

# LE TRIMESTRIEL

Numéro 22, Hiver 2019

## Synthèse des recommandations

Répartition tactique des actifs	-	N	+
Encaisse			
Revenu fixe			
Actions			
Alternatifs			
Répartition stratégique des actifs	-	N	+
Encaisse			
Revenu fixe			
Actions			
Alternatifs			
Répartition géographique	-	N	+
Canada			
États-Unis			
Europe			
Japon			
Pays émergents			
Répartition sectorielle - Canada	-	N	+
Industriel – Technologie			
Consommation			
Sensible aux taux d'intérêt			
Ressources naturelles			
Répartition sectorielle - US	-	N	+
Industriel – Technologie			
Consommation			
Sensible aux taux d'intérêt			
Ressources naturelles			
Revenu fixe	-	N	+
Echéance			
Court terme			
Moyen terme			
Long terme			
Durée			
Émetteur			
Fédéral			
Provincial			
Municipal			
Sociétés			
Actions privilégiées			
Haut rendement			

***N'achetez que des actifs que vous seriez heureux de détenir si le marché fermait pendant dix ans.***

*(Warren Buffett)*

Les dix années qui se sont écoulées depuis la crise financière de 2008-2009 ont vu l'économie mondiale s'articuler autour de politiques de relance exceptionnelles et expérimentales. À ce jour, le cycle économique est inégal et les perspectives sont brouillées par la politique, le protectionnisme et les tensions commerciales, l'endettement, l'inflation et les taux d'intérêt. Plus précisément, les investisseurs se questionnent sur la durée du cycle et sur l'orientation monétaire américaine.

Avec certitude, fin il y aura ! Tout cycle a un début et une fin ! Et sa durée n'est pas un indice révélateur. Historiquement, la gouvernance monétaire a eu une incidence décisive sur la durée des cycles. Loin d'être une science exacte, elle a été responsable de la majorité des récessions au XX<sup>e</sup> siècle.

Avec raison, les investisseurs s'inquiètent des décisions de la Fed. En 2018, les hausses du taux directeur et les indications prospectives de la Fed ont eu des répercussions sur les marchés financiers mondiaux. En Amérique du Nord, elles ont mené à un découplage des marchés obligataires et boursiers, ravivé la volatilité et miné le rendement des portefeuilles d'investissement. Dans les économies émergentes, l'appréciation de l'USD et la Chine ont causé un effet domino, plongeant plusieurs de ces bourses dans l'abysse du « bear market ». En Europe, les séquelles de 2017 (phase de digestion suivant une poussée de l'économie et de l'euro) et, en 2018, la politique (Italie et Brexit), le protectionnisme et la Chine ont plombé l'Euro Stoxx.

Le protectionnisme et la politique étrangère des États-Unis ont bouleversé le marché des matières premières. D'une part, le ralentissement de l'économie chinoise (dont 85 % des importations sont des matières premières et des biens d'équipement) s'est répercuté sur le prix des matières premières et l'économie des pays exportateurs (dont l'Allemagne). D'autre part, la politique américaine envers l'Iran a fait évoluer les prévisions pour le Brent en dents de scie avant et après les exemptions accordées par la Maison-Blanche pour l'exportation de pétrole iranien vers l'Europe et le Japon.

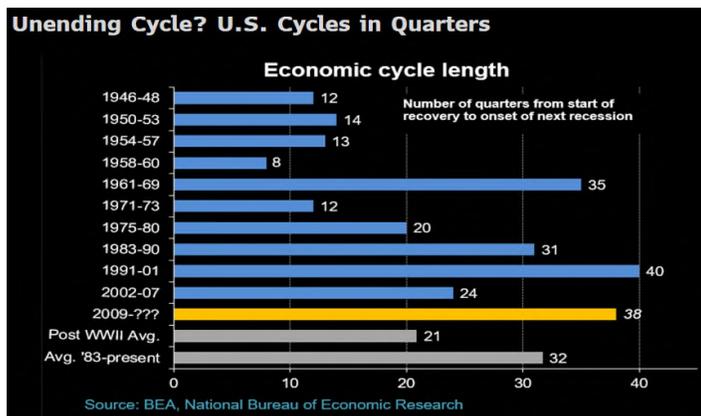
**Michel Doucet**, GPC et CIM<sup>MD</sup>  
Vice-président et gestionnaire de portefeuille

**Jean-René Ouellet**, CFA  
Gestionnaire de portefeuille

LE TRIMESTRIEL

2018 passera à l'histoire comme une année riche en rebondissements ! Pour certains, les marchés financiers ne refléteraient pas adéquatement la conjoncture économique, ils tradiraient plutôt l'impression du moment. Pourtant, ne sont-ils pas la représentation collective des anticipations des investisseurs en temps réel ; une expression du présent et du futur ? Chose certaine, 2018 a ramené à l'avant-scène la volatilité. Absente en 2017, son retour rappelle aux investisseurs qu'elle occupe un rôle principal (et non pas accessoire) dans un cycle d'investissement, surtout dans sa phase finale.

Que nous réserve 2019 ? « Il n'y a aucune raison de penser que ce cycle ne peut pas continuer un certain temps, en fait, indéfiniment. » (Jerome Powell, novembre 2018) Selon toute vraisemblance, le cycle actuel sera le plus long depuis 1850 s'il perdure jusqu'en juillet prochain, dépassant celui de 1991-2001 (120 mois). À moins d'un événement fortuit (la fameuse balle du champ gauche), la toile de fond économique (plein emploi, salaire, épargne, fiscalité, demande intérieure) et financière (conditions monétaires souples) est propice à la poursuite du cycle économique américain et, par ricochet, dans le reste du monde.



Une récession est improbable en 2019, mais un ralentissement du rythme de croissance est prévu, notamment aux États-Unis où l'économie a touché un pic au premier semestre 2018. Selon le Mouvement Desjardins, l'économie mondiale croîtra de 3,7 % en 2019 puis de 3,4 % en 2020 ; respectivement 2,1 % et 1,6 % dans les économies avancées et 4,6 % et 4,4 % dans les économies émergentes et en développement. Au plus, une baisse de régime et non le début d'une récession !

Parmi les grands pays industrialisés, les États-Unis garderont la pole position en 2019 (2,7 %) suivis du Canada (1,8 %), de la zone euro (1,8 %) et du Japon (0,9 %). Tout au plus, un modeste ralentissement par rapport à 2018 qui verra la croissance en Amérique du Nord à nouveau dépasser son potentiel et entraîner le reste du monde dans son sillage.

Parmi les économies émergentes d'Asie du Nord, l'Inde maintiendra la cadence à 7,5 % alors que la Chine ralentira à 6,3 %. En Asie du Sud et en Europe de l'Est, une décélération du rythme d'activité est prévue en 2019, respectivement de 4,8 % et de 1,9 %. L'Amérique latine verra plutôt sa croissance s'accélérer à 2,4 % en 2019 (Mexique 2,1 %, et Brésil, 2,4 %). Le commerce international et l'économie chinoise auront une incidence importante sur les pays exportateurs de matières premières et de biens industriels à court et moyen terme.

En Chine, le rééquilibrage entre l'investissement et la consommation entraînera des changements dont les répercussions se feront sentir à l'échelle mondiale. D'une part, la diminution de l'investissement réduira la demande internationale de matières premières et de biens industriels dont la Chine est un grand importateur. D'autre part, l'augmentation de la consommation aura surtout, du moins au début, une incidence intérieure vu la capacité de dépenser des Chinois. La nouvelle route de la soie (« *Belt and road initiative* ») pourrait ouvrir des débouchés aux pays participants. Il s'agit d'un projet structurant qui s'étendra sur une longue période, mais dont les effets auront une incidence économique et financière continue sur le monde.

Une « bear market » est improbable en 2019 ! La toile de fond économique et financière est favorable à une prolongation du cycle d'investissement sur un horizon de 12 à 18 mois. Les investisseurs devront cependant composer avec une volatilité accrue par la politique américaine et la situation politique européenne et chinoise, le protectionnisme, la normalisation des taux d'intérêt et de l'inflation et le ralentissement de la croissance des bénéficiaires. Ils devront en tirer avantage en faisant preuve d'agilité dans la gestion de leurs avoirs. La gestion active prendra tout son sens dans l'optimisation du rendement total ajusté en fonction du risque d'ici la fin du cycle.

Générer un rendement total de 4 % à 5 % est envisageable en 2019. Bien que favorable à une

## LE TRIMESTRIEL

prolongation des cycles économiques et d'investissement, la toile de fond est néanmoins assujettie à une longue liste d'impondérables. Néanmoins, il est trop tôt pour adopter une stratégie d'investissement défensive !

## STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

« Il y a toujours un compromis entre la maximisation des rendements à court terme et l'adoption d'une approche à long terme. Les valorisations sont l'indicateur par excellence pour les rendements à long terme. Alors que la plupart des actifs sont devenus moins chers au cours de la dernière année, les prix sont toujours relativement élevés. En ce qui concerne les prévisions pour l'année à venir, beaucoup de choses découlent de la politique monétaire dans les principales économies, qui, à notre avis, est encore accommodante. Cela semble évident pour la zone euro et le Japon, où les taux frisent des planchers historiques, ainsi que pour la Chine, où le gouvernement assouplit activement les conditions monétaires. Mais la situation n'est pas aussi simple pour les États-Unis, où la Fed doit continuer de hausser les taux d'intérêt. Si, en définitive, les taux actuels ne sont pas loin du taux neutre, nous pourrions assister à un ralentissement généralisé de l'économie américaine dont les répercussions seraient ressenties dans le reste du monde. Et même si la politique monétaire américaine reste accommodante, beaucoup d'éléments pourraient provoquer un déraillement, dont une guerre commerciale débridée, une crise de la dette en Italie ou en Chine, ou une flambée débilante des prix du pétrole. Un changement important à nos yeux comparativement à un an plus tôt est que nous avons repoussé le moment de la prochaine récession américaine. Il existe donc une fenêtre d'opportunité pour les actifs à risque pour reprendre de la vigueur. Reste à voir si les prix atteindront de nouveaux sommets, mais nous croyons qu'il serait prématuré de passer à une sous-pondération des actions. Il nous faut encore plus de clarté sur le moment où une récession pourrait se produire avant d'envisager de réduire nettement notre exposition. » (BCA Research, Outlook 2019)

Puisque toute bonne chose a une fin, il est nécessaire de se prononcer sur les cycles économiques et d'investissement, notamment sur leur début et leur fin. À moins d'une balle du champ gauche, nous prévoyons que la prochaine récession mondiale émanera des États-Unis.

En 2019, le rythme de croissance de l'économie et des bénéfices sera positif, quoique moins soutenu qu'en 2018. En mars 2019, le cycle haussier, le « *bull market* », aura 10 ans. Depuis son creux, l'indice S&P 500 affiche un rendement total (incluant les dividendes) d'environ 396 % (18 % en rythme annuel composé), dont 82 % sont dus à la croissance des bénéfices et 18 % à l'expansion des multiples. Cette contribution des bénéfices et des multiples est comparable à celle observée du passé, confirmant que le prix d'une action est bel et bien influencé par les bénéfices.

Les économistes s'empresseront de rappeler que le cycle économique est le principal déterminant des bénéfices. Historiquement, une contraction des marges résulte d'une récession ou d'une diminution des ventes. Cela dit, nous anticipons un ralentissement important de la croissance des bénéfices de l'indice S&P 500 en 2019, avec la diminution de l'effet stimulant de la réforme de la fiscalité. Suivant une hausse marquée en 2018 (24 %), selon le consensus, le S&P 500 verra son BPA croître de 8,5 % à 177 \$ en 2019, puis de 4 % à 184 \$ en 2020. Pour sa part, le TSX verra son BPA croître de 10,5 % à 1 162 \$ en 2019, puis de 3 % à 1 196 \$ en 2020.

« Les économistes ont une longue et triste réputation d'échecs dans la prédiction des récessions. Par conséquent, une bonne dose d'humilité s'impose quand il s'agit de prédire l'évolution du cycle économique. La grande récession était un des ralentissements les plus marqués de l'histoire et la reprise a été relativement lente, en regard des normes historiques. Il a donc fallu beaucoup plus de temps que d'habitude, à l'économie américaine pour revenir au plein emploi. Les risques qui pourraient faire trébucher l'économie américaine sont légion, mais, pour le moment, nous ne voyons pas de signes de récession à l'horizon. » (BCA Research, Outlook 2019)

Il est naturel de s'interroger sur la fin du cycle et de s'inquiéter de son effet sur la valeur de l'épargne. Face à un cycle boursier historiquement long, un cycle économique aspirant à devenir le plus long de l'histoire et une liste grandissante d'impondérables, nous avons décidé de présenter trois scénarios de référence pour la prochaine année auxquels nous attribuons une probabilité de réalisation.

## LE TRIMESTRIEL

**Scénario de référence (60 % de probabilité) :**

Le marathon économique mondial se poursuit au rythme de 3,7 % en 2019. Les États-Unis gardent la position de tête, mais l'Europe retrouve la forme au deuxième semestre. Parmi les grandes banques centrales, la Fed et la BcB poursuivent leur cycle de normalisation et la BCE entame le sien au T4. Pour sa part, la BcJ laisse sa politique monétaire inchangée. L'inflation oscille autour de 2 % et le marché obligataire demeure ordonné (hausse graduelle et modérée des taux obligataires), mais fini dans le rouge pour son rendement. Le marché boursier termine l'année dans le vert, malgré des mouvements erratiques amplifiés par la volatilité et les bruits de fond. L'indice S&P 500 continue de dominer au premier semestre, mais il est ensuite rattrapé par l'Europe, le Canada et les pays émergents en tête du classement. Les prix des matières premières se stabilisent et le WTI s'échange dans une fourchette de 60 à 70 dollars le baril. Globalement, le rendement total d'un portefeuille au profil équilibré serait de 4,50 %.

**Scénario pessimiste (10 % de probabilité) :**

Un ralentissement de l'économie mondiale, l'inversion de la courbe des obligations du Trésor américain, la décline des indicateurs avancés, la chute des cours du pétrole et l'effet domino des pays émergents vers les pays industrialisés accentuent les craintes d'une fin de cycle (économique et d'investissement) en 2020. L'angoisse des investisseurs s'intensifie et accentue la volatilité, provoquant des mouvements erratiques des marchés financiers (bourses, revenu fixe, devises et matières premières). Perception grandissante que la Fed a étouffé l'économie, avec un effet domino planétaire. Vraisemblablement, la récession et la correction boursière seront de nature cyclique (Durée moyenne : 26 mois et baisse moyenne : 30 % pour le S&P 500 depuis 1835). Dans la foulée des hausses du taux directeur, le marché obligataire s'aligne sur les indications prospectives de la Fed, créant un mouvement désordonné des taux d'abord à la hausse et ensuite à la baisse. Devant absorber la hausse des coûts de production (incluant la hausse des salaires et des tarifs), les entreprises voient leur bénéfice se contracter. Un contexte pessimiste conduit à une révision des attentes des investisseurs. Contrairement à la bourse qui plonge dans le rouge, le marché obligataire profite des baisses de taux d'intérêt pour afficher un rendement positif. Les prix des matières premières et du pétrole s'effondrent, avec un effet de

contagion dans les pays producteurs et émergents. Globalement, le rendement total d'un portefeuille au profil équilibré serait de - 4,50 %.

**Scénario optimiste (30 % de probabilité) :**

L'économie américaine poursuit sa course effrénée ( $\pm 3$  %) au premier semestre 2019 pour ensuite ralentir (2,0 % à 2,5 %). Les salaires progressent au rythme de 3 %, mais l'inflation reste ancrée à 2,5 %. Le marché obligataire s'aligne sur les hausses prospectives de la Fed et le mouvement haussier des taux est ordonné. Le taux directeur clôture l'année à 3,25 %, voire 3,75 %, et les taux à 10 ans culminent autour de 3,75 % à 4,25 %. La Maison-Blanche fait preuve de retenue et se montre conciliante avec la Chine. Entraînée par les États-Unis, l'économie mondiale s'accélère. En Europe, la logique finit par l'emporter dans les dossiers Italie et Brexit. En Chine, le gouvernement déploie un nouveau plan de relance et arrive à stimuler la demande intérieure. Les pays émergents demeurent sous pression du fait de la politique monétaire américaine et de l'USD. Au Canada, l'économie poursuit sa course, la BcB porte son taux directeur entre 2,25 % et 2,75 %, les taux à 10 ans atteignent 3 % à 3,5 % et l'écart du WCS avec le WTI revient vers sa moyenne à long terme. Les salaires augmentent au rythme de 3 % et l'inflation, à celui de 2,5 %. Les entreprises sont en mesure de répercuter les coûts de production sur les consommateurs et les bénéfices augmentent. Un contexte optimiste conduit à une révision des attentes des investisseurs. Les marchés boursiers et obligataires terminent l'année dans le vert. Les prix des matières premières augmentent et le WTI se situe à plus de 90 dollars le baril, donnant de l'oxygène aux pays exportateurs. Globalement, le rendement total d'un portefeuille au profil équilibré serait de 10,5 %.

Le scénario optimiste semble rose bonbon. Le facteur puissant derrière celui-ci provient de l'humeur des investisseurs. Celle-ci s'exprime via le multiple d'évaluation. Depuis trois ans, le S&P 500 oscille entre 16 et 19 fois. Chaque point vaut à lui seul un peu plus de 6 % de progression. S'il se pouvait qu'au cours des douze prochains mois l'humeur passe de la déprime actuelle à un peu plus d'euphorie, alors le multiple pourrait bien bondir de 15,5 à 19 fois, ce qui entraînerait un gain de 23,1 % sans même tenir compte de la progression des profits.

