



La croissance mondiale s'accélère

L'année 2016 a eu sa part d'évènements sociopolitiques inattendus avec un fort potentiel de répercussions économiques. Les États-Unis ont élu Donald Trump, un candidat non-traditionnel, en tant que président. La Grande-Bretagne a voté en juin en faveur d'une sortie de l'Union européenne lors de l'historique vote « *Brexit* ». L'OPEP est parvenue à un consensus pour diminuer sa production de pétrole dans un accord négocié sur plusieurs mois. En Italie, le premier ministre Matteo Renzi a démissionné après sa défaite au référendum sur son projet de réforme constitutionnelle, mais interprété comme un soutien à la politique de l'Union européenne. Finalement, en Asie, le premier ministre de l'Inde, Narendra Modi, dans une tentative de sanction contre l'évasion fiscale et le travail au noir, a démonétisé plusieurs billets représentant 86 % de la valeur de l'argent liquide du pays en circulation.

En dépit de cette liste, 2016 n'a pas été une année plus agitée que la moyenne. En fait, il faut se rappeler que nous vivons la période la plus pacifique et sécuritaire de l'histoire. Évidemment, les risques géopolitiques sont toujours présents, mais ils n'ont pas été plus importants que d'ordinaire.

La situation économique internationale s'est améliorée au cours du 4e trimestre. La croissance demeure en deçà de la moyenne des dernières décennies, mais elle a graduellement augmenté durant les derniers mois de l'année, comme en témoigne la production industrielle accrue dans les pays développés et les bons résultats pour l'indice des directeurs d'achat, particulièrement en Europe.

Aux **États-Unis**, l'économie s'est accélérée après un lent départ en 2016. Le produit intérieur brut a fortement augmenté au taux annualisé de 3,5 % au 3e trimestre 2016 alors que le marché du travail s'est progressivement amélioré et que le taux de chômage est tombé à 4,5 %.

Le marché immobilier résidentiel se porte bien et la confiance des consommateurs est élevée. La période de reprise et d'expansion en cours est déjà longue de plus de 90 mois et l'économie américaine s'approche du plein emploi. Les pressions inflationnistes provenant des coûts accrus de la main-d'œuvre devraient s'intensifier en 2017.

La Réserve fédérale, reconnaissant la solidité de l'économie américaine, a augmenté son taux directeur de 0,25 % en

décembre. Elle a aussi signalé que le rythme des augmentations à venir en 2017 serait plus élevé que ce qui avait été indiqué.

L'élection de Donald Trump ne change pas la situation à court terme, mais elle a des ramifications importantes pour l'avenir. Ses promesses procroissance comprennent des réductions d'impôts, moins de réglementation et plus de dépenses d'infrastructure. Ces mesures sont indéniablement favorables au monde des affaires et à la bourse.

Par contre, stimuler à outrance une économie qui est près de sa capacité et du plein emploi risque de conduire à une augmentation de l'inflation et des taux d'intérêt. Surchauffer davantage l'économie américaine ne fera que rapprocher la prochaine récession.

L'économie de la **zone Euro** connaît des ratés depuis plusieurs années, mais affiche une vigueur accrue en ce début d'année. La politique monétaire expansionniste de la Banque centrale européenne montre finalement des résultats avec l'inflation en hausse lors du dernier trimestre, atteignant 1,1 % sur une base annuelle. La BCE a d'ailleurs récemment décidé d'étendre son programme d'assouplissement quantitatif pour 9 autres mois tout en réduisant ses achats d'obligations de 80 milliards d'euros par mois à 60 milliards.

Le paysage politique européen est toutefois plus incertain qu'à l'habitude, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas se préparant à des élections en 2017. Ceci dit, nous ne nous attendons pas à ce que l'impact économique de ces élections soit significatif.

Un regain d'activité a lieu également au **Japon** où les exportations sont soutenues par la faiblesse du yen et la croissance de la Chine et de l'Asie du Sud-Est. La Banque du Japon essaye de créer de l'inflation depuis plus de 20 ans, mais sans grands résultats, car elle fait face à des tendances démographiques déflationnistes très fortes mais peu comprises.

