

Au 31 décembre 2016

À l'aube de l'ère Trump

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

Économiste

Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

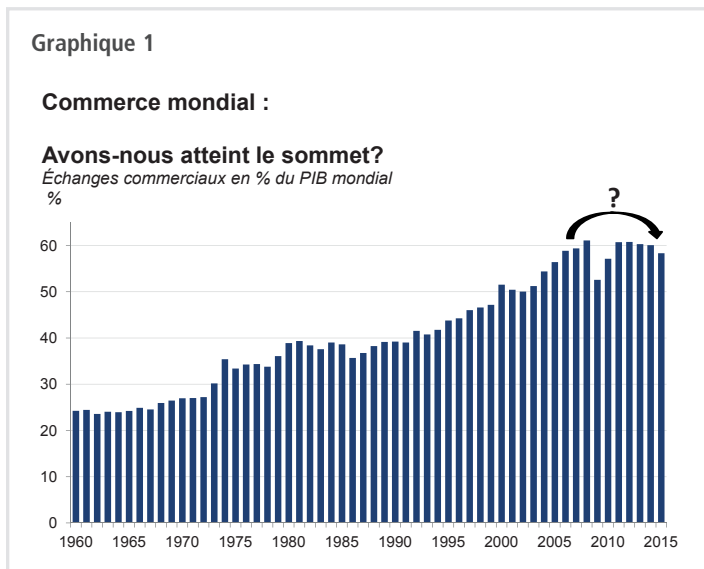
L'année 2016 aura été celle des surprises sur l'échiquier politique. Ce fut d'abord les citoyens anglais qui ont surpris la planète en votant pour que leur pays quitte l'Union européenne, qui demeure l'un des plus grands projets socioéconomiques de l'ère moderne, puis ce fut au tour des Américains d'élire à leur tête Donald Trump, un milliardaire flamboyant sans aucune expérience politique. C'est donc beaucoup d'incertitude qui plane sur les quatre prochaines années sur le plan économique étant donné le ton protectionniste adopté par Donald Trump lors de sa campagne électorale. La prospérité du modèle canadien dépend grandement de ses liens commerciaux avec les États-Unis, et le sort de l'ALENA (Accord de libre-échange nord américain), moteur important de la croissance économique canadienne depuis 1994, est maintenant remis en jeu. Les relations entre les États-Unis et la Chine, deux plus grandes puissances mondiales, sont déjà chamboulées avant même l'entrée en fonction du nouveau président, ce qui présage une période de tumultes sur la scène géopolitique. De plus, les potentiels risques de conflits d'intérêts de monsieur Trump, qui détient un vaste empire immobilier qui s'étend dans plusieurs pays, laissent plusieurs observateurs politiques craintifs.

Pour le moment, les marchés financiers semblent applaudir l'arrivée de monsieur Trump. Certains vont même jusqu'à écrire que son arrivée réveillera l'appétit pour le risque et « l'instinct animal » des entrepreneurs américains. Difficile pour le moment d'avoir une idée claire de ce à quoi ressembleront les quatre prochaines années, et nous préférons, pour le moment, adopter une attitude prudente devant toute cette incertitude.

Monde : Le retour du protectionnisme?

L'élection de Donald Trump à la Maison-Blanche aura vraisemblablement des répercussions sur le commerce mondial, de par le ton protectionniste adopté par le président élu au cours de sa campagne.

L'ère de la mondialisation s'est amorcée au début des années 1970, alors que les pays industrialisés ont fait progressivement migrer une partie importante de leur production de biens à faible intensité en capital vers les pays en voie de développement (l'exemple classique étant l'industrie du textile, qui a pratiquement déserté l'Amérique du Nord au profit de l'Asie), ce qui a fait passer la part du commerce, qui représentait 25 % de l'économie mondiale en 1965, à plus de 60 % à son sommet en 2008 (graphique 1). La vitesse folle de la croissance des liens commerciaux a en fait été l'un des principaux moteurs de l'économie mondiale au cours des 40 dernières années, de concert avec l'arrivée des baby-boomers sur le marché du travail et les avancées technologiques liées à l'informatisation.



Les grands traités commerciaux du passé, dont l'ALENA, ont apporté avec eux des changements marqués aux structures industrielles des pays développés. L'accession de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce en 2001, quant à elle, a été un facteur clé de l'ascension vertigineuse du commerce comme locomotive importante de la croissance. Toutefois, l'analyse du graphique précédent suggère que l'importance du commerce au sein de l'économie mondiale avait déjà atteint un sommet depuis la crise de 2008 et que, en fait, les échanges commerciaux représentaient depuis une part moins grande de la tarte économique.

