

Au 31 mars 2018

Géopolitique et volatilité

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

Économiste

Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

Le grand échiquier géopolitique vit actuellement une transformation importante.

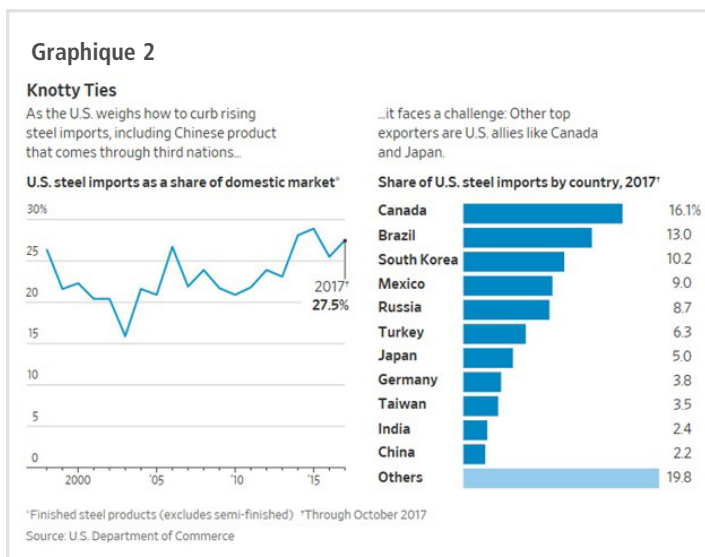
Le président chinois, Xi Jinping, vient tout juste d'être proclamé président à vie, ce qui devrait lui laisser amplement le temps de porter à terme son plan : faire de la Chine le phare de l'économie mondiale pour les siècles à venir.

Au cours des dernières années, M. Xi a œuvré à consolider son pouvoir afin de se positionner de façon à redéfinir la zone d'influence internationale de la Chine et, autant que possible, d'y faire ses propres règles. Tout ceci se produit à un moment où certains remettent en cause le leadership américain, créant ainsi un vide que la Chine est prête à combler.

Tous les leaders mondiaux sont probablement d'accord sur le fait que la Chine ne suit pas les règles en matière de commerce international, surtout en ce qui a trait au respect de la propriété intellectuelle. C'est donc dans ce contexte que l'offensive commerciale américaine prenant forme actuellement s'insère : le géant américain vise à ramener à l'ordre son rival en tentant d'imposer, au minimum, des règles qui seront les mêmes pour tous. Malgré leur taille considérable, les Américains ne pourront agir seuls, ce qui explique leur stratégie, qui consiste à encourager leurs partenaires commerciaux (à coups de menaces de taxes d'importation sur les métaux transformés) à se joindre à eux dans un front commun.

Le véritable risque ici est que la lutte s'intensifie pour aboutir à une guerre commerciale entre les deux plus grandes économies de la planète, scénario peu probable à ce stade-ci, mais qui endommagerait sérieusement l'équilibre géopolitique mondial.

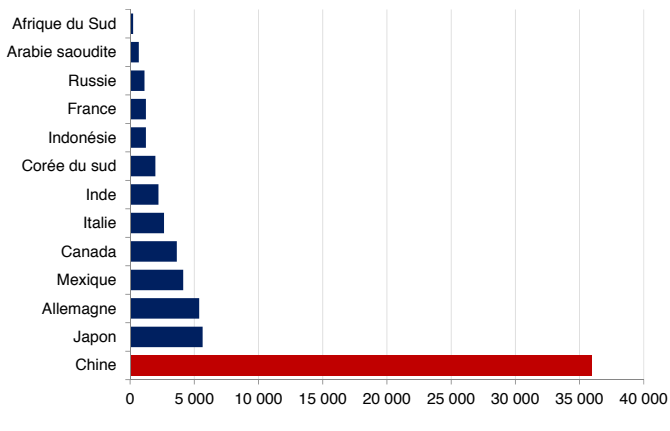
Du côté des marchés financiers, la volatilité a fait un retour remarqué au premier trimestre. On ne pouvait s'attendre à ce que la quasi-absence de volatilité sur les places boursières dure éternellement, et les pessimistes ont été servis en février lorsque la majorité des marchés boursiers ont reculé de plus de 10 % en quelques jours à peine. Il s'agissait cette fois-ci encore d'une opportunité d'achat, et il sera fort probablement avantageux d'adopter un comportement actif en 2018, question de profiter du retour à une saine volatilité.



Graphique 1

G20 : Déficit de la balance commerciale des États-Unis

En millions de dollar américain, au 31 décembre 2017



Monde : le spectre du protectionnisme plane sur la planète en 2018

Le ton de l'année économique 2018 a été donné par l'administration Trump : les menaces de mesures protectionnistes sont partout. Tout a bien sûr commencé l'an dernier, avec le lancement des renégociations de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA), mais la stratégie américaine a commencé à prendre forme au cours du premier trimestre.

Les États-Unis ont d'abord annoncé, au début du mois de mars, l'imposition large et étendue de taxes visant les importations d'acier et d'aluminium, sous le prétexte de la sécurité nationale. Heureusement pour les Canadiens, des exemptions ont rapidement été annoncées pour les principaux pays alliés des Américains, dont le Canada et le Mexique, qui se trouvaient directement dans la ligne de mire d'une stratégie qui vise clairement la Chine, pays responsable de 40 % du déficit commercial américain (graphique 1). Le moyen semblait initialement mal choisi, puisque la Chine est certes l'un des plus importants producteurs de métaux transformés de la planète, mais ne s'approprie en fait qu'une mince part de ce marché aux États-Unis (graphique 2).

