

## Revue de l'économie et des marchés de capitaux

Cumulatif de l'année au 30 novembre 2017

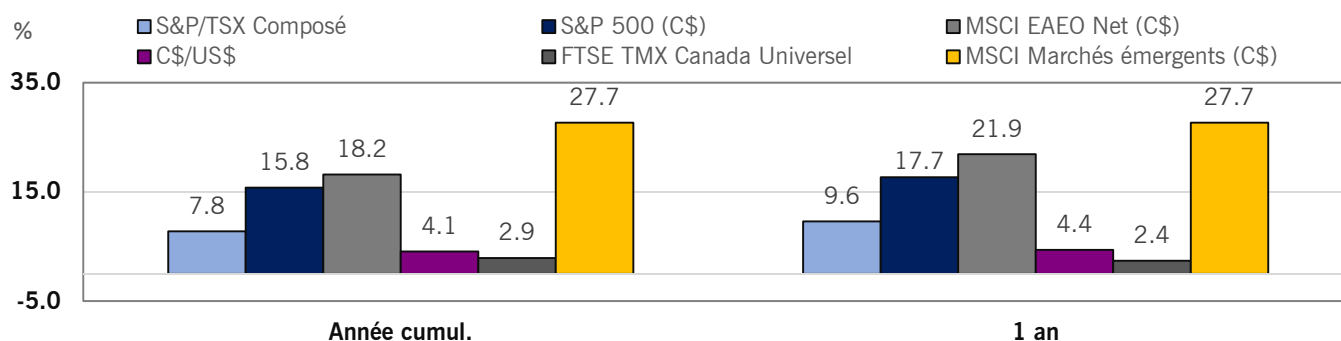
Les marchés boursiers ont présenté de bons rendements jusqu'à date cette année. La forte hausse des titres de technologie et des banques a contribué à des gains supérieurs aux États-Unis alors que le marché canadien est à la traîne dû à la faiblesse relative du secteur de l'énergie. Les conditions économiques demeurent favorables en dépit des hausses de taux d'intérêt par la Réserve Fédérale américaine (trois hausses de 0,25% jusqu'à 1,25%) et la Banque du Canada (deux hausses de 0,25% à 1%). La force des marchés boursiers et l'amélioration de l'écart des crédits corporatifs ont plus que compensé le resserrement de la politique monétaire. Les marchés boursiers internationaux ont aussi enregistré de bons rendements, soutenus par les politiques extrêmement accommodantes de la Banque Centrale Européenne et de la Banque du Japon. Les marchés émergents ont également profité de la bonne performance du secteur des technologies, secteur qui représente maintenant 25% de l'indice. Les rendements du marché obligataire ont été faibles au courant de l'année mais ont connu un léger rebond vers la fin de la période alors que la faible inflation a gardé les taux d'intérêt à long terme bas et que le resserrement des politiques a plutôt touché les taux à court terme.

La Banque du Canada a tenu parole en septembre, en haussant une seconde fois son taux d'intérêt directeur pour le porter à 1,0%. Essentiellement, elle a récupéré la coupure de 0,5% de 2015 qui était la réponse à la faiblesse extrême du secteur de l'énergie. La Réserve fédérale américaine a maintenu les taux d'intérêt au même niveau durant le troisième trimestre mais a annoncé que le processus de "normalisation" de son bilan financier de 4,5 billions \$ débutera en octobre. Nous ne croyons pas que l'impact sur les marchés financiers sera significatif puisque le processus implique de conserver les obligations jusqu'à maturité plutôt que de procéder à une vente d'obligations qui influencerait sur les marchés libres. Ceci devrait limiter l'impact sur les taux d'intérêt et par conséquent sur le marché boursier également. La réduction des inventaires de titres garantis par des hypothèques pourrait avoir un impact sur les taux hypothécaires et, en conséquence, l'économie, même si à nouveau nous n'anticipons pas que l'impact soit significatif.