Un outil que la Banque utilise depuis quelque temps consiste à plafonner à environ 0 % le taux d'intérêt des obligations fédérales de 10 ans afin d'atteindre sa cible optimiste de 2 % d'inflation. Paradoxalement, pour des raisons cycliques, et même si l'inflation est toujours proche de 0 %, celle-ci pourrait finalement augmenter au cours des mois à venir. Cela



Commentaire économique et financier

Quatrième trimestre 2016

favoriserait beaucoup la confiance des consommateurs et des entreprises.

Pendant ce temps, la **Chine** et d'autres pays émergents continuent de croître à un rythme bien supérieur à celui des pays développés. L'impact de la Chine à l'échelle mondiale augmente en raison de sa taille. Ce pays a été récemment aidé par un léger sursaut de la demande mondiale pour ses exportations. Elle poursuit également sa délicate transition à long terme d'une économie dépendant de ses exportations et de la croissance de sa production industrielle vers une économie s'appuyant sur les dépenses de sa classe moyenne et de sa demande intérieure.

À court terme, toutefois, le gouvernement chinois doit faire face à un secteur corporatif endetté, à une devise qui se déprécie face au dollar américain, et à une fuite des capitaux, car nombre de citoyens chinois cherchent à sortir une partie de leurs épargnes du pays. Pour contrer la dépréciation de sa monnaie, les autorités chinoises dépensent leurs réserves de change étranger et ont récemment imposé aux particuliers une limite de 50 000 \$ US par an sur les transferts à l'étranger.

Pour rajouter à l'incertitude, le président américain **Donald Trump** a menacé d'imposer un tarif douanier de 45 % sur les biens importés de la Chine et a menacé d'accuser ce pays de manipuler sa devise. Nous doutons que cela se produise, de peur de nuire à l'économie américaine ou par crainte de représailles.

Ceci étant dit, nous ne sommes pas très préoccupés par la rhétorique anti libre-échange de Trump. Nous y voyons davantage un discours populiste, dirigé vers sa base électorale et ciblant des pays comme la Chine et le Mexique qui ont des excédents commerciaux avec les États-Unis et profitent d'un avantage compétitif des coûts de main-d'œuvre. Ériger des barrières commerciales telles que des taxes frontalières augmentera l'inflation aux États-Unis et, en fin de compte, portera préjudice à la base électorale de Trump.

En dépit du vote *Brexit* de juin 2016, qui a augmenté l'incertitude au sujet des échanges et du commerce et a affaibli la livre anglaise, on ne peut prétendre que l'Angleterre représente une exception dans une conjoncture de mieux-être économique. Jusqu'ici, les effets négatifs semblent se limiter à certains créneaux bien précis, comme le marché

londonien de l'immobilier haut de gamme, alors que l'économie dans son ensemble se porte bien.

Le Canada suit la parade

Au Canada, le PIB a augmenté à un taux annualisé de 3,5 % au 3e trimestre 2016, alors qu'il avait diminué de 1,6 % au 2e trimestre, principalement en raison des feux de forêts en Alberta. Les dépenses d'infrastructure promises par le premier ministre Justin Trudeau sont visiblement absentes au tableau puisque les dépenses gouvernementales ont diminué de 1,2 %. Néanmoins, les programmes de dépenses en infrastructures ont besoin de temps pour démarrer et influencer l'ensemble de l'économie. Les effets devraient se faire sentir en fin d'année au plus tôt.

Les attentes pour le PIB du 4e trimestre sont fortes; pour 2017, la Banque du Canada prévoit sa croissance à 2 %. Nous croyons que cette prévision est possiblement trop basse. Notre optimisme fait écho à la plus récente rencontre du conseil de la Banque du Canada où le gouverneur Poloz a décidé de laisser les taux inchangés et d'adopter une approche attentiste.

De manière générale, l'économie canadienne suit l'évolution de l'économie américaine. Cela se produit toutefois avec un décalage. Les économies des deux pays sont étroitement liées; une raison importante étant que 70 % des exportations canadiennes sont destinées aux États-Unis.