Cette annonce a été suivie d'une levée de boucliers, principalement.

Malgré une réaction initiale difficile, particulièrement en Europe, où les menaces de représailles ont rapidement jailli (l'Europe travaille d'ailleurs déjà à l'imposition d'une taxe « numérique » visant les géants américains que sont Google, Facebook et autres), nous remarquons qu'un consensus se dessine lentement au sein des discours tenus par les politiciens de la planète. On reconnaît que la Chine agit dans plusieurs dossiers commerciaux de façon déloyale, surtout en matière de propriété intellectuelle, et il est grand temps que la communauté internationale s'unisse et fasse front commun.

Vue sous cet angle, la stratégie américaine semble viser juste, c'est-à-dire qu'en faisant pression sur ses principaux partenaires commerciaux avec des menaces de mesures protectionnistes, les Américains semblent réussir à obtenir de ceux-ci une coopération dans la réponse à donner à la Chine. Il ne faut pas oublier qu'une entreprise étrangère voulant opérer en territoire chinois est tenue de créer un partenariat avec une entreprise locale et, incidemment, de lui donner accès à sa technologie.

Du côté des données économiques, l'histoire japonaise attire de plus en plus notre attention.

Au 31 mars 2018

Nous en sommes maintenant à huit trimestres consécutifs de croissance positive au Japon (graphique 3), après deux décennies complètes de faux départs et d'enlisement. La victoire de Shinzo Abe, qui a fait le pari d'une élection anticipée à l'automne, lui permet d'assurer la poursuite de son plan en trois étapes (politique monétaire ultra-accommodante, stimuli fiscaux et réformes structurelles), qui semble finalement porter fruit. L'inflation, qui faisait défaut depuis plus de 20 ans au Japon, se dirige maintenant de façon stable vers la cible de 2 % (graphique 4), ce qui convainc la Banque du Japon qu'elle pourra finalement entamer à son tour la normalisation de sa politique monétaire. Mais la prudence demeure de mise et le gouverneur de la Banque, Haruhiko Kuroda, ne s'attend à aucun changement de cap d'ici au moins 2020.

L'un des principaux objectifs visés par le gouvernement Abe était de favoriser une hausse du taux de participation des femmes au marché du travail, et les résultats sont très encourageants pour le moment. L'effet net est que l'emploi total est en hausse au Japon, malgré un recul de la taille de la population (graphique 5). C'est donc un tour de force important pour un pays frappé de plein fouet par le vieillissement de sa population.

Europe : les bonnes nouvelles continuent

Le vieux continent vient tout juste de connaître sa meilleure année économique en plus de 10 ans, et tout indique que l'année 2018 sera bonne elle aussi.

La croissance de l'économie de la zone euro a en effet atteint des sommets inégalés depuis la crise financière, avec un rythme de 2,7 % en 2017. La confiance des ménages demeure elle aussi fort élevée en ce début d'année, malgré une légère baisse par rapport au chiffre du trimestre dernier, le plus élevé depuis 17 ans.

Tous ces progrès sont reflétés dans l'évolution du cycle de crédit européen, qui continue de s'accélérer, tant pour les ménages que pour les entreprises (graphique 6). C'est exactement le résultat visé par la Banque centrale européenne (BCE), qui maintient depuis plusieurs années l'une des politiques monétaires les plus accommodantes de la planète, avec un taux directeur en territoire négatif et des achats mensuels de titres obligataires sur le marché secondaire (mesure communément appelée assouplissement quantitatif).

On remarque aussi des progrès constants sur le marché du travail.

Le rythme de création d'emplois au sein de la zone euro a dépassé les 1,5 % en 2017, un sommet depuis la fin 2007, une nette accélération depuis 2014 et même un rythme plus rapide qu'aux États-Unis (graphique 7). En fait, rappelons-nous que la zone euro perdait des emplois en 2012 et 2013 !

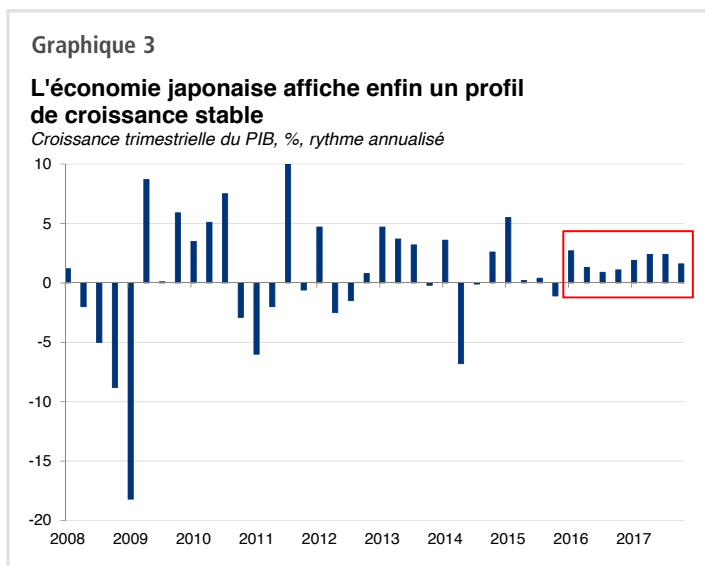


Tableau 1
Rendements du marché obligataire canadien au 31 mars 2018

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

Cette nette amélioration de la situation fait en sorte que le taux de chômage au sein de la zone euro a atteint 8,7 % à la fin de l'année 2017, un niveau élevé selon les critères nord-américains, mais qui représente un net progrès par rapport aux plus de 12 % atteints en 2013. En regardant plutôt l'échantillon réduit des 28 plus importantes économies de la région, le taux de chômage passe à 7,3 %, un niveau supérieur d'à peine quelques dixièmes de point de pourcentage au creux pré-récession observé au début de 2008 (graphique 8).