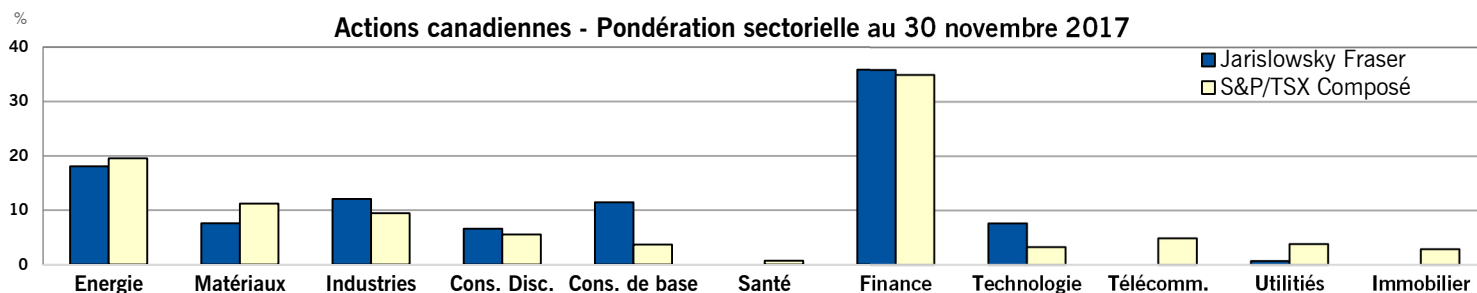
La croissance économique continue de soutenir les marchés financiers avec l'expansion globale synchronisée toujours intacte. Ce qui est remarquable dans cette expansion, c'est que même si la croissance se redresse depuis huit ans, les pressions inflationnistes demeurent tempérées. Le rythme de croissance léthargique, d'environ 2,0% dans les économies développées, explique en grande partie cet état de fait, et compte tenu des tendances démographiques et d'endettement, nous doutons que ces modestes taux de croissance se renforcent bientôt. C'est le meilleur des environnements envisageables pour les marchés financiers, particulièrement en présence du soutien de taux d'intérêt exceptionnellement bas (même si ce stimulus a atteint son sommet pour l'instant).

Les marchés mondiaux ont poursuivi leur tendance à la hausse en novembre, en dépit des discussions quant à des évaluations de plus en plus dispendieuses des cours à la bourse et de nouveaux sommets des marchés. Le sénat américain a entériné l'ensemble des réformes fiscales de 1 500 milliards \$ du Président Trump durant le mois, permettant aux investisseurs de détourner leur attention des quelques « accidents de parcours » et octroyant au Président sa première victoire politique majeure. De plus, les tensions en Arabie Saoudite et la réduction de la production de 300 000 barils par jour ont mené à la hausse des prix du pétrole et du gaz naturel. Le prix du West Texas Intermediate a terminé le mois de novembre à 57,50 \$US, soit une augmentation de 5,6% pour le mois.

Performance des marchés (Périodes terminées le 30 novembre 2017)



## Actions canadiennes - Revue du portefeuille



Le portefeuille d'actions canadiennes a été en retrait par rapport à l'indice composé S&P/TSX pour l'année à date en générant un rendement de 5,8% contre 7,8%. La sous-performance peut être expliquée par trois causes principales. La première, qui n'est pas récupérable, est le déclin général du secteur de l'énergie résultant de la chute du prix de pétrole et plus spécifiquement de Cenovus Energie (un coût de 90bps à la performance relative), que nous avons vendu suite au rachat des actifs clés de leur partenaire à 50% Conoco Phillips. Nous étions inconfortables avec ce que nous considérons comme une acquisition surévaluée et le bilan financier qui était maintenant à risque et dépendant de la vente de certains actifs. La seconde implique des titres de grande qualité que nous détenons depuis plusieurs années et qui ont bien performé, spécialement en 2016, mais qui ont sous-performé en 2017, sans raisons particulières. Ceci inclut des titres comme Open Text Corporation, Potash Corp., Enbridge Energy, SNC-Lavalin Group, Groupe CGI et Saputo. Nous en avons profité pour ajouter à certains de ces noms durant l'année. Finalement, la dernière incidence a trait aux secteurs sensibles aux taux d'intérêt qui ont bénéficié du fait que les taux à long terme n'ont pas augmenté dans les proportions que le marché anticipait en début d'année. En conséquence, les télécoms, les REITs et les services collectifs ont continué leur progression, ce qui a coûté 60bps au portefeuille en performance relative; nous ne trouvons pas de compagnies dans ces secteurs qui rencontrent nos critères d'évaluation et croyons que cette tendance va se renverser.