## LE TRIMESTRIEL

	Scénarios		
	Référence	Pessimiste	Optimiste
<b>Marchés boursiers</b>			
S&P 500			
Cible, fin d'année	2 800	2 240	3 425
BPA '20	175	160	185
Multiple	16,0	14,0	18,5
S&P/TSX			
Cible, fin d'année	15 350	12 000	17 150
BPA '20	1 180	1 000	1 215
Multiple	13,0	12,0	14,0
Euro Stoxx			
Cible, fin d'année	3 500	2 700	3 700
Nikkei			
Cible, fin d'année	22 750	18 000	24 000
Pays émergents			
Cible, fin d'année	1 100	685	1 250
<b>Taux d'intérêt</b>			
États-Unis			
Taux directeur	3,25	2,50	3,75
Taux 10 ans	3,60	2,25	4,25
Canada			
Taux directeur	2,25	1,25	2,75
Taux 10 ans	2,90	1,40	3,50
<b>Devises</b>			
CAD/USD	0,77	0,72	0,79
USD/CAD	1,30	1,39	1,27
EUR/USD	1,17	1,14	1,22
<b>Matières premières</b>			
WTI (\$/baril)	65	40	90
Or (\$US/once)	1 100	1 300	1 000

**La vérité n'étant pas absolue, elle se situe quelque part entre ces scénarios.**

Pour les titres de croissance, la volatilité sera alimentée par une multiplicité de facteurs de risque et par des évaluations élevées, même après deux baisses importantes des indices boursiers en 2018. Vu la difficulté collective (banques centrales, économistes, prévisionnistes et investisseurs confondus) à prévoir

une récession, il faudra faire preuve d'une grande agilité dans l'exécution de la stratégie d'investissement tactique en vue d'optimiser le rendement total ajusté en fonction du risque d'ici la fin du cycle.

Pour les titres à revenu fixe, l'inflation, les salaires, l'endettement, la normalisation monétaire (taux directeur, bilan et indications prospectives) et la hausse des taux d'intérêt (incluant l'augmentation de la prime de risque sur les titres de crédit) auront une incidence négative sur les perspectives de rendement en 2019. Nous prévoyons que le taux directeur sera à 3,25 % aux États-Unis, 2,25 % au Canada, 0,25 % dans la zone euro et 0 % au Japon en fin d'année. Par conséquent, les taux obligataires augmenteront toute l'année. Nous estimons que les taux à 10 ans des obligations fédérales américaines et canadiennes culmineront respectivement à 3,60 % et 2,90 %. Le rendement espéré pour l'Indice obligataire universel FTSE TMX sera négatif. L'encaisse est une alternative intéressante alors que le taux d'une acceptation bancaire de 3 mois se situe à 2,25 %, mais elle doit rimer avec qualité, liquidité et très faible risque.

La stratégie de change sera pour l'essentiel influencée par l'USD. Dans un contexte où la croissance économique américaine dépasse les attentes et celle des autres pays industrialisés au premier semestre et où les investisseurs finissent par s'aligner sur les indications prospectives de la Fed, l'USD restera élevé. Au Canada, le CAD sera influencé par le différentiel avec les États-Unis pour la croissance économique, le taux directeur et le pétrole. Le Mouvement Desjardins prévoit que le taux CAD/USD évoluera dans une fourchette de 0,75 \$ à 0,77 \$ en 2019.

Le prix des matières premières sera étroitement lié à l'économie mondiale, plus précisément à la Chine pour la demande des produits de base, à la géopolitique (États-Unis, Iran, Russie, Ukraine, Arabie saoudite, Venezuela...) et à la gestion de l'offre de pétrole (OPEP 2.0, États-Unis et Alberta). En 2018, la Maison-Blanche a brouillé les perspectives avec ses sanctions contre l'Iran puis avec les exemptions pour certains pays importateurs de pétrole iranien. L'effondrement de la production au Venezuela et une gestion moins accommodante de l'offre par l'OPEP 2.0 et l'Alberta (dont la baisse historique de 325 000 barils par jour annoncée par la première ministre Rachel Notley au début de décembre) pourraient amener le WTI à s'échanger dans les 60 à 70 dollars en 2019. Pour le CWS, tout dépendra des capacités de transport du

## LE TRIMESTRIEL

pétrole. Les goulots d'étranglement des pipelines et du réseau ferroviaire restreindront l'écoulement des produits des producteurs albertains. Il faudra attendre le milieu de l'année pour que de nouveaux wagons-citernes soient livrés au CN puis au CP. Prévoyons un écart moyen de 10 à 20 dollars par rapport au Brent en 2019.

Le scénario suivra l'évolution des indicateurs précurseurs d'une fin de cycle (courbe des rendements, indicateurs avancés, écarts de crédit, investissement, endettement et stocks). Hormis les clignotants rouges des écarts de crédit (accroissement en cours) et jaunes de l'endettement des entreprises, les autres indicateurs permettent d'envisager une prolongation du cycle jusqu'en 2020, voire 2021. Qui sait ?

D'ici là, il faudra faire abstraction de la cacophonie ambiante et se concentrer sur la toile de fond et les indicateurs précurseurs pour profiter pleinement de cette dernière phase. Historiquement, l'indice S&P 500 affiche un rendement de 7 % trois mois avant la fin du cycle et de 4 % dans le dernier mois (12 % de février à mars 2000).

Sur un horizon de 3 à 6 mois, la stratégie d'investissement est teintée d'un optimisme sélectif envers les actions et l'encaisse, les États-Unis, les secteurs de la technologie, des financières et de la santé ainsi qu'un biais légèrement favorable au style croissance. La répartition tactique pour un portefeuille au profil équilibré (encaisse, 5 %, revenu fixe, 35 %, actions, 50 % et placements alternatifs, 10 %), dont la tolérance au risque de l'investisseur est moyenne, est la suivante : *10 % d'encaisse, 20 % d'obligations, 60 % d'actions et 10 % de placements alternatifs.*

Sur un horizon de 12 à 18 mois, la stratégie d'investissement est empreinte d'incertitude quant au cycle économique et d'investissement. Ne sachant pas s'il est minuit moins le quart ou minuit moins une, nous penchons pour une prudence relative teintée d'un optimisme sélectif pour des situations spéciales. Malgré un consensus de fin de cycle en 2020, tout peut arriver pendant une année d'élections, notamment aux États-Unis où les enjeux sont grands. Si les démocrates et les républicains s'entendaient sur un programme d'infrastructures, voire de nouvelles baisses d'impôt, d'ici juin 2020, les perspectives pourraient prendre un tout autre sens.

Fin de cycle, il y a aura ! La question est de savoir quand ! Naviguant à vue dans un brouillard épais, nous préférons la prudence à l'audace qui trop souvent enflamme les investisseurs en fin de parcours. La *répartition stratégique* pour un portefeuille au profil équilibré est la suivante : *10 % d'encaisse, 35 % d'obligations, 45 % d'actions et 10 % de placements alternatifs.*

*Un rendement total de 4 % est envisageable d'ici la fin du cycle !* Pour l'essentiel, il proviendra des actions dont la toile de fond est propice à une appréciation des principales bourses (incluant les dividendes) d'environ 5 % à 7 %. Il faudra composer avec la remontée des taux d'intérêt et la baisse de la valeur des obligations en portefeuille. Aussi, pour la première fois depuis fort longtemps, l'encaisse est une alternative intéressante. L'agilité et l'exécution appuieront la stratégie d'investissement et le rendement total ajusté en fonction du risque.

### RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE

À l'instar de 2018, nous voyons une expansion économique déséquilibrée en 2019 et marginalement plus modérée. Le rythme d'activité économique aux États-Unis demeurera supérieur à son potentiel, soutenu par une expansion fiscale et budgétaire procyclique, la consommation et l'investissement des entreprises. L'Europe devra d'abord régler les dossiers Italie et Brexit et la France, celui des gilets jaunes, avant que les consommateurs et les entreprises mettent l'épaule à la roue. Bon nombre de pays émergents resteront pris dans l'engrenage du commerce international et du protectionnisme américain, de la Fed et de l'USD, de l'évolution du prix des matières premières et, particulièrement, de la Chine. Globalement, en 2019, l'économie mondiale devrait croître de 3,7 %.