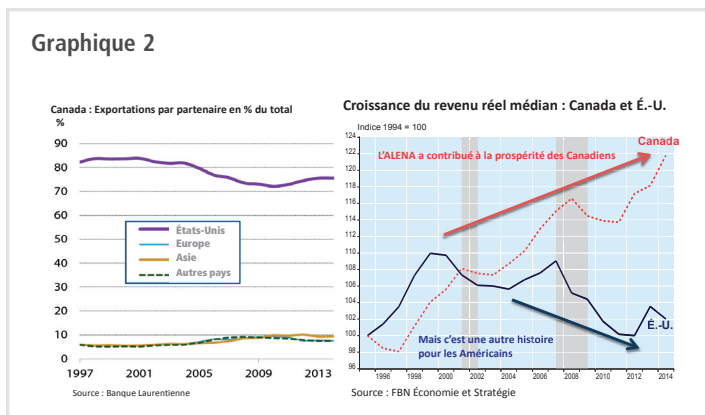
Certains observateurs montrent du doigt la simple atteinte de la taille limite de la chaîne de montage intégrée mondiale, d'autres le poids politique de la classe moyenne qui a vu la croissance économique s'accélérer sans pour autant en bénéficier (le pouvoir d'achat de la classe moyenne américaine serait actuellement, selon les données recueillies par l'économiste français Thomas Piketty, de 8 % inférieure à celui dont elle aurait bénéficié au début des années 1970). Un fait ressort toutefois à l'issue du vote anglais pour le Brexit en juin et de l'élection américaine de novembre : la fibre protectionniste de la classe moyenne au sein des pays développés est de plus en plus sensible, et ce fait se dégagera naturellement, de façon de plus en plus marquée, des politiques économiques des pays industrialisés.

Europe : À l'aube d'une année charnière

Le référendum tenu en début décembre pour la modification de la constitution italienne s'est soldé par une victoire du non et par la démission du premier ministre Matteo Renzi. L'issue du référendum n'a pas vraiment créé de surprise étant donné les sondages qui donnaient un net avantage au camp du non. L'année 2016 a donc été l'année des référendums infructueux en Europe, et l'année 2017 s'annonce maintenant tout aussi chargée sur l'échiquier politique, puisque la France et l'Allemagne, piliers de l'Union européenne, tiendront des élections générales.

D'abord, ce sera au tour de la France de tenir une élection présidentielle en avril et en mai prochains lors de laquelle un nouveau président ou une nouvelle présidente sera élu, étant donné que le président sortant François Hollande ne se représentera pas après son premier mandat. Il est trop tôt pour tenir compte des sondages d'opinion, mais le message anti-européen avancé par le Front national, avec à sa tête Marine Le Pen, présente un risque évident pour le projet européen.

Ensuite, ce sera l'Allemagne qui passera aux urnes pour élire son gouvernement en octobre. Angela Merkel, au pouvoir depuis 2005, cherchera à obtenir un



Au 31 décembre 2016

nouveau mandat malgré une année difficile en 2016, marquée par une baisse de sa cote de popularité et plusieurs revers électoraux aux élections régionales.

États-Unis : L'ère Trump s'amorce

On peut dire que ce fut l'événement de l'année 2016 : Donald Trump a été élu comme 45^e président des États-Unis lors de l'élection du 8 novembre et entrera en fonction le 20 janvier 2017. Le résultat de l'élection a été perçu comme une surprise, en raison des sondages qui donnaient jusqu'à la fin la candidate Hillary Clinton comme favorite.

Les États-Unis (et le monde!) s'apprêtent donc à entrer dans l'ère Trump, qui sera fort probablement tout sauf ennuyeuse étant donné le caractère imprévisible et le côté réactif de monsieur Trump, lui qui ne se retient pas de commenter l'actualité, les relations internationales ni même les imitations faites par les comédiens de l'émission américaine *Saturday Night Live* sur son compte Twitter.

Mais au-delà du personnage, ce qui importe, pour les investisseurs, est la nature des politiques économiques que la nouvelle administration compte mettre de l'avant. Ces politiques se déclinent sur trois axes principaux.