Tous ces progrès ont été suffisants pour convaincre la BCE de préparer le terrain pour l'étape suivante : la normalisation de sa politique monétaire. À l'heure actuelle, la BCE est en train de réduire progressivement la taille de ses achats mensuels de titres obligataires et entend y mettre fin en septembre 2018.

Entre-temps, les investisseurs cherchent partout où ils le peuvent des indices relativement au moment où la première hausse du taux directeur de la BCE pourrait survenir.

Une première indication a peut-être été lancée en mars, lors de la plus récente décision de la BCE (le conseil a choisi de maintenir le statu quo), alors que le communiqué accompagnant la décision ne faisait plus mention de la possibilité d'allonger ou d'augmenter la taille des achats mensuels, un changement important de ton.

Certains médias ont ensuite relayé des propos des membres du comité gouverneur comme quoi une stratégie de hausse progressive du taux directeur pourrait être lancée dès la première moitié de 2019. On s'attend donc à ce que l'évolution de la politique monétaire européenne ajoute une pression haussière aux taux d'intérêt mondiaux au cours de la prochaine année.

États-Unis : l'an deux de l'ère Trump

Nous entrons maintenant dans la deuxième année du mandat de Donald Trump à la présidence américaine, et il semble que celle-ci pourrait être encore plus mouvementée que la première.

Alors que le focus était clairement axé sur l'économie nationale en 2017 (déréglementation du secteur financier et réforme fiscale, entre autres), il semble que le regard de l'administration Trump soit maintenant rivé sur l'extérieur du pays en 2018. Au-delà des déclarations-choc, la stratégie commerciale américaine se dessine progressivement.

Tout a commencé, comme mentionné ci-dessus, par le lancement, en 2017, de la renégociation de l'ALÉNA, le plus important accord commercial de la planète. Personne ne remettait en question le besoin de réviser les termes de cet accord

Au 31 mars 2018

Tableau 2
Rendements du marché au 31 mars 2018

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	1 an
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	0,3	0,8
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	0,1	1,4
Indice composé S&P/TSX	(4,5)	1,7
S&P 500 (\$ CA)	2,1	10,2
MSCI - EAEO (\$ CA)	1,3	11,0
MSCI - Monde (\$ CA)	1,6	9,8
TAUX DE CHANGE (\$ CA / \$ US)	2,9	(3,3)

Tableau 3
Rendements du marché boursier canadien
au 31 mars 2018

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	1 an
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	(9,4)	(10,9)
Matériaux	(4,3)	(2,9)
Industrie	(2,6)	10,7
Consommation discrétionnaire	(2,9)	11,4
Biens de consommation de base	(5,9)	(1,2)
Santé	(13,5)	29,0
Finance	(3,5)	5,7
Technologies de l'information	10,2	20,3
Télécommunications	(6,7)	2,0
Services aux collectivités	(5,9)	(2,8)
Immobilier	0,5	6,8
Indice composé S&P/TSX	(4,5)	1,7

datant de près de 25 ans et qui ne cadraient plus parfaitement avec la réalité économique nord-américaine. Du même coup, l'exercice offrait au président une bonne plateforme d'essai pour préparer sa stratégie de négociation avec sa véritable cible : la Chine.

On reproche collectivement à la Chine, en plus de ses pratiques de non-respect de la propriété intellectuelle, d'inonder certains marchés, dont celui de l'acier, avec des produits vendus à des prix jugés déraisonnablement bas, à l'avantage net des Chinois, qui opèrent une économie contrôlée où le gouvernement peut diriger à sa guise l'utilisation des ressources. Par exemple, il est possible au gouvernement chinois d'accaparer des parts de marché à l'échelle internationale en faisant affluer des prêts et des travailleurs dans un secteur particulier, permettant ainsi une production à un prix inférieur à ses concurrents.

Ceci nous amène donc à l'imposition de taxes d'importation sur l'aluminium et l'acier, qui semble de prime abord manquer la véritable cible mais qui, à y regarder de plus près, n'est peut-être pour les Américains qu'un outil de négociation avec ses partenaires commerciaux. Tout pays souhaitant être exempté de ces taxes sera encouragé, entre autres conditions, à participer aux efforts des États-Unis sur la question des pratiques commerciales chinoises.

Après cette phase initiale, l'administration Trump est passée à la fin du mois de mars à la deuxième étape avec l'annonce de taxes visant approximativement 50 milliards de dollars de biens importés de Chine, en plus de l'annonce de son intention de restreindre drastiquement l'accès aux entreprises chinoises désireuses de faire des acquisitions en sol américain. La réponse de la Chine a été somme toute modérée, et en fin de trimestre, on faisait état de négociations constructives vers un règlement à l'amiable. Comme toujours, le diable sera dans les détails, mais il semble exister une volonté réelle d'éviter une guerre commerciale entre les deux plus grandes économies de la planète.