« Pour de nombreux pays avancés, les enjeux les plus importants sont peut-être la lenteur de la croissance des revenus des travailleurs, l'impression d'une mobilité sociale réduite et, dans certains pays, une réaction inadéquate des pouvoirs publics aux changements économiques structurels. Non seulement la croissance à long terme dans les pays avancés est orientée à la baisse, mais, de plus, dans bon nombre de pays, les gains plus modestes reviennent principalement à ceux qui sont relativement riches. Aux États-Unis, par exemple, le revenu réel médian des ménages était environ le même en 2016

## LE TRIMESTRIEL

qu'en 1999. Cette tendance date manifestement d'avant la crise financière mondiale et la crise dans la zone euro. Mais les crises elles-mêmes, de même que certains aspects de la réaction des pouvoirs publics, ont aigri davantage l'opinion publique. À son tour, ce mécontentement a contribué à engendrer les tensions actuelles concernant la politique commerciale, ainsi qu'un scepticisme plus large à l'égard des politiques et des dirigeants centristes, qui, traditionnellement, considèrent que la coopération mondiale constitue la bonne réponse aux problèmes communs. Les dirigeants doivent adopter une perspective à long terme face à ce malaise. » (FMI, octobre 2018)

Notre interprétation de la conjoncture mondiale est positive pour 2019 et, à moins d'une éruption inattendue, le cycle perdurera jusqu'en 2020, voire 2021. Qui sait ? Les perspectives diffèrent d'un pays à l'autre, l'importance de la répartition géographique prend ici tout son sens.

### **États-Unis : Surpondérer**

La liste d'impondérables est longue, mais nous n'entrevoions pas de récession en 2019. L'indicateur avancé est en croissance (+5,9 % en octobre), la courbe des rendements est positive (*Treasuries* 2/10 ans : 17 pb et BT 3 mois/*Treasuries* 10 ans : 48 pb en décembre), l'indice des conditions financières de la Fed de St. Louis est accommodant et la politique budgétaire est modérément stimulante. Certes, la politique monétaire approche du point neutre et la Fed continuera de réduire la taille de son bilan, mais pour l'économie en général et pour les entreprises plus particulièrement, la hausse des taux d'intérêt (*Treasuries* 10 ans : 3,50 à 3,70 % en fin de 2019) est gérable. La consommation comptant pour 68 % du PIB, les États-Unis sont moins vulnérables aux soubresauts de l'économie mondiale, surtout que 69 % des dépenses des ménages sont consacrées aux services. Alors que le marché du travail atteint le plein emploi, la pénurie de main-d'œuvre contribuera à améliorer les conditions pour les travailleurs. Les hausses de salaire stimuleront la confiance et les dépenses, faisant des ménages une force économique décisive.

De leur côté, les entreprises poursuivront leurs investissements pour pallier la pénurie de main-d'œuvre, la hausse des coûts de production et le vieillissement des effectifs existants. Le rajeunissement des capacités de production passera

par des investissements en intelligence artificielle et en robotique et par l'automatisation des processus dans les secteurs porteurs. La révolution dans les secteurs de l'automobile (voitures électriques, voitures autonomes et parc partagé), de la consommation discrétionnaire (grande distribution traditionnelle contre Amazon, Alibaba, Netflix) et des communications (Verizon, AT&T, Time Warner, Dish Network, Comcast contre Facebook, Google) s'inscrit dans un courant de transformation de l'offre et de la demande. De son côté, le secteur de la santé continuera d'être soutenu par les habitudes de vie et la démographie. Globalement, l'indice S&P 500 et le Nasdaq ont le potentiel de se distinguer en 2019. En appliquant un multiplicateur de 16 fois à des bénéfices projetés de 175 \$ (2020), on obtient une cible de 2 800 pour l'indice S&P 500 en fin de 2019. Si l'humeur des investisseurs devait revenir et pousser le multiple d'évaluation à 18,8 fois, alors le S&P 500 pourrait même atteindre 3 300 ! Dans un portefeuille adéquatement diversifié, nous recommandons de surpondérer tactiquement les actions américaines à hauteur de 45 % (cible 37 %).

### **Canada : Neutre**

Vue d'en haut, l'économie canadienne se porte relativement bien. Au troisième trimestre, elle affichait une cadence de 2 %. Inférieur à celui du trimestre précédent (2,9 %), ce rythme est supérieur à son potentiel. Toutefois, il dissimule une mauvaise nouvelle selon les économistes du Mouvement Desjardins puisque la demande intérieure a diminué de 0,1 %, mettant un terme à neuf trimestres consécutifs d'expansion. Ce résultat est attribuable à une cadence plus modeste des dépenses de consommation (+1,1 %), mais surtout au recul des investissements (-5,0 %). La pénurie de main-d'œuvre et l'amélioration des conditions de travail donneront toutefois des ailes aux consommateurs et continueront à masquer un taux d'endettement élevé et un taux d'épargne bas. Un tel contexte pourrait compliquer la normalisation monétaire de la BdC. Chaque hausse du taux directeur ayant un impact potentiellement important sur le bilan des ménages, le taux directeur d'équilibre est peut-être inférieur à son estimation de 2,5 % à 3,5 % et/ou la BdC n'alignera pas son taux directeur sur le taux d'équilibre d'ici la fin du cycle. De son côté, le nouvel Accord États-Unis Mexique Canada (AEUMC) diminue la pression sur le secteur extérieur. Selon les économistes du Mouvement Desjardins, la croissance économique se situera à

## LE TRIMESTRIEL

2,1 % et le taux directeur culminera à 2,25 % en 2019. La hausse des taux d'intérêt (Canada 10 ans : 2,75 à 3,00 % au T4) et du CAD/USD (0,76-0,78 \$US) est gérable dans l'environnement actuel.

Certes, mais qu'en est-il pour le TSX dont la composition n'est pas nécessairement le reflet de l'économie ? L'indice est surpondéré en titres des secteurs des finances, des matériaux et de l'énergie; autant dire que les perspectives reposent essentiellement sur les taux d'intérêt et les prix des matières premières. D'une part, les valeurs financières profiteront de la hausse des taux directeurs en Amérique du Nord. D'autre part, les matériaux profiteront d'une stabilisation des prix liée à la demande chinoise et des prix de l'énergie découlant des mesures de stabilisation de l'offre adoptées par l'OPEP 2.0 et l'Alberta, en décembre. En appliquant un multiplicateur de 13 fois à des bénéfices projetés de 1180 \$ (2020), on obtient une cible de 15 350 pour le TSX en fin de 2019. Dans un portefeuille adéquatement diversifié, nous recommandons une pondération neutre par rapport à la cible (37 %) en actions canadiennes.

### Europe : Sous-pondérer

Sur fond de désorganisation des relations économiques, commerciales, politiques et sociales, la décélération du rythme d'activité en Europe prend tout son sens. L'incertitude politique entourant le Royaume-Uni (Brexit ou pas de Brexit?) et l'Italie (bras de fer avec la Commission européenne) et les tensions sociales en France (mouvement des gilets jaunes) brouillent les cartes et masquent un contexte économique intérieur somme toute résilient.

La perte d'élan généralisée de l'économie européenne s'est concrétisée malgré un taux d'épargne atteignant les 8,8 %, un marché du travail suffisamment dynamique pour avoir ramené le chômage à son bas de 2008 (6,8 % en septembre) et une confiance relativement élevée. Vulnérable au commerce international, l'indice PMI de la fabrication a chuté d'un sommet cyclique de 60.6 en décembre 2017 à 51,8 en novembre dernier et l'indicateur avancé de l'OCDE reculait de 1 % en septembre.

L'amélioration des perspectives économiques passe par une baisse des tensions politiques et commerciales et l'adoption d'un nouveau plan de relance en Chine. L'Allemagne est positionnée pour tirer avantage d'un tel contexte. Le Royaume-Uni,

l'Italie et, peut-être, la France continueront d'alimenter l'angoisse des investisseurs. Dénouement il y aura; la question est de savoir quand !

Même avec une croissance d'à peine 1,8 % en 2019, l'économie de la zone euro tournera au-dessus de son potentiel à long terme. La disparition des capacités excédentaires de production et la remontée de l'inflation à sa cible confirment la fin des achats quantitatifs en fin d'année et la hausse du taux directeur à 0,25 % d'ici le T4 2019.

L'Europe pourrait nous surprendre positivement plus tard en 2019, mais pour le moment, nous maintenons une sous-pondération des actions européennes à hauteur de 7 % (cible : 10 %) dans un portefeuille adéquatement diversifié. En appliquant un multiplicateur de 13 fois à des bénéfices projetés de 269 euros (2020), on obtient une cible de 3 500 pour l'indice Euro Stoxx en fin de 2019. Rappelons que l'Europe tend à être moins performante lorsque le secteur des technologies s'apprécie. Nos anticipations sont d'ailleurs encore positives pour ce secteur. S'il s'est avéré utile de couvrir son exposition à l'euro dans le passé, sous les 1,15 \$US cette protection est maintenant mitigée.