Premièrement, la politique la plus importante vise les taux d'imposition. Monsieur Trump propose de réduire les impôts des particuliers et des entreprises, ce qui devrait rapidement avoir un effet expansionniste sur l'économie américaine. La proposition la plus intéressante consiste à réduire et à faire passer de 35 % à 15 % le taux d'imposition des entreprises, ce qui encouragera ainsi les entreprises à investir et à embaucher davantage de main-d'œuvre.

Du côté de l'impôt des particuliers, le portrait est moins clair. Le plan fiscal avancé par l'équipe de Donald Trump vise l'abaissement de tous les paliers d'imposition, mais ce seraient surtout les (très) riches qui bénéficieraient de réductions substantielles d'impôt. Pour certains groupes qui font partie de la classe moyenne, l'abolition de déductions pourrait même faire augmenter leur fardeau fiscal. Au net, il restera plus d'argent dans les poches des contribuables américains, ce qui devrait stimuler la consommation et, ainsi, la croissance économique. Cependant, l'impact pourrait être moins important qu'attendu.

Deuxièmement, l'équipe Trump propose d'investir dans les infrastructures, principalement dans les secteurs des transports, de l'eau potable, des télécommunications et de la sécurité nationale. Le modèle avancé serait mis en œuvre en faisant appel à des partenariats publics-privés et en incitant les entreprises à assumer d'importantes portions des projets. Cette politique sera également expansionniste, mais les effets bénéfiques, comme nous le

Tableau 1
Rendements du marché obligataire canadien au 31 décembre 2016

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	(3,4)	1,7
Indice d'obligations à court terme FTSE TMX Canada	(0,5)	1,0
Indice d'obligations à moyen terme FTSE TMX Canada	(3,1)	1,6
Indice d'obligations à long terme FTSE TMX Canada	(7,5)	2,5
FTSE TMX Canada Fédéral	(3,3)	0,0
FTSE TMX Canada Provinces	(4,9)	1,8
FTSE TMX Canada Municipalités	(3,9)	2,0
FTSE TMX Canada Sociétés	(1,8)	3,7

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

constatons présentement au Canada, devraient prendre de 12 à 18 mois avant de se manifester.

Finalement, le troisième grand axe est celui du protectionnisme. Alors que les deux axes précédents ont un caractère nettement expansionniste, il est difficile de voir de quelle façon la fermeture des frontières pourrait stimuler la croissance économique.

Certes, quelques secteurs d'activité (principalement le secteur manufacturier) pourraient renaître de leurs cendres si l'administration Trump décidait d'imposer d'importants tarifs douaniers aux produits provenant de la Chine et du Mexique, mais cette création d'emplois serait compensée par une hausse directe et immédiate de l'inflation, faisant en sorte que les gains des uns seraient financés par des prix plus élevés à l'échelle nationale.

De plus, il serait illusoire de penser que l'imposition par les États-Unis de tarifs douaniers ne serait pas accompagnée de représailles de la part de ses partenaires commerciaux, ce qui nuirait ainsi à d'autres industries exportatrices américaines qui dépendent des relations commerciales avec ces marchés.

Ce sera donc un jeu de souque à la corde auquel nous assisterons au cours des prochaines années, alors que la gestion des relations internationales jouera un rôle de premier ordre dans les chances de succès du plan expansionniste de l'équipe Trump.

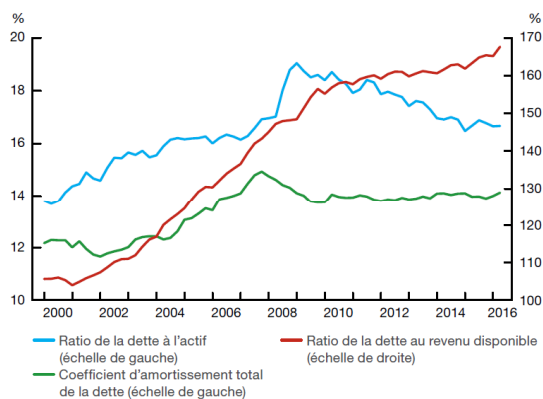
Pour notre part, nous avons quelques réserves par rapport à l'impact que ce plan expansionniste pourrait avoir, même si tout se passait pour le mieux. On entend plusieurs observateurs comparer l'arrivée de Donald Trump à celle de Ronald Reagan, qui avait bel et bien réussi à relancer la croissance économique au début des années 1980, mais les contextes sont et les résultats probables seront, selon nous, bien différents.