Le contexte économique aux États-Unis est intéressant. Ce pays est en situation de plein emploi et le revenu des ménages est en croissance. L'inflation reste un problème bénin et ne constitue pas un obstacle à la croissance. Bien que les taux d'intérêt aient augmenté vers la fin de 2016, les hausses ne sont pas assez importantes pour entraver la croissance. Enfin, le président Donald Trump propose des politiques favorables à la croissance qui devraient être bénéfiques, du moins initialement en 2017, aux entreprises et aux travailleurs.

Dans ce contexte général, l'élection de Justin Trudeau et d'un gouvernement libéral n'est pas très significative, tant que les taux d'imposition des individus et des sociétés n'augmentent pas trop, ce qui entraverait la croissance. Jusqu'ici, le premier ministre semble être plus pragmatique que de gauche en matières économiques.



Commentaire économique et financier

Quatrième trimestre 2016

L'économie canadienne est très ouverte aux influences extérieures et nous nous attendons à une croissance constante, voire même accélérée, en 2017. Les meilleurs prix du pétrole atteints en 2016 devraient se maintenir en 2017, tandis que ceux des autres matières premières devraient poursuivre leur rebond cyclique, après leur creux du premier trimestre de 2016.

L'endettement record des Canadiens demeure un élément négatif qui, à lui seul, réduit le potentiel de croissance. Toutefois, deux facteurs en diminuent la portée. Tout d'abord, cet endettement est en grande partie le résultat d'une dette hypothécaire record, une forme plus stable d'emprunt qui a des répercussions bénéfiques sur l'ensemble de l'économie à cause de l'activité de construction qui en découle (bien que beaucoup de nouvelles hypothèques soient pour l'achat de résidences de deuxième main, ce qui génère moins de retombées économiques).

Ensuite, bien que les niveaux d'endettement soient élevés, ce sont les exigences en matière de service de la dette qui sont primordiales. À ce chapitre, le fardeau des paiements mensuels demeure conforme aux normes historiques grâce aux faibles taux d'intérêt (le service de la dette est la somme des paiements totaux relatifs à tous les prêts hypothécaires et non hypothécaires encourus divisée par le revenu disponible total des ménages.)

Une hausse soudaine des taux d'intérêt nuirait à la croissance puisque le consommateur canadien y demeure vulnérable étant donné son fort endettement. Cependant, nous n'anticipons pas de hausses marquées des taux, du moins pendant le premier semestre de 2017, compte tenu de la politique expansionniste actuelle de la Banque du Canada, du faible taux d'inflation et de la croissance économique mitigée.

La fin de 35 ans de taux en baisse ?

Les rendements à échéance des obligations du Trésor à 10 ans du Canada et des États-Unis ont atteint des niveaux bas records l'an dernier. Cet important événement s'est produit à la fin septembre au Canada et au début de juillet aux États-Unis. Depuis, les taux d'intérêt n'ont cessé de monter.

La principale raison à cela est l'élection de Donald Trump, car son programme procroissance est considéré inflationniste. L'accélération de l'économie nord-américaine en deuxième moitié de 2016 a aussi contribué à raffermir les taux. Notons

enfin que les prévisions d'inflation étaient à la hausse avant même l'élection de Trump suite à la force du marché de l'emploi aux États-Unis, ce qui augmente le coût de la main-d'œuvre, pousse l'inflation à la hausse et, au bout de compte, les taux d'intérêt.

Le rendement à échéance de l'indice FTSE TMX a atteint un plancher historique de 1,71 % en septembre 2016, pour ensuite remonter à 2,14 % en fin d'année. Ce rebond est une hausse appréciable.

Le rendement à échéance du sous-indice d'obligations à long terme a aussi fortement augmenté, passant de 2,63 % trois mois plus tôt à 3,21 %. Le rendement des obligations canadiennes a augmenté de concert avec leurs contreparties américaines, car les économies des deux pays suivent des voies parallèles. Toute amélioration américaine se reflétant au Canada.