## Perspectives de marché et stratégie de portefeuille

La progression de la croissance économique demeure robuste alors que la tendance provient d'une base élargie, même si nous devons souligner que la zone euro ressort du lot comme point d'initiation du changement en plus d'être la plus importante économie du monde. La vigueur de l'économie accompagnée d'une inflation modérée a permis aux marchés à risque, particulièrement ceux des actions et des obligations corporatives, de mettre à l'écart les tensions géopolitiques telles que la menace d'une guerre entre les États-Unis et la Corée du Nord. Pour le Canada, les perspectives économiques à court terme sont plus incertaines en dépit de deux trimestres de croissance. Plus précisément, l'investissement des entreprises doit faire face à deux incertitudes potentielles qui sont dépendantes de la politique américaine. La première est issue des négociations sur l'ALENA qui pourraient limiter l'avantage commercial des entreprises canadiennes avec les États-Unis. La deuxième est la réforme de l'imposition récemment acceptée par les États-Unis qui pourrait réduire considérablement l'avantage des corporations canadiennes, engendrant ainsi plus d'incertitude quant aux plans de dépenses des entreprises. À cela, il faut ajouter le gain le plus important du dollar canadien contre le dollar américain depuis 2004 et la poursuite des investissements des entreprises devient un nouveau défi. La Banque du Canada est consciente du risque que l'endettement record des ménages provoque pour les dépenses des consommateurs, de telle sorte que nous pensons qu'elle sera très prudente à l'avenir concernant la hausse des taux. Les taux d'intérêt à l'échelle mondiale devraient demeurer faibles à long terme puisque nous pensons que les taux d'inflation resteront relativement contrôlés. Ultiment, une expansion significative des dépenses du gouvernement fédéral pourrait être l'élément qui allume le feu de l'inflation.

Le paysage économique comporte toujours des incertitudes mais les entreprises bien gérées peuvent et vont réussir dans la majorité des circonstances. Le Canada affiche quelques histoires de succès à l'échelle mondiale qui ont fait face à la compétition provenant de l'étranger et qui sont devenues des compétiteurs efficaces à l'extérieur de nos frontières. Nous nous appuyons sur notre solide capacité de recherche interne pour identifier ces « champions canadiens » en nous basant sur des critères clés tel que les principes fondamentaux de l'industrie, la qualité de la direction, la situation financière des entreprises et les évaluations. Nous continuons aussi de rechercher les opportunités liées à des régions à plus forte croissance. Les marchés financiers ont connu une longue période comportant une volatilité réduite, il serait donc normal d'anticiper que cette volatilité s'accroissent, particulièrement, alors que les politiques accommodantes des banques centrales ont atteint leur maximum. L'évolution économique globale est encore positive, ce qui continuera de supporter les marchés pendant qu'ils sont malmenés par des chocs inévitables.

Le Standard de Classification Industrielle Globale ("GICS®") a été développé par et est la propriété exclusive et une marque de service de MSCI Inc. et Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P") et fait l'objet d'une licence pour son utilisation par Jarislowsky, Fraser Limitée. Ni MSCI, S&P, ou toute autre partie impliquée dans l'élaboration et la compilation de GICS ou toute classification de GICS ne fait aucune représentation ou garantie expresse ou implicite en regard de ce standard ou de sa classification (ou des résultats obtenus lors de son utilisation), et toutes les parties ci-concernées rejettent expressément toutes les garanties concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la valeur commerciale et la justesse dans un but particulier en regard d'un tel standard ou classification. Sans limiter ce qui précède, lors de tout évènement MSCI, S&P et toute affilié ou toute tierce partie impliquée dans l'élaboration et la compilation GICS ou toute classification dans GICS n'aura de responsabilité pour tout dommage direct, indirect, spécial, punitif, consécutif ou tout autre dommage (incluant la perte de profits) même lors d'une notification d'une possibilité de tels dommages.

Ce document est publié aux fins de renseignements seulement. Le nom de Jarislowsky, Fraser Limitée (JFL) ou tout renseignement contenu dans ce rapport ne peut être copié ou être réutilisé sans le consentement au préalable de JFL.