### Japon : Neutre

« L'économie du Japon connaît une expansion modérée, avec un cercle vertueux provenant des dépenses maintenues à la fois dans le secteur des entreprises et dans celui des ménages. Le PIB réel suit une tendance ascendante, quoiqu'avec des fluctuations, et l'écart de production – qui témoigne du taux d'utilisation du capital et de la main-d'œuvre – s'est élargi positivement depuis la fin de 2016, pendant sept trimestres consécutifs jusqu'au trimestre d'avril-juin de 2018. Dans ces circonstances, la durée de la phase de reprise actuelle, qui a commencé en décembre 2012, aura probablement atteint 69 mois d'affilée ce mois d'août. Si la reprise continue, sa durée dépassera en janvier celle de la plus longue phase de reprise de 73 mois. La Banque prévoit que l'économie poursuivra probablement son expansion modérée. Le rapport sur les perspectives publié cette semaine projette un taux de croissance du PIB réel pour l'exercice 2018 de 1,4 %, ce qui est nettement supérieur au taux de croissance potentiel du Japon, estimé à 0,5 % à 1,0 %. Pour les exercices 2019 et 2020, les taux de croissance du PIB sont estimés à 0,8 %. L'économie devrait poursuivre sa tendance à

## LE TRIMESTRIEL

l'expansion, soutenue en partie par la demande extérieure, mais le rythme de croissance devrait décélérer selon les projections, principalement en raison du ralentissement cyclique des investissements en immobilisations des entreprises et des effets de la hausse prévue de la taxe à la consommation. Il y a, bien entendu, des risques de hausse et de baisse pour ce scénario de base des prévisions de l'activité économique du Japon. En particulier, les incertitudes concernant les économies outre-mer semblent avoir augmenté récemment. Parmi celles-ci, les conséquences des récentes décisions protectionnistes, y compris les frictions commerciales entre les États-Unis et la Chine, méritent une attention particulière. » (Haruhiko Kuroda, gouverneur de la Banque du Japon)

À l'opposé de la BCE, la BdJ est encore loin de modifier son orientation monétaire. La hausse de la taxe de vente en 2019 pourrait à nouveau freiner l'économie et teinter de gris les perspectives de croissance. À 1,4 %, l'inflation est encore loin de la cible de la banque centrale. Le vieillissement de la population et les changements démographiques sont des défis structurels d'envergure, car une réduction de la population en âge de travailler implique une diminution de la production de la main-d'œuvre, ce qui entraîne un ralentissement de la croissance économique avec le temps.

Cela représente un contexte appelant un maintien d'une politique monétaire souple à moyen terme et propice à une mollesse du JPY. Fait à noter, la dépréciation du yen a vu le rendement du NIKKEI passer de - 3,2 % en monnaie locale à + 2 % en CAD de janvier à septembre 2018.

En appliquant un multiplicateur de 14 fois à des bénéfices projetés de 1 625 ¥ (2020), on obtient une cible de 22 750 pour le Nikkei en fin d'année 2019.

Dans un portefeuille adéquatement diversifié, nous recommandons une pondération neutre des actions japonaises à hauteur de 6 %.

### **Marchés émergents : Sous-pondérer**

Voici un extrait librement adapté d'une analyse de MRB Partners (« *Chinese Catalysts For An EM Rebound* ») publié à la fin novembre :

Selon MRB Partners, la thèse en faveur des actions des MÉ repose sur l'inversion d'un certain nombre de

courants négatifs qui ont freiné la catégorie d'actifs cette année, en plus du fait que le commerce international poursuivra son expansion et que la relance intérieure des MÉ offre une toile de fond « assez bonne » pour les bénéficiaires des MÉ dans une économie mondiale perturbée par un élan de la croissance divergent et l'incertitude politique. La liquidation, cette année, d'actifs reliés aux MÉ – qui était exagérée – s'est essouffée, dévoilant un certain nombre d'occasions aux valorisations intéressantes.

Mais, jusque-là, aucun catalyseur convaincant propre à pousser les investisseurs vers les actions des MÉ n'est apparu. Selon MRB Partners, la Chine jouera un rôle pivot pour fournir un tel catalyseur. C'est le plus probablement l'émergence d'une forme quelconque de trêve commerciale entre Donald Trump et Xi Jinping qui réveillera l'intérêt pour les titres à risque. La constatation que les autorités ont mis fin avec succès à leur campagne de désendettement, avec un rebond de l'investissement en immobilisations, et notamment en infrastructures, pourrait être un deuxième catalyseur relié à la Chine. En plus de ces deux catalyseurs, les investisseurs mondiaux se focaliseront sans doute sur la performance des actions chinoises; ces dernières seront probablement favorisées par un changement de répartition des actifs de la part des investisseurs intérieurs fuyant un marché de l'immobilier résidentiel en surchauffe. Une croissance plus lente de l'économie et des bénéficiaires aux États-Unis l'an prochain pourrait aussi contribuer à redorer le blason des actions des MÉ.

Bien que MRB Partners recommande de surpondérer les MÉ dans un portefeuille d'actions mondiales, nous préconisons le contraire pour le moment. La prudence est de mise en attendant que la tempête passe. Les catalyseurs qui inciteront les investisseurs mondiaux à revenir énergiquement vers les actions des MÉ seront probablement liés à la Chine, avec une forme quelconque de trêve commerciale entre Donald Trump et Xi Jinping ou l'inversion des pressions en faveur du désendettement, voire les deux, et un regain du marché boursier local, le tout probablement sur un horizon de six mois. En attendant, nous recommandons de sous-pondérer les actions des MÉ à hauteur de 5 % (cible : 10 %).

**PERSPECTIVES DE RENDEMENT**

Rendements anticipés des actions à long terme : selon MRB Partners, les investisseurs peuvent s'attendre à un rendement annuel réel de 4,8 % (6,6 % nominal) d'un portefeuille d'actions mondiales sur un horizon de placement de dix ans. Cette estimation repose sur les hypothèses suivantes : une croissance réelle des bénéfices de 1,9 %, un ratio C/B de 17, un rendement en dividendes de 2,6 %, un rendement des capitaux propres de 12 % et une appréciation réelle du cours des actions de 2,2 %. Plus précisément, les pays industrialisés dégageront un rendement réel total anticipé de 4,4 % (Canada : 5,7 %) comparativement à 7,3 % pour les MÈ.

Rendements anticipés des obligations à long terme : selon MRB Partners, les investisseurs peuvent s'attendre à un rendement annuel réel de 1 % d'un portefeuille d'obligations canadiennes sur un horizon de placement de dix ans; respectivement 1,6 % et 0,1 % pour un portefeuille d'obligations américaines et de pays développés. Ces estimations s'appuient sur un scénario dans lequel les taux remontent

graduellement avec le temps. Au Canada, le taux des obligations fédérales de 10 ans progressera jusqu'à 4,1 % en 2028. Aux États-Unis, les *Treasuries* de 10 ans monteront jusqu'à 4 %.

Selon MRB Partners, un investisseur canadien au profil équilibré devrait s'attendre à un rendement nominal de 4,5 % (2,5 % réels) sur un horizon de dix ans. Le rendement nominal anticipé pour un profil conservateur est de 4,4 % (2,2 % réels) et de 5,2 % (3,2 %) pour un profil croissance. En fonction de son profil d'investissement, l'espérance de rendement pour un investisseur canadien va de 4,4 % à 5,2 % sur un horizon de dix ans.

Si ces attentes s'avèrent raisonnables, elles demeurent nettement inférieures au rendement d'un profil équilibré de 7,72 % et de 7,57 % pour les cinq et dix dernières années respectivement. L'accoutumance aux rendements élevés des dernières années mérite une saine gestion des attentes.

## Rendements anticipés à long terme

### Perspectives : marché des actions (%)

Pays	Croissance-bénéfice	Ratio Cours/bénéfice (2018)	Ratio Cours/bénéfice (2028)	Croissance des cours	Dividendes	Rendement réel	Rendement nominal
Australie	1,1	11	16	1,5	4,4	4,9	7,1
Brésil	2,6	11	16	0,7	2,9	3,6	5,3
Canada	1,9	10	17	1,7	3,1	4,8	7,2
Chine	3,5	13	14	2,7	1,7	4,4	7,3
Zone euro	2,9	11	16	2,4	3,1	5,5	8,3
Allemagne	3,2	12	16	2,9	2,8	5,7	8,7
Hong Kong	2,1	10	15	3,5	2,6	6,1	8,3
Inde	5,9	16	17	2,3	1,3	3,6	9,1
Japon	-0,8	7	17	0,8	2,0	2,8	4,7
Suède	2,1	12	16	1,6	3,7	5,3	8,4
Suisse	3,9	13	17	1,0	3,2	4,2	7,7
Royaume-Uni	3,7	12	15	2,0	3,7	5,7	7,5
États-Unis	2,3	14	19	0,3	1,9	2,3	4,3
Marchés développés	1,7	12	17	0,9	2,4	3,3	5,1
Marchés émergents	2,4	12	15	2,8	2,3	5,1	8,2
Mondial	1,8	12	17	1,2	2,4	3,6	5,5