Monsieur Reagan est entré en fonction à la suite de deux courtes récessions, qui avaient poussé à la hausse le taux de chômage jusqu'à près de 8 %. Le ratio de la dette au PIB était alors de 30 %, le taux marginal d'imposition le plus élevé touchait 70 % et les premiers baby-boomers étaient alors âgés de 34 ans seulement.

Monsieur Trump, quant à lui, arrivera en poste après sept années complètes d'expansion économique, avec un taux de chômage sous les 5 % (et probablement sous le niveau du plein emploi), avec un ratio de dette au PIB qui dépasse les 75 %, un taux marginal d'imposition supérieur qui se situe sous les 40 % et, facteur encore plus aggravant, avec des baby-boomers qui, massivement, ne feront plus partie de la population active. L'impact que

Graphique 3

Le ratio de la dette au revenu disponible a augmenté



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2016T2

Au 31 décembre 2016

Tableau 2
Rendements du marché au 31 décembre 2016

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,1	0,5
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	(3,4)	1,7
Indice composé S&P/TSX	4,5	21,1
S&P 500 (\$ CA)	6,3	8,6
MSCI - EAEO (\$ CA)	1,6	(2,0)
MSCI - Monde (\$ CA)	4,3	4,3
TAUX DE CHANGE (\$ CA / \$ US)	2,4	(3,0)

Tableau 3
Rendements du marché boursier canadien
au 31 décembre 2016

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	7,0	35,5
Matériaux	(6,2)	41,2
Industrie	5,3	22,8
Consommation discrétionnaire	1,5	10,7
Biens de consommation de base	(1,5)	7,5
Santé	(28,6)	(78,5)
Finance	11,5	24,1
Technologies de l'information	(0,5)	5,2
Télécommunications	(2,8)	14,7
Services aux collectivités	(0,4)	17,7
Immobilier	0,1	-
Indice composé S&P/TSX	4,5	21,1

pourraient avoir les politiques proposées sur la croissance dans le contexte actuel, même si elles ont une nature similaire, s'en trouve grandement réduit. Si une aussi grande partie des capacités excédentaires sont résorbées, l'impact devrait surtout se manifester du côté de l'inflation.

Malgré tout, comme nous l'avons montré au trimestre précédent, la volonté de Donald Trump d'utiliser l'outil fiscal pour soutenir la croissance constitue un changement de donne majeur pour les banques centrales mondiales. Après plusieurs années au cours desquelles la totalité du soutien à la croissance reposait sur la politique monétaire et après plusieurs appels à l'aide des banques centrales aux principaux gouvernements de la planète, la première économie mondiale répond à l'appel et s'apprête à prendre le relais du soutien à la croissance. Ce constat, à lui seul, a eu des effets directs sur les attentes des marchés à l'égard des politiques monétaires mondiales et, incidemment, à l'égard des taux d'intérêt.

Canada : Qu'advient-il de l'ALENA?

L'élection américaine aura clairement des ramifications importantes dans l'économie canadienne étant donné les étroites relations commerciales qui unissent les deux pays. D'une part, les États-Unis sont la première destination des exportations canadiennes (environ 75 % de nos exportations y sont dirigées) et, d'autre part, le Canada est la première destination des exportateurs américains, avec près de 20 % de parts de marché.

C'est pourquoi le discours protectionniste adopté par Donald Trump, dans lequel il a répété à plusieurs reprises vouloir renégocier l'ALENA, a de quoi attirer l'attention des Canadiens. Bien que le Mexique soit clairement le pays visé par ces commentaires, il n'en reste pas moins qu'une renégociation du plus important traité commercial signé par le Canada pourrait avoir un impact profond sur les entreprises et les consommateurs canadiens. Il est difficile en effet d'envisager que le pays en sortirait en position plus avantageuse.

La raison pour laquelle l'ALENA est un accord aussi important pour les Canadiens est simple : le Canada est, au sein de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques), l'un des meilleurs pays en matière de redistribution de la richesse. Donc, contrairement aux États-Unis où les bénéfices provenant de l'ouverture des frontières ont surtout été dirigés vers les plus riches (les détenteurs de capital), notre système fiscal a fait en sorte que le ménage canadien moyen a vu son pouvoir d'achat augmenter de façon soutenue depuis la ratification de l'ALENA en janvier 1994 (graphique 2). Il faut donc comprendre que les ménages canadiens ont intérêt à ce que nos entreprises conservent cet accès privilégié au plus important marché de consommation de la planète.