Du côté des données économiques, le premier trimestre a encore une fois été marqué par un ralentissement de la croissance du PIB. Même si on s'attend à une bonne performance de la première économie mondiale en 2018, qui devrait être stimulée par les effets bénéfiques de la réforme fiscale, on remarque un certain passage à vide du côté des dépenses de consommation.

Le fait que le taux d'épargne des ménages soit proche des creux historiques (graphique 9) annonçait déjà qu'un ralentissement de la tendance était prévisible dans les dépenses de consommation, mais la situation devrait se renverser en cours d'année, lorsque l'effet richesse provenant des baisses d'impôt fera son effet. On s'attend aussi à une hausse des dépenses d'investissement des entreprises qui, comme les ménages, bénéficieront d'un taux d'imposition plus avantageux et qui se disent elles aussi très optimistes par rapport aux perspectives à long terme (graphique 10).

Enfin, la Réserve fédérale américaine (la Fed) a haussé son taux directeur pour la première fois en 2018, le 21 mars dernier. Il s'agissait de la première décision de la Fed sous la présidence de Jerome Powell, qui prend officiellement le relais de Janet Yellen.

En bref, la Fed reconnaît le léger ralentissement observé en début d'année, mais élève de façon marquée ses attentes à l'égard de la croissance au cours des prochaines années. Malgré tout, la Fed n'entrevoit pas d'accélération imminente de l'inflation, ce qui a été perçu par les marchés comme étant caractéristique d'une approche prudente. Nous anticipons maintenant quatre hausses du taux directeur américain en 2018, suivies de trois à quatre hausses supplémentaires en 2019.

Canada : en vitesse en croisière

La croissance de l'économie canadienne devrait être inférieure à celle de nos voisins du Sud en 2018, mais il n'y a aucune inquiétude à avoir et tous les indicateurs demeurent au vert.

Tout comme aux États-Unis, les indicateurs économiques canadiens ont affiché un ralentissement clair en début d'année. Que ce soit du côté des ventes manufacturières, du commerce international ou des ventes au détail, nous observons soit un ralentissement, soit un rebond plus faible que prévu de l'activité.

La mollesse récente des données économiques n'a pas été suffisante pour empêcher la Banque du Canada (BdC) d'aller de l'avant avec une nouvelle hausse de son taux directeur en janvier. La Banque a même fait état de la vigueur surprenante de l'économie en 2017 et des progrès notables du marché du travail, qui affiche présentement le plus faible taux de chômage depuis 1976 (graphique 11).

Le focus de la Banque se tourne maintenant vers les négociations de l'ALÉNA, qui nous semblent prendre une tournure positive.

La plus récente ronde de négociation, tenue début mars, semblait initialement s'être terminée sur une note amère, le représentant américain ayant martelé à plusieurs reprises que le temps commençait à manquer pour en venir à une entente (l'approche d'élections au Mexique, en Ontario et au Québec venant probablement brouiller les cartes).

Au 31 mars 2018

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 %	-2,0 %
Or (lingot)		0		2,5 %	+2,5 %	+0,5 %
Obligations canadiennes	20	45	70	27,0 %	-18,0 %	-4,0 %
Obligations internationales	0	0	15	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Total – Obligations	20	45	70	27,0 %	-18,0 %	-4,0 %
Actions canadiennes	5	25	45	38,0 %	+13,0 %	+7,0 %
Actions américaines	0	12,5	45	13,0 %	+0,5 %	-0,5 %
Actions internationales	0	12,5	45	12,5 %	0,0 %	-2,0 %
Marchés émergents	0	0	45	1,0 %	+1,0 %	+1,0 %
Total – Actions étrangères	5	25	45	26,5 %	+2,0 %	-1,5 %
Total – Portefeuille		100		100,0 %		

Mais, à la surprise générale, les médias rapportent depuis que le climat des négociations a pris une tournure positive marquée par la volonté de toutes les parties d'en venir rapidement à une entente. Les Américains auraient même accepté d'abandonner leurs exigences gourmandes quant aux règles d'origine dans l'industrie automobile (ils exigeaient initialement que chaque voiture produite en Amérique du Nord contienne au moins 50 % de contenu américain), retirant ainsi un obstacle majeur à une entente. Il est fort probable qu'une concession importante soit demandée au Canada et au Mexique en échange du retrait de cette exigence, mais le ton semble optimiste à l'approche de la prochaine ronde de négociation.

Du côté du gouvernement fédéral, le budget 2018 a été déposé en mars et, à la surprise de plusieurs économistes, aucune mesure visant à stimuler la compétitivité des entreprises canadiennes n'y figure. Plusieurs observateurs avaient pourtant encouragé le ministre des Finances, Bill Morneau, à réagir à la réforme fiscale américaine avec des mesures visant du moins à maintenir la compétitivité relative des entreprises canadiennes. Il semble que les entreprises devront faire preuve de patience, puisque le ministre Morneau dit juger que la fiscalité canadienne est déjà parmi les plus avantageuses de la planète.

La principale mesure fiscale annoncée au sein du budget 2018 a plutôt été la bonification du programme canadien de congé parental, qui sera maintenant plus généreux pour les pères. L'objectif est de favoriser la participation des femmes au marché du travail, et il faut dire que ce type de mesure a déjà démontré son bien-fondé au Québec, où le taux d'emploi des femmes de 25 à 44 ans a bondi depuis son instauration, il y a plus de 20 ans (graphique 12).