### Perspectives : marché obligataire

Pays	Taux 10 ans (% , Actuel)	Taux 10 ans (% , 2028)	Rendement total (%)
Australie	2,84	4,7	1,4
Canada	2,44	4,3	0,9
Allemagne	0,51	3,0	-1,1
Japon	0,05	1,6	-0,9
Suède	0,66	3,9	-0,9
Suisse	0,00	3,2	-1,2
Royaume-Uni	1,44	3,9	-0,1
États-Unis	2,99	4,0	1,5
Marchés développés	1,61	3,4	0,1

### Perspectives de rendement pour un investisseur canadien (%)

	Équilibré		Conservateur		Croissance	
	Rendement réel	Rendement nominal	Rendement réel	Rendement nominal	Rendement réel	Rendement nominal
Portfeuille (CAD)	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>4,4</b>	<b>3,2</b>	<b>5,2</b>
Actions	3,6	5,8	3,6	5,8	3,6	5,8
Revenus fixes	1,2	3,2	1,2	3,2	1,2	3,2
Obligations gouvernementales	1,0	3,0	1,0	3,0	1,0	3,0
Produits de risque mondiaux	3,1	5,1	3,1	5,1	3,1	5,1
Produits de base	1,0	3,0	1,0	3,0	1,0	3,0
Encaisse	-0,4	1,6	-0,4	1,6	-0,4	1,6

**ACTIONS – 19 pensées pour 2019**

1. Il faudra vraisemblablement attendre les dernières séances de l'année pour savoir si le marché américain terminera en territoire positif ou négatif. Il est cependant évident que 2018 ne sera pas à la hauteur de 2016 et 2017.

2. L'année 2018 ne passera peut-être pas à l'histoire pour les performances en bourses, mais l'évolution des bénéfices demeurera au palmarès des plus fortes progressions. Celle-ci est d'autant plus notable qu'elle n'arrive pas en tout début de cycle contrairement aux rebonds historiques forts. Certes, la progression des bénéfices américains ne maintiendra pas un rythme de croissance supérieur à 20 % tel qu'en 2018. Le rythme devrait plutôt converger vers la hausse des revenus, attendue entre 7 % et 10 %, selon la plupart des pronostics.

3. La combinaison d'un marché qui fait du sur-place et d'une rentabilité croissante a engendré l'une des plus fortes compressions du multiple d'évaluation de l'histoire. S'échangeant à 15,5 fois les bénéfices des douze prochains mois, comparativement à 19,5 fois à la fin de janvier, il est difficile de qualifier l'indice phare américain de dispendieux. La croissance des bénéfices ralentira, mais à ratio cours/bénéfices constant, les principaux indices devraient au moins suivre l'évolution des profits.

4. Si une récession est évitée au cours des 24 prochains mois, tel que dépeint dans les pages précédentes, l'environnement devrait demeurer favorable aux actions comparativement à la plupart des autres catégories d'actifs traditionnelles. Si une expansion des multiples d'évaluation demeure possible en envisageant un apaisement des tensions diverses, elle n'est néanmoins pas requise pour rendre les actions plus attrayantes que la plupart des autres catégories d'actifs.

5. Sans avoir des attentes grandioses, 2019 pourrait raisonnablement dégager un rendement égal aux moyennes historiques, soit entre 6 % et 8 %. Si ce rendement semble adéquat, la volatilité pour y arriver pourrait demeurer élevée et ainsi considérablement amputer le rendement ajusté en fonction du risque.

6. À l'aube de 2019, notre préférence continue d'aller au marché américain, du moins pour le début de l'année. Une fois que les intentions de la Fed seront plus claires, que le dollar américain aura plafonné

(après avoir poursuivi sa progression) et que la rhétorique protectionniste s'apaisera, alors l'Europe et, plus tard, les pays émergents pourraient offrir de bonnes occasions à saisir. À l'égard du Canada, il est difficile de justifier une position au-delà de la neutralité.

7. La normalisation monétaire américaine et la vigueur de l'USD fort maintiendront la pression sur les pays émergents. Des rebonds demeurent possibles, mais périlleux à exploiter. Les « bear markets » moyens des marchés émergents engendrent des baisses moyennes de 45 %, comparativement à seulement 25 % récemment. Certes l'évaluation s'y améliore, mais la décote y paraît encore insuffisante pour chercher à en profiter. La patience est de mise. Également, beaucoup pensent que la Chine en fera plus pour stimuler son économie et que, comme jadis, elle entraînera le reste des pays émergents. Dans un passé encore récent, la Chine dynamisait son économie en lançant de grands projets d'infrastructures qui, par la courroie d'entraînement des besoins en ressources, stimulaient également les pays producteurs qui en sont des producteurs. Aujourd'hui, déjà affligée de capacités excédentaires, la Chine semble plus intéressée à relancer son économie par des réductions d'impôts et de taxes visant surtout à accroître la consommation intérieure.

8. Deux conditions sont requises pour devenir structurellement favorables au marché canadien. D'abord, les investisseurs mondiaux devraient vouloir privilégier le secteur financier canadien plutôt que le même secteur américain. Bien que les banques canadiennes continuent d'engranger des bénéfices solides, de s'échanger à des multiples inférieurs aux ratios historiques, de présenter de forts ratios de capitalisation tout en étant bien diversifiées, les craintes des investisseurs étrangers à l'égard de l'endettement des ménages et des valorisations immobilières ne s'estomperont pas. Ensuite, ces mêmes investisseurs étrangers devraient avoir intérêt à investir dans le complexe énergétique canadien. Or, les problèmes d'écoulement de la production demeurent connus et les solutions sont limitées. Qui plus est, l'incapacité du gouvernement fédéral à faire cheminer un projet dont il est propriétaire, dans sa propre juridiction, ne lance guère un message positif à l'international. Bref, il y a bien des occasions à saisir au Canada, mais ce marché exige de la sélectivité et de la prudence.

## LE TRIMESTRIEL

9. Les secteurs technologique (hors médias sociaux) et financier demeurent nos secteurs de prédilection. D'un point de vue défensif, notre préférence va au secteur de la santé.

10. Dans un environnement de croissance modeste, les sociétés qui afficheront une progression supérieure de leurs activités devraient tirer leur épingle du jeu. Or, à l'extérieur du secteur technologique, le style croissance s'avère dispendieux. Le secteur technologique demeure une position structurelle de choix et raisonnablement évaluée en fonction de la croissance des bénéfices.

11. Certains segments du style valeur deviennent plus attrayants. Les titres abordables, mais dont les rendements diminuent sont encore à éviter. Cependant, les sociétés, dont les évaluations sont abordables, dont les activités sont stables à légèrement croissantes et dont les dividendes augmentent, offrent une occasion défensive de choix.

12. Au sein du marché canadien, les secteurs sensibles aux taux d'intérêt (banques et assureurs) et industriels sont à privilégier; les titres de consommation se rapprochent de la neutralité et les ressources naturelles sont sous-pondérées.

13. Parmi les actions américaines, tout comme au Canada, nous maintenons la sous-pondération des secteurs de la consommation et des ressources naturelles et nous surpondérons les valeurs industrielles (avec une préférence pour les technologies) et les titres sensibles aux taux d'intérêt.

14. En ce qui concerne les matières premières, notre préférence va dans l'ordre au pétrole, au gaz naturel (2020) et à l'or (relative indifférence), et nous maintenons une grande prudence à l'égard des métaux de base.

15. Les efforts déployés par l'Alberta pour réduire le différentiel de prix négatif du pétrole canadien ne sont qu'un remède à court terme. La solution à long terme sera de désenclaver le pétrole albertain et de lui permettre d'atteindre de nouveaux marchés. Malheureusement, il n'existe aucune solution à court terme. Entre-temps, les sociétés intégrées, telles que Suncor, continueront de profiter de manière disproportionnée de leurs activités de raffinage pour littéralement imprimer des dollars. Les sociétés d'infrastructures (Gibson) profitent aussi d'un environnement clément. Au-delà de ces créneaux, la

prudence est de mise et il est conseillé de se limiter aux sociétés dont les bilans sont robustes et ayant peu d'échéances obligataires à court ou moyen terme.

16. L'année 2018 se termine comme elle a commencé pour les banques canadiennes : dans le doute ! Pourtant, les résultats sont honorables. Alors qu'en début d'année nous anticipions une croissance de 6 % du bénéfice des banques, elles ont plutôt atteint 11 %. Nos prévisions pour 2019 sont encore de 6 %. Tant que l'emploi canadien ne flanche pas, ces objectifs devraient être atteints ou même dépassés. À 15 % de rendement des fonds propres, à environ 10,5 fois les bénéfices, avec plus de 4 % de dividende et des ratios de capitalisation faisant l'envie du monde entier, les titres bancaires canadiens demeurent des valeurs de choix. Nous privilégions, dans l'ordre, TD, RY et, d'un point de vue de la valeur, BNS.