Des taux d'intérêt qui montent font baisser les prix des obligations et diminuent le rendement réalisé. Ainsi, l'indice FTSE TMX est tombé de 3,4 % au cours du 4e trimestre. Son rendement est de seulement 1,7 % pour l'année 2016. Il s'agit du rendement annuel le plus bas pour l'indice obligataire canadien depuis les années '90.

En réponse au rebond des taux, la durée de l'indice a glissé de 7,7 à 7,4 ans; un niveau qui demeure très élevé.

Les investisseurs obligataires doivent maintenant craindre la fin du marché obligataire haussier en place depuis 1982, une période incroyablement longue de 35 ans pendant laquelle les taux d'intérêt ont suivi une tendance baissière presque continue! Ce serait très préjudiciable aux rendements obligataires si les taux avaient effectivement établi un plancher historique en septembre 2016 et qu'ils augmentaient pour des raisons cycliques à court terme et structurelles macro-économiques à long terme.

Nous ne pouvons affirmer que la tendance baissière à long terme des taux d'intérêt est terminée, mais nous croyons que les taux seront plus fermes quelque temps, pour des raisons cycliques, peut être jusqu'à la prochaine récession.

Aux États-Unis, le rendement à échéance de l'obligation de référence du Trésor à 10 ans a beaucoup augmenté, passant de 1,59 % en septembre à 2,44 % en fin d'année. En termes relatifs, c'est une énorme augmentation de 50 %. Les taux ont grimé aussi haut que 2,6 % en raison de l'optimisme qui a



Commentaire économique et financier

Quatrième trimestre 2016

envahi les marchés suite à l'élection présidentielle américaine. Comme l'activité économique a repris de la vigueur, la Réserve fédérale a décidé d'élever son taux directeur de 0,25 % lors de sa réunion de décembre.

Les taux n'ont pas suivi la même trajectoire en Europe, car l'économie de la zone euro est plus faible et l'inflation, plus basse. La politique monétaire expansionniste de la Banque centrale européenne garde les taux obligataires à des niveaux historiquement bas. Par exemple, en Allemagne, le rendement à échéance de l'obligation du Trésor à 10 ans a terminé l'année à 0,20 %. L'inflation dans la zone euro semble toutefois poindre, ce qui devrait faire augmenter les rendements obligataires européens. L'ère des rendements négatifs pourrait se terminer bientôt.

Au Japon, la priorité de la Banque du Japon est devenue le contrôle de la courbe des rendements. Ainsi, le rendement à échéance des obligations gouvernementales à 10 ans est fermement ancré à 0 %, en vue de mitiger l'impact des faibles taux d'intérêt sur les banques japonaises.

Actions privilégiées et fiducies de revenu

L'indice d'actions privilégiées S&P/TSX a grimpé de 5,3 % lors du dernier trimestre, un résultat qui contraste avec celui de l'indice obligataire.

Les taux de dividendes des actions privilégiées sont très attrayants en comparaison des rendements obligataires, et il semble bien que les investisseurs aient migré vers cette classe d'actif au cours des derniers mois en réaction à l'augmentation des taux d'intérêt et de la baisse du prix des obligations.

Le rendement de 5,3 % a fait suite au rendement de 7,6 % pour les six mois précédents, résultant de la chute des taux d'intérêt et de l'attrait du rendement courant élevé des actions privilégiées.

Cette classe d'actif dont le volume de transactions est plus restreint est en faveur en ce moment. Elle est utilisée chez Triasima dans la gestion de la stratégie de revenu équilibré, une forme plus conservatrice de la stratégie équilibrée traditionnelle. Cette première porte une attention plus grande à la protection du capital ainsi qu'à la génération d'un revenu courant élevé.

Les fiducies de revenu se sont comportées à l'inverse des actions privilégiées et ont plutôt suivi la direction prise par les obligations. L'augmentation des taux a refroidi l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actif comme en témoigne le rendement de 0,2 % de l'indice de fiducies de revenu S&P/TSX. La plupart des fiducies de revenu qui composent l'indice appartiennent au secteur immobilier et celui-ci a souffert d'une économie ordinaire, de la perception que le secteur est surconstruit et de taux de capitalisation en hausse.