L'équipe de monsieur Trump a spécifié que le virage protectionniste ferait partie de ses priorités au cours des 100 premiers jours de son mandat. On aura alors probablement un avant-goût du sort de l'ALENA dès le premier trimestre de 2017.

À l'échelle du pays, c'est encore une fois les marchés immobiliers de Vancouver et de Toronto qui font jaser ainsi que l'endettement des ménages qui, selon certaines mesures, continue d'empirer. La Banque du Canada (BdC), dans sa *Revue du système financier* de décembre 2016, a d'ailleurs indiqué que ces deux facteurs comptaient parmi les principales vulnérabilités du système financier canadien.

Le quatrième trimestre a d'ailleurs vu naître de nouvelles mesures macroprudentielles qui visaient à resserrer les règles de financement du logement et à assurer la sécurité à long terme des Canadiens. En plus de mesures imposées par les autorités fédérales et provinciales, la Ville de Vancouver a également mis de l'avant une taxe annuelle sur les logements inoccupés qui représente 1 % de la valeur estimative de la propriété et qui entrera en vigueur en 2017. Pour le moment, le marché de la revente à Vancouver semble effectivement avoir perdu de sa vigueur, mais le marché torontois continue d'être en pleine ébullition, ce qui indique une demande « intarissable » de la part des immigrants qui convergent vers la grande région de Toronto.

L'endettement des ménages, selon la métrique habituellement véhiculée du ratio de la dette au revenu disponible, continue aussi son ascension (graphique 3). Ce qui inquiète de plus en plus la Banque du Canada est la répartition de la dette, puisque la proportion des ménages jugés très endettés (ratio de dette au revenu qui dépasse les 450 %) poursuit sa progression dans plusieurs villes canadiennes, mais surtout à l'ouest d'Ottawa.

Nous demeurons d'avis que le portrait juste de l'endettement des ménages est donné par le ratio de la dette à l'actif, et celui-ci est en fait en recul constant depuis son sommet de 2008. Mais nous devons bien évidemment ne pas faire preuve de complaisance puisque la vulnérabilité des ménages les plus endettés pourrait être exacerbée par la hausse récente des taux d'intérêt.

Au 31 décembre 2016

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

	Min.	Neutre	Max.	Pondération actuelle	Surpondération (+)/ Sous-pondération (-)	Variation en cours de trimestre
Marché monétaire	0	5	25	6,0 %	+1,0 %	--
Or (lingot)		0		0,0 %	0,0 %	-2,0 %
Obligations canadiennes	20	45	70	28,0 %	-17,0 %	+3,0 %
Obligations internationales	0	0	15	8,0 %	+8,0 %	-0,5 %
Total – Obligations	20	45	70	36,0 %	-9,0 %	+2,5 %
Actions canadiennes	5	25	45	34,0 %	+9,0 %	+2,0 %
Actions États-Unis	0	12,5	45	10,0 %	-2,5 %	-7,0 %
Actions internationales	0	12,5	45	14,0 %	+1,5 %	+4,5 %
Marchés émergents	0	0	45	0,0 %	0,0 %	--
Total – Actions étrangères	5	25	45	24,0 %	+8,0 %	-2,5 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

Du côté de l'emploi, l'année 2016 aura été bénéfique pour l'Ontario, le Québec et la Colombie-Britannique où il s'est ajouté respectivement 71 500, 69 100 et 55 400 emplois lors des onze premiers mois (graphique 4). Le reste du pays a quant à lui encaissé une perte de plus de 35 000 postes. Le résultat est que la province de Québec affichait en novembre le plus faible taux de chômage de son histoire à 6,2 %, devant l'Ontario à 6,3 % et tout juste derrière la Colombie-Britannique à 6,1 %.

Par contre, force est de constater que la totalité des emplois créés sont des emplois à temps partiel et que l'emploi à temps plein a même reculé de plus de 20 000 postes pendant la même période. De même, les emplois dans le secteur des biens ont eux aussi reculé, de sorte que ce sont les secteurs liés aux services qui agissent comme locomotive.

