midi de la Banque du Canada. Ce document est préparé pour circulation générale aux clients de Jarislowsky, Fraser Limitée (JFL) dans l'unique but de fournir de l'information. L'intention n'est pas de fournir des conseils d'investissement, légaux, fiscaux ou de placements personnalisés. Toutes les opinions et estimations contenues dans ce rapport représentent le jugement de JFL au moment d'écrire ces lignes et sont fournies de bonne foi. Tous les données, faits et opinions présentés dans ce document peuvent changer sans préavis. Ceci ne constitue pas une sollicitation d'affaires. Les rendements passés ne sont pas un gage des performances futures. Les rendements futurs ne sont pas garantis. L'utilisation du nom de Jarislowsky, Fraser Limitée ou de toute information contenue dans ce document ne peut être copiée ou redistribuée sans l'approbation écrite de JFL.