Des attentes inflationnistes à la hausse

Le cycle économique en cours a débuté en 2009. Il a déjà une longue vie. Typiquement, à ce stade du cycle économique, l'inflation accélère suite à la politique monétaire expansionniste qui a été instaurée et à laquelle s'ajoutent des augmentations de coûts d'intrants économiques, comme la main-d'œuvre et les matières premières.

Bien que nos attentes à cet effet demeurent inférieures au consensus, nous estimons que le cycle économique est suffisamment avancé depuis la Grande Récession pour que les taux grimpent quelque peu, principalement à cause du plein emploi aux États-Unis. La possibilité que l'inflation augmente doucement suite à la croissance des salaires est réelle, le résultat du phénomène classique de transmission des coûts.

Nous nous attendons donc à une légère hausse en 2017, comparativement à 2016. Cette hausse sera plus marquée aux États-Unis qu'au Canada. Par ailleurs, les pressions inflationnistes seront plus lentes à se faire sentir dans la zone euro et au Japon.

Un changement de régime suivi d'un pari sur la réflation

Les marchés boursiers ont délaissé en 2016 les entreprises de style croissance, à caractère défensif, ou offrant un taux de dividendes supérieur à la moyenne et qui réagissent bien aux taux d'intérêt faibles ou en baisse. Les investisseurs se sont alors tournés vers les actions de sociétés plus cycliques et liées aux matières premières, ou actives dans le secteur industriel.

Ce changement du régime du marché boursier s'est fortement renforcé avec l'élection de Donald Trump en novembre 2016, et le terme « pari sur la réflation » (« *reflation trade* ») a été adopté pour décrire le comportement des bourses au cours



Commentaire économique et financier

Quatrième trimestre 2016

des mois qui ont suivi. Les investisseurs ont alors oublié toute préoccupation au sujet du réalisme et des échéanciers de ses politiques orientées vers la croissance.

Un risque clé pour les portefeuilles positionnés pour tirer profit de ce nouveau thème est que les raisons fondamentales sous-jacentes ne se concrétisent pas. Ainsi, pour gérer ce risque, il faut faire preuve de prudence lors de la construction de la composante cyclique d'un portefeuille d'actions.

Un autre risque pour le marché des actions en 2017 est que la force du dollar américain étouffe la croissance des bénéficiaires des grandes entreprises américaines, éliminant un support important à la progression du marché des actions.

Une excellente année pour les actions canadiennes

L'indice composé S&P/TSX affiche à nouveau un fort gain trimestriel avec un bond de 4,5 %. Les secteurs finance et énergie ont connu un bon trimestre en raison du pari sur la réflation et ont cumulé la majeure partie de la hausse de l'indice en fonction aussi de leurs importantes pondérations au sein de celui-ci.

Le secteur financier a été le plus performant avec une hausse de 12 %. L'agenda procroissance et fiscal de Trump est inflationniste et a fait augmenter les taux d'intérêt. Les banques en tireront profit, car leurs marges sur prêts augmenteront. Elles affichent un rendement de 13 %. Les compagnies d'assurance vie bénéficieront également de taux plus élevés, car elles pourront réinvestir leurs flux financiers à des taux supérieurs. Ce groupe a connu une croissance de 21 %.

Le secteur de l'énergie s'est accru de 7 % à la suite du consensus de l'OPEP de réduire sa production pétrolière de 1,3 million de barils par jour à compter de janvier 2017. Cette décision prévaut jusqu'ici et a déclenché une hausse du prix du pétrole et des actions des pétrolières.

Le secteur des matériaux a quant à lui reculé de 6 % à cause de la chute de 16 % des producteurs d'or due aux taux d'intérêt plus élevés et à la force du dollar américain. De ce même secteur, les titres des sociétés minières de métaux de base, très cycliques, ont augmenté de 16 % suite au pari des marchés sur la réflation.