Le gouverneur de la BdC, Stephen Poloz, a d'ailleurs fait directement référence à cette nouvelle mesure lors d'un discours, affirmant que sa mise en œuvre pourrait même augmenter de 500 000 le nombre de travailleurs canadiens, un impact potentiel de 1,5 % sur le niveau d'activité économique au pays.

Cette mesure tirée du budget semble de plus influencer le gouverneur quant à la tenue de la politique monétaire au cours des prochaines années, alors que l'économie canadienne est selon lui en bonne posture et qu'il est du devoir de la Banque de ne pas étouffer l'élan favorable dont elle bénéficie. Nous anticipons toujours deux ou trois hausses du taux directeur de la BdC en 2018.

Marchés financiers : la volatilité fait un retour remarqué

Comme nous l'anticipions, la volatilité a fait un retour remarqué en 2018, alors que les rendements boursiers pour le trimestre ont été négatifs, une première en près de trois ans. Il faut rappeler que 2017 a été l'une des années les moins volatiles de la longue histoire du S&P 500 et que, dans ce contexte, la question

que les investisseurs devaient se poser n'était pas si la volatilité reviendrait un jour, mais plutôt quand elle reviendrait.

Le mois de janvier a pourtant lancé le bal de façon fort positive, avec un rendement de plus de 5 % de l'indice S&P 500, l'un des meilleurs débuts d'année de son histoire. Le thème qui circulait dans les médias était celui d'un possible melt-up, c'est-à-dire d'une euphorie poussant les cours vers des sommets, comme on l'observe habituellement lors de la formation de bulles spéculatives. Les optimistes regardaient du côté des révisions à la hausse des attentes de croissance des bénéficiaires des entreprises américaines, pour qui la récente réforme fiscale devrait se traduire par un bond d'approximativement 18 % de leurs bénéfices en 2018.

Le mois de février a marqué un point tournant, alors que la hausse graduelle des taux d'intérêt et, plus spécifiquement, la peur d'un resserrement trop rapide de la politique monétaire américaine, peur causée par une accélération soudaine de la croissance des salaires aux États-Unis (donnée qui s'est ensuite révélée n'être qu'un effet temporaire causé par la hausse du salaire minimum dans certains États), ont précipité les marchés vers le bas. La correction de février n'avait rien de bénin ; elle fut en fait la plus rapide correction de plus de 10 % enregistrée dans l'histoire du S&P 500.

La trame de fond géopolitique ainsi que le resserrement attendu des politiques monétaires américaine et européenne devraient contribuer à maintenir un climat de saine volatilité sur les places boursières au cours des prochains mois.

Plus précisément, on continue de remarquer une volonté d'accélérer la normalisation de la politique monétaire américaine, alors que la majorité des membres votants du comité décisionnel de la Fed ont adopté au cours des derniers mois un ton plus hawkish. La publication récente des prévisions des membres du comité montrait d'ailleurs que 7 des 15 membres s'attendent maintenant à ce que la Fed aille de l'avant avec 4 hausses de son taux directeur en 2018, un bond marqué depuis décembre, où c'était plutôt 4 membres sur 16 qui étaient de cet avis.

En ajoutant la possible fin de l'assouplissement quantitatif en Europe à l'automne, il faut s'attendre à ce que le marché des obligations soit sous pression au cours de l'année. Il a d'ailleurs été intéressant d'observer la quasi-absence de réaction des taux d'intérêt pendant la correction boursière de février, ce qui donne à penser que le bull market est bien terminé au sein du marché obligataire.

Au premier trimestre, le marché obligataire canadien, mesuré par l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada, a affiché un maigre gain de 0,1 %.

Au 31 mars 2018

Tableau 5
Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 31 mars 2018

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	Gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE TMX Canada	2,60 %	+	2,20 %	=	0,40 %
Indice obligataire universel FTSE TMX Canada	3,35 %	+	(6,60) %	=	(3,25) %
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) y compris les dividendes					9 % à 11 %

L'indice d'obligations à court terme FTSE TMX Canada a quant à lui affiché un rendement de 0,2 %. Finalement, l'indice d'obligations à long terme FTSE TMX Canada a fait du surplace, terminant avec un rendement nul de 0 %.

Le marché boursier américain, mesuré par l'indice S&P 500, a offert un rendement de - 0,8 % au premier trimestre (+ 2,1 % en dollars canadiens), un premier recul trimestriel en près de 3 ans. La bourse canadienne a quant à elle sous-performé, avec un recul de 4,6 % au premier trimestre.

Les marchés boursiers de l'Europe et de l'Asie ont également été frappés par le retour en grande pompe de la volatilité. Le marché européen, représenté par l'indice MSCI – Europe, a reculé de 4,4 % (+ 1,0 % en dollars canadiens), l'indice MSCI – EAEO a reculé de 4,3 % (+ 1,3 % en dollars canadiens) et l'indice MSCI – Monde a essuyé un recul de 2,2 % (+ 1,6 % en dollars canadiens). Les marchés émergents, mesurés par l'indice MSCI – Marchés émergents, ont encore une fois réussi à se hisser à la tête du classement avec un gain de 0,8 % (4,4 % en dollars canadiens).

Stratégie : le retour de la volatilité favorisera la gestion active

L'environnement financier devrait offrir de bonnes opportunités aux investisseurs actifs en 2018.