17. Si la plupart des pronostics 2019 publiés à ce jour vont de très inquiets à neutre, la plus grande surprise pour la prochaine année pourrait très bien être une année où la progression des bénéfices américains excède encore les 10 % combinée à un multiple d'évaluation retournant à près de 20 fois. Du coup, l'indice S&P pourrait bondir à 3 500, pour un gain de près de 25 %. Ce scénario n'est toutefois pas notre scénario de base.

18. Titres favoris canadiens : Brookfield Asset MNG (BAM.A), Manuvie (MFC), Sunlife (SLF), Banque Royale (RY), Banque TD (TD), Banque Scotia (BNS), Canadien National (CNR), Groupe CGI (GIB.A), SNC-Lavalin (SNC), Uni-Select (UNS), Couche-Tard (ATD.B), Metro (MRU), Saputo (SAP), Telus (T), Suncor (SU), Canadian Natural Resources (CNQ), Enerplus (ERF), Gibson Energy (GEI), ARC Resources (ARX), Nutrien (NTR), Pembina Pipeline (PPL)

19. Titres favoris américains : Alphabet (GOOGL), Aptiv (APTV), At&T (T), Marriott Intl (MAR), McKesson (MCK), UnitedHealth Group (UNH), WalgreenBoots Alliance (WBA), Wal-Mart (WMT), Verizon (VZ), Chevron (CVX), Halliburton (HAL), Mosaic (MOS), Blackrock (BLK), JP Morgan (JPM), MetLife (MET), Intel (INTC), Microsoft (MSFT), Oracle (ORCL), Union Pacific (UNP), Visa (V)

LE TRIMESTRIEL

**Tableau 1 : Sommaire des ratios financiers des sous-indices du S&P/TSX**

	Poids indice	C/B DDM	C/B '17	C/V/C	DVD (%)	Ratio ditr.	Crois. BPA	(C/B)/Crois.
S&P/TSX ENERGY INDEX	17,92	15,99	13,46	1,31	4,41	88,29	11,97	1,12
S&P/TSX MATERIALS INDEX	10,79	23,35	16,54	1,18	1,69	43,70	373,95	0,04
S&P/TSX INDUSTRIALS IDX	11,02	21,44	16,02	3,29	1,66	31,57	2,03	7,89
S&P/TSX UTILITIES INDEX	4,12	39,09	18,13	1,40	5,27	181,71	8,15	2,23
S&P/TSX CONS DISCRET IDX	4,20	13,07	11,02	2,47	1,94	26,69	8,38	1,31
S&P/TSX CONS STAPLES IDX	3,93	20,16	15,37	2,49	1,42	21,28	3,99	3,85
S&P/TSX HEALTH CARE IDX	1,66	---	17,48	2,57	0,66	258,77	---	---
S&P/TSX FINANCIALS INDEX	33,08	10,95	9,64	1,51	4,13	45,15	5,56	1,73
S&P/TSX INFO TECH INDEX	4,15	47,58	22,51	4,36	0,39	45,51	13,78	1,63
S&P/TSX COMM SVC	5,99	17,63	15,47	3,22	4,34	79,26	5,24	2,95
S&P/TSX REAL ESTATE IDX	3,19	39,52	---	1,02	5,11	54,63	---	---

**Tableau 2 : Sommaire des ratios financiers des sous-indices du S&P 500**

	Poids indice	C/B DDM	C/B '17	C/V/C	DVD (%)	Ratio ditr.	Crois. BPA	(C/B)/Crois.
S&P 500 ENERGY INDEX	5,49	17,61	13,32	1,71	3,32	49,88	8,85	1,50
S&P 500 MATERIALS INDEX	2,60	15,38	14,22	2,16	2,25	37,30	11,67	1,22
S&P 500 INDUSTRIALS IDX	9,15	16,22	14,11	4,48	2,17	55,66	9,86	1,43
S&P 500 UTILITIES INDEX	3,29	17,45	17,28	1,98	3,28	68,59	-0,63	-27,47
S&P 500 CONS DISCRET IDX	9,93	22,16	18,58	6,94	1,38	46,99	13,57	1,37
S&P 500 CONS STAPLES IDX	7,50	19,53	17,79	5,35	3,00	60,72	7,19	2,47
S&P 500 HEALTH CARE IDX	15,68	20,87	15,68	4,32	1,63	63,89	9,12	1,72
S&P 500 FINANCIALS INDEX	12,99	12,78	10,65	1,34	2,17	32,67	18,16	0,59
S&P 500 INFO TECH INDEX	20,24	18,85	15,10	6,37	1,69	43,99	11,94	1,27
S&P 500 COMM SVC	10,01	18,98	15,48	3,21	1,56	29,84	10,08	1,54
S&P 500 REAL ESTATE IDX	2,95	44,87	37,93	3,33	3,42	120,18	6,88	5,52

## LE TRIMESTRIEL

Tableau 3 : Sommaire des ratios financiers des titres recommandés

	Secteur	Prix	C/BPA'18	C/BPA'19	Dividende	Valeur entreprise/ BAAIA	Rendement/ Capitaux propres	Rendement/ capital investi
CANADIAN TIRE CORP-CLASS A	Consommation discrétionnaire	144,98	12,45	11,25	2,48	9,36	15,66	11,24
DOLLARAMA INC	Consommation discrétionnaire	31,38	18,39	16,35	0,50	13,37	-208,35	45,48
MAGNA INTERNATIOANL INC	Consommation discrétionnaire	61,44	6,87	6,35	2,75	4,5	20,76	18,21
UNI-SELECT INC	Consommation discrétionnaire	19,74	11,88	11,51	2,5	8,3	9,42	7,96
ALIMENTATION COUCHE-TARD -B	Consommation de base	68,08	15,54	14,71	0,59	10,36	21,28	12,91
METRO INC	Consommation de base	47,62	16,38	15,00	1,51	10,82	13,27	11,08
SAPUTO INC	Consommation de base	41,18	23,86	20,20	1,58	14,38	13,07	11,85
ARC RESOURCES LTD	Énergie	8,59	22,14	14,63	6,98	4,68	2,79	7,62
CANADIAN NATURAL RESOURCES	Énergie	35,71	10,79	12,33	3,58	5,42	11,85	9,50
ENERPLUS CORP	Énergie	11,91	12,97	7,74	1,01	4,19	17,75	23,69
GIBSON ENERGY INC	Énergie	19,87	28,47	24,26	6,64	9,50	14,66	1,32
PEMBINA PIPELINE INC	Énergie	43,85	18,97	16,40	5,04	11,33	10,49	7,83
SUNCOR ENERGY INC	Énergie	41,51	13,22	11,39	4,14	5,73	10,82	11,22
TRANSCANADA CORP	Énergie	53,46	14,29	13,87	5,04	12,29	15,80	4,91
BANK OF NOVA SCOTIA	Financier	72,46	9,72	9,04	4,53	---	14,40	5,40
BROOFIELD ASSET MANAGE-CL A	Financier	55,79	18,94	23,38	1,44	18,77	---	4,01
CAN IMPERIAL BK OF COMMERCE	Financier	106,82	8,54	8,11	4,98	---	16,35	8,28
MANULIFE FINANCIAL CORP	Financier	20,25	7,36	6,96	4,27	---	13,46	1,12
ROYAL BANK OF CANADA	Financier	94,86	10,51	9,85	3,97	---	16,91	5,37
SUN LIFE FINANCIAL INC	Financier	45,53	9,50	9,08	4,09	---	13,49	2,21
TORONTO-DOMINION BANK	Financier	70,16	10,45	9,77	3,72	---	16,17	6,40
CANADIAN NATL RAILWAY CO	Industriel	106,26	19,57	17,04	1,67	13,04	22,45	15,03
SNC-LAVALIN GROUP INC	Industriel	47,02	15,71	13,99	4,27	11,40	9,03	7,17
CGI GROUP INC – CLASS A	Technologie de l'information	85,92	18,55	17,20	0,00	11,51	17,44	18,41
NUTRIEN LTD	Matériaux	64,15	17,84	13,92	---	10,68	6,03	-0,68
SMARTCENTRES REAL ESTATE INV	Immobilier	31,71	---	---	5,52	---	---	5,33
WPT INDUSTRIAL REAL ESTATE I	Immobilier	12,8	12,43	11,85	5,94	18,41	---	5,83
TELUS CORP	Télécommunications	46,95	16,40	15,33	4,38	8,00	17,88	10,58
BORALEX INC -A	Services publics	17,83	---	35,95	3,49	12,69	-1,60	1,82
ALGONQUIN POWER & UTILITIES	Services publics	14,13	16,99	16,54	5,25	12,19	9,82	3,83
APTIV PLC	Consommation discrétionnaire	67,7	13,23	12,16	1,40	8,93	42,28	18,16
WALT DISNEY CO/THE	Télécommunications	112,37	15,76	15,06	1,50	10,45	20,61	20,19
MOLSON COORS BREWING CO -B	Consommation de base	63,34	12,70	12,75	2,59	9,59	8,09	7,15
WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	Consommation de base	82,45	12,61	11,74	1,99	9,96	22,65	14,97
WALMART INC	Consommation de base	93,25	19,29	19,64	2,23	10,01	14,47	15,52
CHEVRON CORP	Énergie	116,195	13,91	12,60	3,82	5,71	10,14	6,04
HALLIBURTON CO	Énergie	29,78	15,99	14,30	2,42	8,03	18,18	11,03
BLACKROCK INC	Financier	392,11	14,15	14,04	2,90	10,57	13,95	13,64
JPMORGAN CHASE & CO	Financier	101,66	10,98	10,11	2,44	---	13,54	4,40
METLIFE INC	Financier	39,81	7,43	7,17	4,12	---	11,39	0,94
MCKESSON CORP	Santé	124,275	9,21	8,86	1,13	8,03	22,82	3,22
UNITEDHEALTH GROUP INC	Santé	271,74	21,22	18,63	1,21	14,40	23,96	20,68
UNION PACIFIC CORP	Industriel	147,825	18,81	16,48	1,98	12,12	26,44	21,32
ALPHABET INC-CL A	Télécommunications	1082,16	19,87	19,10	0,00	12,80	17,68	15,32
INTEL CORP	Technologie de l'information	48,17	10,70	10,59	3,26	7,25	22,22	21,84
MICROSOFT CORP	Technologie de l'information	109,345	24,60	21,73	1,57	14,91	39,41	20,80
ORACLE CORP	Technologie de l'information	47,67	14,09	13,20	1,59	9,55	32,17	13,17
VISA INC-CLASS A SHARES	Technologie de l'information	138,56	26,00	22,39	0,64	17,68	33,56	22,98
MOSAIC CO/THE	Matériaux	31,19	16,42	12,86	0,40	8,05	6,80	5,22
AT&T INC	Télécommunications	30,165	8,58	8,42	6,63	6,99	14,76	6,12