Le pire rendement revient au secteur de la santé, en baisse de 29 % due à la chute de la compagnie pharmaceutique Valeant Pharmaceutical qui se poursuit (-40 %).

Le quatrième trimestre a couronné une année phénoménale pour l'indice composé du S&P/TSX avec une croissance de 4,5 % pour chacun des quatre trimestres et un total de 21 % pour l'année. Tous les secteurs affichent un rendement positif pour 2016, à l'exception de celui de la santé à cause de Valeant Pharmaceuticals (-86 %).

Une année ordinaire aux États-Unis

Tout comme l'indice canadien, le S&P 500 a connu un bon trimestre, en hausse de 6,3 %, et leurs rendements sectoriels sont similaires.

Le secteur financier vient en première place avec une hausse de 24 %, propulsé par le bond de 34 % du sous-secteur des banques. Ces dernières bénéficieront de l'élection de Donald Trump, car l'allègement de la réglementation va accroître les opportunités et libérer leur capital et que des taux d'intérêt plus élevés vont stimuler leur rentabilité.

Les secteurs de l'énergie et industriel ont grimpé de 10 %. Comme au Canada, l'entente de l'OPEP a été bienvenue et les mesures procroissance annoncées par Trump ont également favorisé ces secteurs cycliques.

Les secteurs de la santé et de l'immobilier sont les seuls à avoir connu un recul, de 2 % chacun. Ces secteurs défensifs ont été délaissés par les investisseurs pour des secteurs plus cycliques.

Pour l'année, l'indice S&P 500 affiche un bon résultat de 9 %. Neuf des onze secteurs ont connu un rendement positif, les exceptions étant celui de la santé (-6 %) et le secteur nouvellement créé de l'immobilier (-2 %).

Le marché international ? Hum !

L'indice MSCI EAEO (Europe, l'Australasie et l'Extrême-Orient) affiche un léger gain de 1,6 % pour le trimestre. Pour l'année, par contre, le rendement est négatif avec un recul de 2,0 %.

Le premier trimestre de 2016 a été particulièrement difficile pour les actions internationales à cause de la piètre croissance économique en Europe et en Asie. L'appréciation du dollar canadien a également fait chuter les monnaies locales des bourses étrangères.



Commentaire économique et financier

Quatrième trimestre 2016

Tout comme en Amérique du Nord, le comportement supérieur en bourse depuis le début de l'année des titres de valeur et cycliques relativement aux titres de croissance ou plus stables est resté d'actualité. Les trois mêmes secteurs, matériaux, énergie et financier, ont dominé, grimant de 10 % en moyenne. Les secteurs de l'immobilier, de la consommation de base, de la santé et des services publics ont tous connu des rendements négatifs.

L'important pari sur la réflation s'est aussi manifesté. À preuve, l'indice MSCI EAFE Valeur a augmenté de 6,7 % alors que l'indice MSCI EAFE Croissance a diminué de 3,3 %. La différence de 10 % entre les deux styles est largement au-dessus de la norme.

Les actions européennes se sont bien comportées. Les bourses italiennes et suisses ont augmenté de 12 % et de 9 %, respectivement, et l'important marché allemand, très orienté vers les exportations, a également bien fait avec un gain de 5 %.

Parmi les pays émergents, le Brésil se distingue avec une économie moribonde et un marché boursier très fort, en hausse de 6 % au quatrième trimestre et de 64 % pour 2016, un résultat impressionnant. Au Japon, le Nikkei a augmenté de 3 % en raison de la dépréciation du yen (un faible yen étant positif pour les exportateurs) et de l'amélioration de la confiance des investisseurs.

Conclusion

Les États-Unis sont habituellement le principal moteur du commerce international, lequel devrait profiter d'une économie américaine en accélération. L'Europe et le Japon déploient une nouvelle vigueur en ce début d'année, alors que la Chine et la plupart des autres pays émergents continuent d'afficher des taux de croissance bien supérieurs à ceux des pays développés.