Nous recommandons toujours de surpondérer les actions, puisque la combinaison d'une économie mondiale vigoureuse et d'un retour progressif de l'inflation est un terreau fertile pour une bonne performance des classes d'actifs risqués. L'impact de la réforme fiscale au sud de la frontière n'est pas à négliger et devrait particulièrement contribuer à une forte croissance des bénéfices des entreprises américaines. Bref, le chemin sera probablement cahoteux, mais les rendements devraient être positifs d'ici la fin de l'année.

Même si nous demeurons optimistes par rapport aux actions américaines, nous préférons concentrer cette surpondération hors des États-Unis, pour deux raisons.

Premièrement, les évaluations des marchés canadien, européen, japonais et émergents sont présentement à des niveaux historiquement faibles relativement au marché américain (graphique 13).

Le marché boursier canadien affiche un retard particulièrement marqué en ce début d'année, et sa sous-performance, en dollars canadiens, a même à un certain moment atteint plus de 10 % vis-à-vis du marché américain. L'intérêt des étrangers pour les titres canadiens, et de façon plus large, pour les titres du secteur de l'énergie, demeure plutôt faible depuis quelques mois et laisse présager un potentiel d'appréciation au cours des prochains trimestres. Il suffirait, selon nous, de quelques surprises positives relativement aux négociations de l'ALÉNA pour que les étrangers s'intéressent à nouveau au Canada et poussent ainsi à la hausse les cours du S&P/TSX et du huard.

Deuxièmement, une analyse historique du comportement du marché boursier américain nous montre que le multiple cours/bénéfices attendu du S&P 500 a tendance à diminuer d'en moyenne 2,5 points lorsque la Fed est en train de resserrer sa politique monétaire. Autrement dit, en faisant l'hypothèse forte

d'une compression équivalente du multiple actuel (estimé à 17 X à la fin du premier trimestre) au cours des 12 mois à venir (passant ainsi à 14,5 X), c'est un impact négatif d'environ 15 % que l'on pourrait constater sur les rendements espérés. En ajoutant les attentes de croissance des bénéficiaires, qui se situent à près de 18 %, ce scénario agressif suggère un potentiel de rendement plutôt faible pour le marché boursier américain en 2018.

L'exposition du Fonds Diversifié aux actions a augmenté significativement au premier trimestre, alors que l'épisode de recul de plus de 10 % des actions nous est apparu comme une bonne occasion d'achat. Cette surpondération n'est plus appuyée par une détention d'options de vente sur indices, étant donné le niveau élevé de la volatilité, rendant les options dispendieuses à nos yeux. Nous avons d'ailleurs vendu notre détention d'options lors de la hausse violente de l'indice VIX, début février, à un prix très intéressant.

Les actions canadiennes représentaient en fin de trimestre 38 % du Fonds Diversifié, par rapport à un total de 29 % pour les actions étrangères.

Plus précisément, le poids des actions canadiennes a bondi de façon marquée au cours du trimestre, pour deux raisons. Premièrement, nous avons cherché à profiter des opportunités qui nous ont été offertes par le retour de la volatilité sur les marchés en procédant à des achats lors de la correction de février. Deuxièmement, la valorisation relative intéressante que nous offre actuellement le marché boursier canadien nous a incités à bâtir progressivement une surpondération stratégique des actions canadiennes, qui comptaient en fin de trimestre pour 35 % de la taille du fonds. S'ajoutent à cette pondération un poids de 3 % en actions privilégiées canadiennes, que nous continuons de privilégier en raison de la hausse des taux d'intérêt à laquelle nous nous attendons.

Pour ce qui est des obligations, nous maintenons toujours une sous-pondération à leur égard en raison de la tendance au resserrement des politiques monétaires à l'échelle internationale et, surtout, des nouvelles perspectives de hausse du taux directeur canadien en 2018. Nous avons malgré tout maintenu une stratégie de gestion dynamique de la durée vis-à-vis de nos pairs en cours de trimestre en prenant des positions dans des titres obligataires américains à long terme afin de protéger les portefeuilles en cas de recul boursier et de bénéficier des taux américains à long terme, qui nous semblent pour le moment bien ancrés.

Le poids des obligations a diminué, passant à 27 %, un niveau qui demeure bien inférieur à la cible de 45 % en raison de la bonne performance de la classe d'actif. La réduction du poids des obligations est passée par la vente d'obligations canadiennes à court terme, lesquelles sont exposées à une sous-performance en cas de hausse du taux directeur de la BdC.

L'encaisse est maintenant proche de la cible, à 6 %, ce qui nous offre ainsi la possibilité de saisir les éventuelles occasions que pourraient offrir les marchés boursiers.