Ainsi, bien que la dépréciation du dollar canadien depuis 2014 ne se fasse pas encore sentir sur la nature des emplois créés au pays, le marché du travail des trois provinces qui, selon nous, devaient bénéficier de la faiblesse du huard a connu une appréciation significative cette année.

Marchés financiers : Absence généralisée de peur

L'année 2016 se sera déroulée dans un calme relatif, à l'exception bien sûr des six premières semaines de l'année pendant lesquelles les investisseurs se sont mis à anticiper une récession mondiale en réaction au recul marqué du prix du pétrole.

Tout comme au troisième trimestre, à la suite du vote sur le Brexit, le marché boursier a rapidement encaissé le choc de la surprise causée par l'élection de Donald Trump. On se plaisait même à dire que la nouvelle du Brexit avait été écartée après trois jours seulement et celle de l'élection américaine, après trois heures. Cette affirmation est en fait assez près de la réalité, puisque, peu après l'ouverture des marchés le 9 novembre, les indices boursiers américains sont repartis à la hausse, sans regarder derrière, jusqu'à la fin de décembre.

C'est en fait le résultat d'une importante rotation sectorielle qui s'est opérée dès le lendemain du vote (graphique 5), menée par la forte hausse des secteurs de la finance (anticipations de déréglementation des banques), de l'énergie (anticipations de déréglementation des producteurs de pétrole américains), de l'industrie et des matériaux (programme de dépenses en infrastructures). De l'autre côté du spectre, les secteurs considérés comme défensifs, tels les services publics et la consommation de base, ont reculé, en raison d'un appétit pour le risque accru et de la révision à la hausse des attentes à l'égard de la croissance économique et de l'inflation.

L'un des effets collatéraux notables de cette rotation marquée du positionnement des investisseurs est encore une fois la descente rapide, près des creux historiques, de l'indice de volatilité VIX, le baromètre de la peur au sein des marchés. Cela signifiait donc que le prix à payer pour se protéger contre un recul soudain des marchés qui, pour le moment, ne semblent tenir compte que des bonnes nouvelles qui pourraient résulter de l'ère Trump, avait chuté, lui aussi, à des niveaux historiquement faibles.

Mais c'est du côté du marché obligataire que la réaction a été la plus marquée. À l'échelle de la planète, la date du 8 novembre s'est révélée un point de rupture pour les taux d'intérêt. En décomposant les taux d'intérêt (voir la décomposition des taux 10 ans américains au graphique 6), on remarque une révision générale des anticipations à l'égard de l'inflation et de la trajectoire suivie par les politiques monétaires des principales banques centrales, montrée par le facteur « prime à terme », qui indique que les marchés s'attendent maintenant à ce que la Fed, entre autres, resserre les conditions financières.

Ce qui ressort également de cette analyse, de façon intéressante, est le fait que les attentes à l'égard de la croissance économique des dix prochaines années n'ont pas été révisées à la hausse, malgré le caractère expansionniste des politiques proposées par Donald Trump.

Finalement, l'entente signée par l'Organisation des pays producteurs de pétrole (OPEP) en novembre, et à laquelle ont souscrit quelques pays non OPEP dont la Russie, a fait augmenter le prix du pétrole au-delà des 50 \$ en fin d'année, et nous nous attendons maintenant à ce que le prix évolue dans une fourchette située entre 50 et 60 \$ en 2017. Le rééquilibrage du marché devrait avoir lieu progressivement en cours d'année, et il est donc probable que le prix ne converge que lentement vers le haut de la fourchette.

Cette situation a bien sûr des incidences sur le dollar canadien qui pourrait demeurer sous pression en début d'année en raison de l'incertitude entourant l'ALENA et du différentiel dans la direction des taux d'intérêt observé au Canada et aux États-Unis à la suite du message de la BdC qui répète ne pas vouloir emboîter le pas à la Fed ni intervenir au cours de l'année à venir. Il faudra donc peut-être attendre la deuxième moitié de 2017 avant de voir le dollar canadien s'apprécier et se diriger vers les 80 cents.

Le marché obligataire canadien, mesuré par l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada, encaisse un imposant recul de 3,4 % au quatrième trimestre, ce qui réduit son rendement annuel à 1,7 % en 2016. L'indice d'obligations à court terme FTSE TMX Canada a quant à lui reculé de 0,5 % (gain de 1,0 % en 2016) tout comme l'indice d'obligations à long terme FTSE TMX Canada, qui a finalement reculé de 7,5 % en cours de trimestre (gain de 2,5 % en 2016).