Le rôle et l'influence de la Chine à l'échelle mondiale continue de croître en raison de sa taille. Ce pays est maintenant engagé dans une transition délicate d'une économie s'appuyant sur la production industrielle financée au moyen d'emprunts vers une économie soutenue par les dépenses des ménages et où l'activité économique est dominée par le secteur des services.

Nous prévoyons donc une légère accélération de la croissance réelle du produit intérieur brut mondial, entraînée

principalement par les États-Unis, la zone euro, le Japon et certains pays émergents, dont la Russie. Notons tout particulièrement que l'activité économique européenne semble enfin prendre du mieux plusieurs années après la Grande Récession.

En ce début d'année, la méthodologie de placement de Triasima s'oriente vers les titres de valeur plutôt que les titres de croissance. En règle générale, nos évaluations quantitatives, fondamentales et de tendances sont plus positives pour les titres cycliques et des ressources. Nous nous efforçons de maintenir quand même des paramètres de croissance pour nos portefeuilles supérieurs à ceux des indices de référence.

Si nous jetons un regard en arrière, et en limitant nos choix aux marchés boursiers canadien et américain, nous avons préféré le marché canadien en 2009, 2010 et 2011. Par la suite, de 2012 à 2015 inclusivement, notre choix s'est porté sur le marché américain. Pour chacune de ces sept années, nous avons eu raison.

Plus récemment, à la mi-février 2016, nous nous sommes retournés vers le Canada comme marché boursier de prédilection. Ce choix a été pertinent de nouveau puisque le marché canadien battu le marché américain en 2016.

Cette décision était en partie attribuable au changement de régime du marché où la préférence des investisseurs s'est déplacée des titres de croissance, qui étaient devenus chers, vers ceux de style valeur, dont plusieurs avaient des valorisations déprimées. Ce changement d'orientation des investisseurs a mené au regain de secteurs et d'industries qui pèsent lourd dans l'indice composé S&P/TSX, comme les secteurs de l'énergie et des matériaux ou l'industrie bancaire.

Les valorisations relatives des marchés canadien et américain, l'évolution des bénéfiques et l'avancée du cycle économique ont été d'autres éléments considérés pour en arriver à la décision de privilégier le Canada. En ce début de 2017, nous continuons de préférer les actions canadiennes aux actions américaines.

Relativement aux normes historiques, la valorisation des marchés boursiers est élevée en ce moment au Canada, aux États-Unis et à l'étranger. Ceci peut toutefois être justifié par deux mesures. D'abord, les taux d'actualisation utilisés pour évaluer les flux monétaires futurs, qui découlent des faibles



Commentaire économique et financier

Quatrième trimestre 2016

taux d'intérêt en vigueur, sont à des niveaux historiquement bas. Ceci mène logiquement à des valorisations actualisées élevées pour les actions.

En deuxième lieu, les révisions des estimations des analystes financiers sont en hausse, ce qui est déjà rare, et cela au rythme le plus élevé des six dernières années. Ce phénomène indique que la situation fondamentale sous-jacente des entreprises s'améliore et est en voie de justifier les valorisations du moment.

Nous ne sommes pas alarmés par des hausses éventuelles de taux d'intérêt en 2017, qui pourraient mener à des taux d'actualisation plus élevés et à des valorisations boursières plus basses. Au contraire, à ce stade du cycle économique, des

taux d'intérêt à la hausse sont un signe de vitalité économique qui augmente les attentes de bénéfices des entreprises. C'est ce qui s'est produit au cours du dernier trimestre de 2016.

De toute façon, l'inflation demeure faible dans les pays avancés et nous ne pensons pas que les taux d'intérêt vont augmenter davantage à court terme après la hausse appréciable des derniers mois de 2016.

En terminant, nos évaluations de tendance pour les marchés canadien, américain et international sont toutes positives à ce jour, enregistrant la cote maximale de +2. La seule nuance que l'on doit apporter concerne la bourse canadienne où l'indice composé du S&P/TSX pourrait demeurer à 15 500 quelque temps.

À moins d'indication contraire, les données financières présentées dans le texte sont exprimées en dollars canadiens.