Au 31 mars 2018

Tableau 6
Scénarios économique et financier

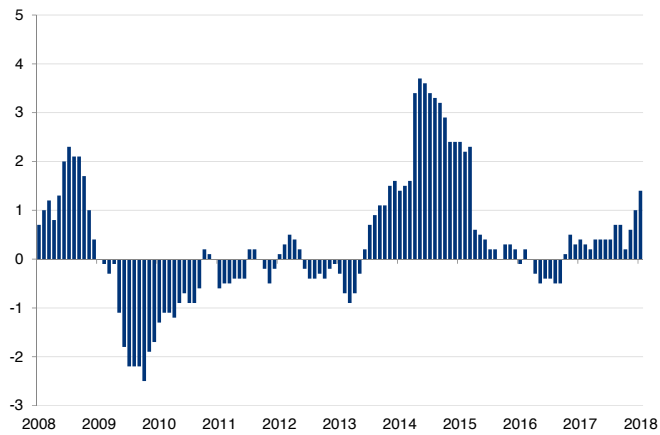
		Scénario économique					Variation depuis le 31 décembre 2017	
		2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019
États-Unis	PIB réel	1,5 %	2,3 %	2,8 %	2,5 %	2,2 %	+0,3 %	+0,3 %
	Taux d'inflation	1,3 %	2,1 %	2,5 %	2,3 %	2,3 %	+0,4 %	+0,1 %
	Taux de chômage	4,9 %	4,4 %	3,9 %	3,7 %	3,7 %	-0,1 %	-0,1 %
Canada	PIB réel	1,4 %	3,0 %	2,2 %	1,8 %	1,8 %	--	--
	Taux d'inflation	1,4 %	1,6 %	2,3 %	2,2 %	2,1 %	+0,2 %	+0,2 %
	Taux de chômage	7,0 %	6,3 %	5,9 %	5,8 %	5,8 %	-0,1 %	-0,2 %

		Scénario financier*				Variation depuis le 31 décembre 2017	
		Cibles					
		Actuel	juin 2018	déc. 2018	juin 2019	juin 2018	déc. 2018
Taux d'intérêt							
	U.S. taux 10 ans	2,75 %	2,90 %	3,25 %	3,50 %	+0,20	+0,30
	Canada taux 10 ans	2,10 %	2,50 %	2,75 %	2,95 %	+0,15	+0,15
Taux de change							
	\$ US/\$ CA	0.8	0.80	0.82	0.85	-0.03	-0.02
	\$ US/Euro	1.18	1.22	1.23	1.25	+0.02	+0.01
	Pétrole (WTI), \$ US	51.67	65	67	68	+6	+7
	S&P 500	2 519	2 870	2 950	3 050	+120	--
	S&P/TSX	15 635	17 175	17 825	19 075	+525	--

* fin de période

Graphique 4

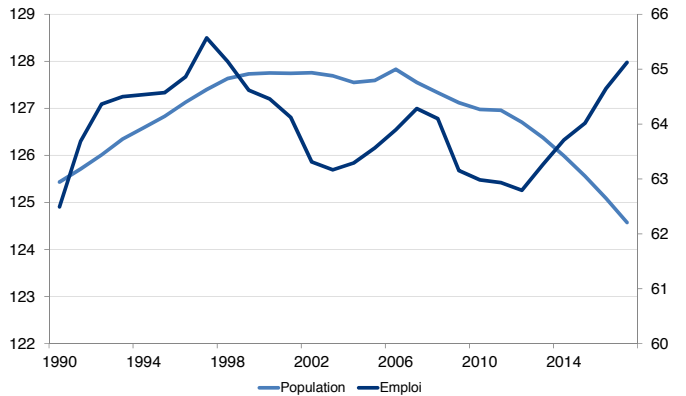
Japon : L'inflation en route vers les 2 %



Graphique 5

Japon : l'emploi augmente même si la population est en déclin

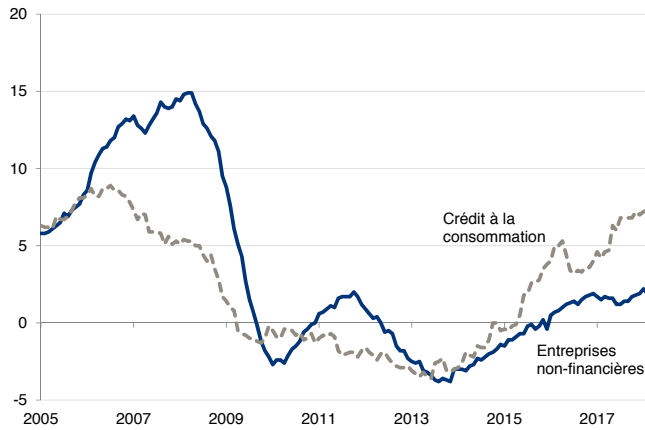
Emploi et population, en millions, données du FMI



Graphique 6

Zone euro : Le cycle de crédit en accélération

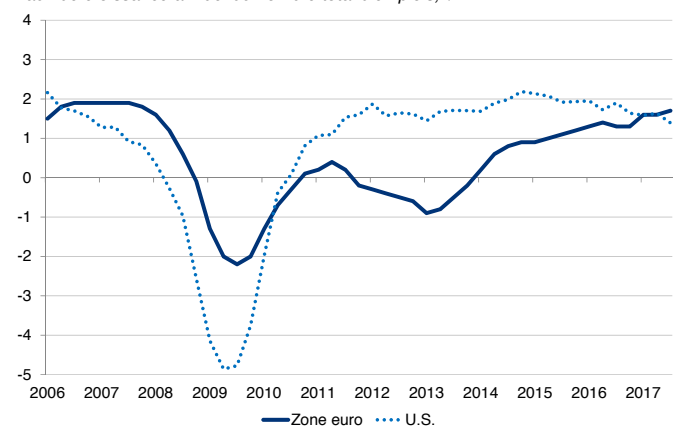
Prêts par les institutions financières, var. A/A, en %