Au 31 décembre 2016

Tableau 5
Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 31 décembre 2016

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	Gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,50 %	+	0,00 %	=	0,50 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	3,10 %	+	(0,90) %	=	2,20 %
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes➤				8 % à 12 %

Le marché boursier américain, représenté par l'indice S&P 500, a affiché un rendement trimestriel fort positif, avec un gain de 3,8 % (+6,3 % en dollars canadiens), ce qui porte le rendement annuel total à 12,0 % (8,6 % en dollars canadiens). La bourse canadienne a elle aussi fait bonne figure grâce à une avancée de l'indice composé S&P/TSX de 4,5 % (21,1 % en 2016).

Les marchés boursiers de l'Europe et de l'Asie ont eux aussi affiché des gains au quatrième trimestre, contrairement aux marchés émergents. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI - Europe, a gagné 5,4 % (2,0 % en dollars canadiens), l'indice MSCI - EAEO a progressé de 7,1 % (1,6 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI - Monde a gagné 4,8 % (4,3 % en dollars canadiens). Finalement, l'indice MSCI - Marchés émergents a reculé de 1,4 % (-1,8 % en dollars canadiens). Pour l'année 2016, les rendements ont donc été de 7,2 % pour l'indice MSCI - Europe (-2,8 % en dollars canadiens), de 5,3 % pour l'indice MSCI - EAEO (-2,0 % en dollars canadiens), de 9,0 % pour l'indice MSCI - Monde (4,3 % en dollars canadiens) et de 10,1 % pour l'indice MSCI - Marchés émergents (8,3 % en dollars canadiens).

Stratégie : Protection du capital avant tout

Pour un deuxième trimestre d'affilée, nous avons adopté une stratégie de protection du capital. La réaction du marché boursier à la suite de l'élection présidentielle de novembre nous a surpris étant donné l'évaluation déjà élevée des marchés boursiers au moment de l'événement et tous les risques géopolitiques qui pourraient se manifester à la suite de l'arrivée de Donald Trump à la Maison-Blanche. Le marché américain semble déjà « intégrer » la totalité des bonnes nouvelles potentielles tout en écartant les risques (représailles protectionnistes qui heurtent les multinationales américaines, conflit politique entre les États-Unis et la Chine, force excessive du dollar américain et échec dans la mise en application des politiques économiques proposées par monsieur Trump, pour n'en nommer que quelques-uns).

Dans un contexte d'évaluations élevées des places boursières jumelées à un coût historiquement faible de la protection, nous avons maintenu une stratégie défensive : investissement à la cible dans les marchés boursiers tout en se

dotant d'une police d'assurance au moyen d'options de vente sur indices. Nos portefeuilles bénéficient ainsi de la majeure partie du mouvement haussier des marchés, tout en étant grandement protégés contre les mouvements baissiers. Le coût de cette protection pèse bien entendu sur les rendements des fonds lorsque les marchés demeurent en hausse et affichent une faible volatilité, mais elle a le potentiel de devenir l'un de nos meilleurs investissements advenant un recul des marchés ou un retour de la volatilité.

Pour ce qui est de la portion obligataire de nos fonds, nous avons profité de la hausse récente des taux d'intérêt pour réduire notre sous-pondération, tout en conservant un parti pris pour les obligations provinciales et les obligations de sociétés de haute qualité. Il demeure difficile d'anticiper la trajectoire à court terme des taux d'intérêt, mais nous croyons toujours que, à long terme, leur trajectoire sera à la hausse.

Finalement, nous conservons une vue baissière sur le dollar canadien en première moitié d'année 2017 pour les raisons énoncées dans la section précédente. Toutefois, advenant une hausse soutenue du prix du pétrole, nous pourrions réinstaurer une stratégie de couverture active de la devise canadienne afin de protéger les actifs des portefeuilles libellés en dollars américains.

Nous avons conservé une surpondération des actions au quatrième trimestre, ce qui rend compte de notre importante détention d'options de vente sur les principaux indices dans lesquels les fonds que nous gérons sont investis (nous donnant ainsi, de *facto*, un profil de risque asymétrique). Les actions canadiennes représentaient en fin de trimestre 33,8 % du Fonds Diversifié, dont 6,0 % de titres de sociétés à petite capitalisation, et les actions internationales, 24,4 % de l'actif.