Graphique 7

Zone euro : Croissance annuelle de l'emploi

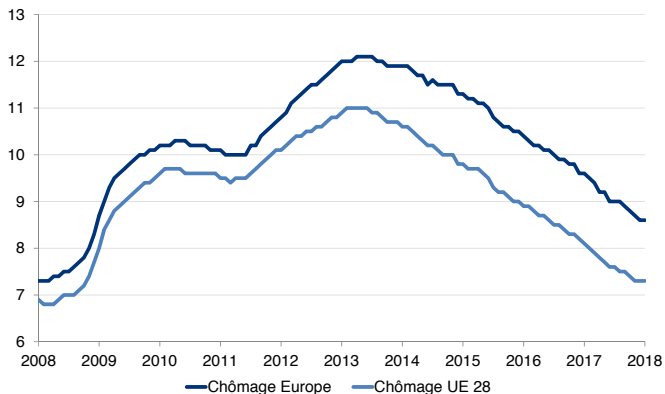
Taux de croissance annuel du nombre total d'emplois, %



Graphique 8

Europe : Le chômage en forte baisse depuis le sommet de 2012

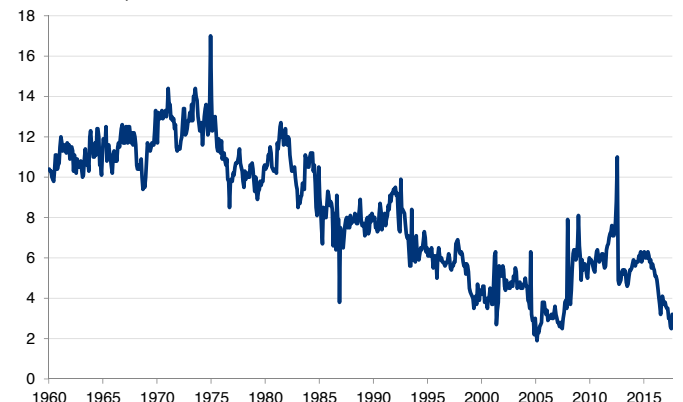
Taux de chômage, %



Graphique 9

É.-U. : Taux d'épargne des ménages

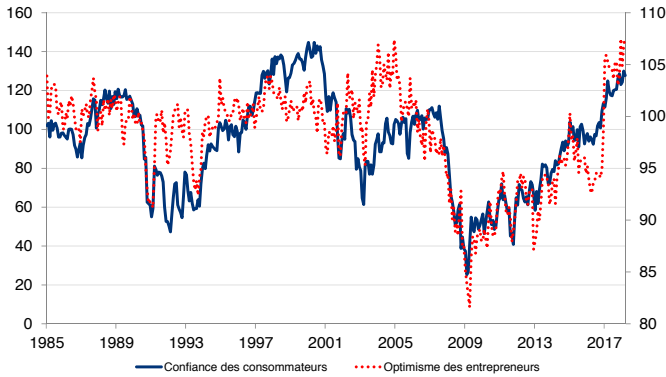
Taux d'épargne des ménages américains en % du revenu disponible



Graphique 10

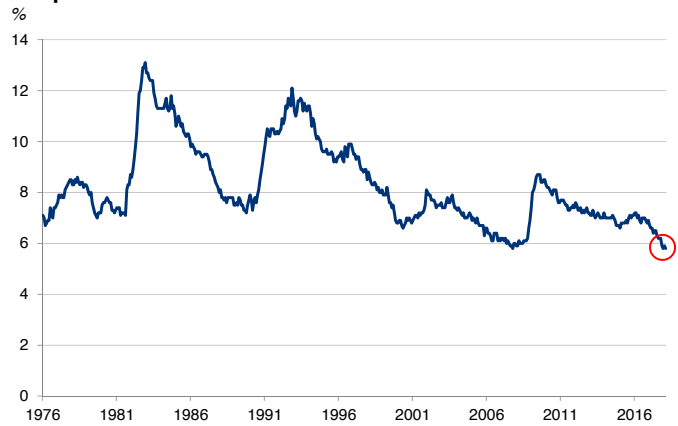
É.-U. : La confiance des consommateurs et des entrepreneurs est élevée

Indices Conf. Board de confiance des consommateurs (G) et NFIB d'optimisme des propriétaires de petites entreprises (D)



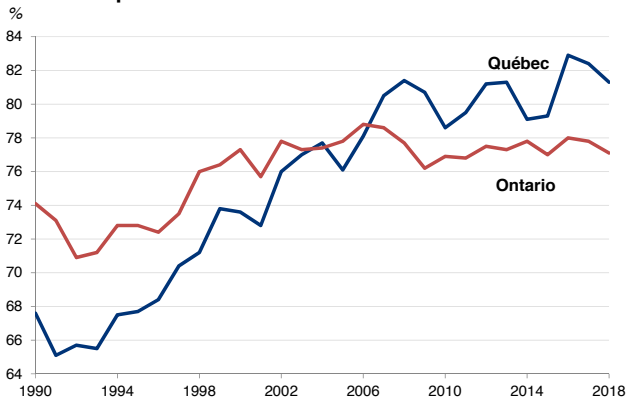
Graphique 11

Canada : Le taux de chômage à un creux de quarante ans!



Graphique 12

Québec vs Ontario : Taux d'emploi des femmes de 25 à 44 ans



Graphique 13

Actions : Des escomptes relativement élevées pour le TSX, EAEO et les MÉ vs le S&P 500

Ratio des multiples C/B avancés, TSX, EAEO et MÉ vs S&P 500