La pondération des obligations demeure inférieure à la cible : 35,6 % par rapport à une cible de 45 %. Nous avons profité de la hausse des taux à long terme depuis l'élection de novembre pour réduire légèrement cette sous-pondération.

L'encaisse représente maintenant 6,2 % de l'actif du Fonds.

Au 31 décembre 2016

Tableau 6
Scénarios économique et financier

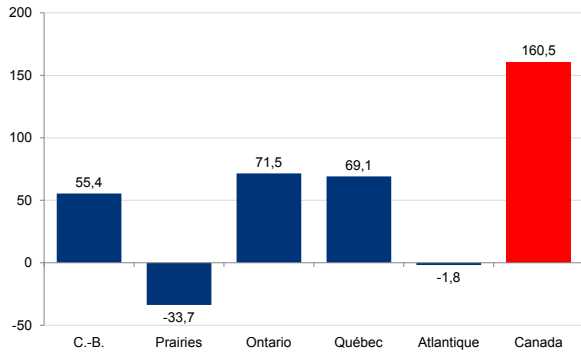
		Scénario économique					Variation depuis le 30 septembre 2016	
		2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018
États-Unis	PIB réel	2,6 %	1,6 %	2,2 %	2,3 %	2,2 %	-0,1 %	+0,2 %
	Taux d'inflation	0,1 %	1,3 %	2,3 %	2,4 %	2,0 %	+0,1 %	+0,2 %
	Taux de chômage	5,3 %	4,9 %	4,7 %	4,6 %	4,5 %	+0,1 %	--
Canada	PIB réel	0,9 %	1,3 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	-0,1 %	-0,1 %
	Taux d'inflation	1,1 %	1,5 %	1,9 %	1,9 %	2,0 %	-0,1 %	--
	Taux de chômage	6,9 %	7,0 %	7,0 %	6,9 %	6,8 %	+0,1 %	+0,1 %

		Scénario financier*				Variation depuis le 30 septembre 2016	
		Cibles					
		Actuel	juin 2017	déc. 2017	juin 2018	juin 2017	déc. 2017
Taux d'intérêt							
	U.S. taux 10 ans	2,45 %	2,80 %	3,00 %	3,25 %	+0,60 %	+0,50 %
	Canada taux 10 ans	1,72 %	2,00 %	2,20 %	2,45 %	+0,50 %	+0,50 %
Taux de change							
	\$ US/\$ CA	0,74	0,72	0,77	0,8	-0,04	+0,01
	\$ US/Euro	1,05	1,00	1,00	1,00	-0,10	-0,10
	Pétrole (WTI), \$ US	53,72	55	60	60	--	+5
	S&P 500	2 239	2 300	2 355	2 425	+85	+95
	S&P/TSX	15 288	15 950	16 580	17 225	+815	+1 110

* fin de période

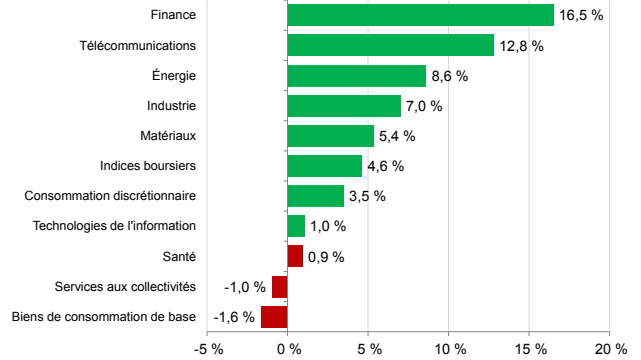
Graphique 4

Création d'emplois au Canada en 2016, après 11 mois
En date du 30 novembre (en milliers)



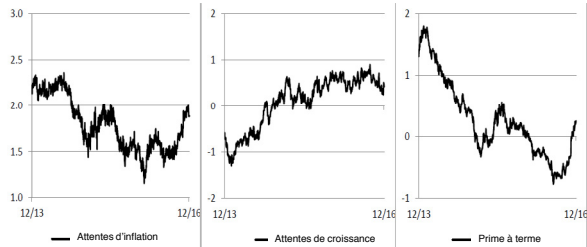
Graphique 5

S&P 500 : Rendements des secteurs depuis l'élection de Trump
Du 9 novembre au 30 décembre 2016



Graphique 6

Décomposition des taux américains à 10 ans, au 30 décembre 2016



Source : IA Economie, données obtenues de Bloomberg