**REVENU FIXE**

Rien ne va plus, du moins à en juger par la baisse des taux d'intérêt et l'allure de la courbe des rendements au T4. D'un haut de 3,24 % atteint le 11 octobre, les taux américains à 10 ans ont baissé jusqu'à 2,84 % en décembre. Cela représente une baisse de 40 pb sur fond d'une économie américaine somme toute énergique, dont le rythme d'expansion sera de 2,7 % en 2019.

Qu'à cela ne tienne, la courbe des rendements, plus spécifiquement sa pente, fait craindre l'éventualité d'une récession aux États-Unis. Récession il y aura ! Quand ? Voilà l'énigme à laquelle il faut aspirer répondre ! Parmi la liste des indicateurs que nous suivons, un seul clignote au rouge (écarts de crédit) et un autre, au jaune (dette des entreprises). Tous les autres sont au vert.

La courbe des rendements retient l'attention du fait de son pouvoir de prédiction presque mythique. Depuis 50 ans, chaque fois qu'elle s'est inversée, elle a été un signal de récession précurseur de récession à un horizon de 14 à 34 mois. Au début décembre, la courbe était le moins pentue depuis juin 2007. D'un écart maximum de 78 pb entre ses extrêmes haut et bas en février, elle est passée à un creux de 11,7 pb le 4 décembre. Tant que la pente n'est pas négative, l'indicateur que constitue la courbe des rendements ne clignote pas au rouge au tableau des indices précurseurs.

Il faut se demander, à juste titre, si l'expérimentation pratiquée par les banques centrales et l'asynchronisme monétaire mondial n'ont pas altéré son pouvoir prévisionnel. Ayant appris, avec le temps, que les mots « cette fois, c'est différent ! » sont à proscrire en gestion de patrimoine, je m'abstiendrai de les prononcer. Mais, convenons avec la Fed que le contexte économique et monétaire altéré par la crise de 2008 et ses vestiges présents aujourd'hui soulève bien des interrogations.

**Retour sur 2014 et 2015 !** « Le contexte macroéconomique actuel ressemble de plus en plus à celui de 2015, année où l'économie mondiale a fortement ralenti et où les prix des matières premières ont chuté ». (BCA Research) En 2014, la Fed s'appropriait à normaliser sa politique monétaire alors que les autres banques centrales appuyaient des deux pieds sur l'accélérateur monétaire, provoquant une appréciation de 16 % de l'USD entre juillet 2014

et mars 2015. L'effet s'est fait sentir sur l'économie mondiale, notamment dans les pays émergents, dont la Chine qui a vu le yuan s'apprécier à cause de son indexation sur l'USD. Cherchant à rétablir sa position concurrentielle, la Chine a dévalué sa monnaie de 4% en août 2015. La manœuvre n'a pas fonctionné et l'Empire du Milieu a dû puiser dans ses réserves de change jusqu'en janvier 2016 pour freiner la dévaluation de sa monnaie.

L'effet combiné de l'appréciation de l'USD et du ralentissement économique en Chine a créé un effet domino sur l'ensemble des marchés financiers (affectant le prix des matières premières et des ressources naturelles ainsi que la prime de risque des titres de crédit). La Fed a quand même relevé son taux directeur en décembre 2015, signalant qu'elle enfilerait quatre hausses additionnelles en 2016. Une levée de boucliers l'a finalement contrainte à tempérer son langage de fermeté (*hawkish*) et à laisser son taux directeur inchangé pendant 12 mois.

**2014/15 Vs. 2018/19...** « Aujourd'hui, les investisseurs se demandent de nouveau si la Fed finira par ciller et si les autorités chinoises sont prêtes à injecter une dose massive de mesures de stimulation provoquant une relance mondiale. » (BCA Research) Possible! La baisse récente des taux pourrait permettre d'envisager qu'un bras de fer est en train de s'engager entre le marché obligataire et la Fed. La logique finissant toujours par vaincre, la Fed gagne à tout coup ! Après tout, c'est elle qui contrôle la masse monétaire, les conditions monétaires et la liquidité dans le système.

Dans notre scénario de référence s'appuyant sur une croissance économique de 2,7 % aux États-Unis en 2019 dans un contexte de plein emploi, d'inflation supérieure à la cible et de croissance des salaires, la Fed rehaussera son taux directeur jusqu'à 3,25 % en fin 2019. De leur côté, les investisseurs prévoient une seule hausse du taux directeur en 2019, à 2,75 %. À moins d'une éventuelle révision à la baisse des indications prospectives, nous estimons qu'ils réviseront leur scénario en cours de route en 2019.

« Les taux d'intérêt sont encore bas selon les normes historiques, et ils restent juste en dessous de la fourchette large des estimations du niveau qui serait neutre pour l'économie – c'est-à-dire qui n'accélère pas ni ne ralentit la croissance. » (Jerome H. Powell, président de la Fed, 28/11/2018)

## LE TRIMESTRIEL

À notre avis, les investisseurs ont mal interprété cette phrase de M. Powell prononcée devant The Economic Club of New York. Le taux directeur d'équilibre à long terme estimé par la Fed se situerait entre 2,5 % et 3,5 %. À 2,25 %, le taux directeur est actuellement à 25 pb du bas de cette fourchette. Avec une hausse de 25 pb en décembre, le taux directeur serait techniquement à son point d'équilibre. En réalité, le taux d'équilibre repose sur des hypothèses imprécises, énigmatiques et imprévisibles. La gouvernance monétaire n'est pas une science, mais un acte de foi dont la résultante a des répercussions sur l'économie 12 à 18 mois plus tard. Bref, les investisseurs auraient plus avantage à surveiller les indicateurs économiques, dont la tendance de l'inflation, qu'à décrypter les propos de M. Powell ou qu'à se focaliser sur l'énigmatique taux directeur d'équilibre. Selon la Fed, ce taux se situerait entre 2,5 % et 3,5 %, parfait, arrêtons-nous là et concentrons notre attention sur l'économie ! Actuellement, elle se porte relativement bien ! Globalement, la toile de fond économique et financière est conforme à une hausse de la structure des taux d'intérêt.

**Qu'en est-il du Canada ?** « L'économie canadienne tourne près des limites de sa capacité depuis maintenant plus d'un an, le taux de chômage est à son niveau le plus bas depuis des décennies et l'inflation est à la cible. Traditionnellement, c'est à cette étape du cycle économique que des pressions inflationnistes peuvent commencer à apparaître. Il est donc naturel que nous cherchions à amener les taux d'intérêt à un niveau neutre. Toutefois, pendant ces dix années où les taux d'intérêt étaient exceptionnellement bas, la dette des ménages, constituée principalement de prêts hypothécaires, s'est accumulée. Et nous savons tous à quel point les prix des habitations ont augmenté ces dernières années, en particulier dans certaines des plus grandes villes du pays. Ces vulnérabilités financières sont venues ajouter un élément de complexité à la politique monétaire. Le Conseil de direction a déterminé hier que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié pour le moment. Et, compte tenu de l'ensemble de ces évolutions, nous estimons encore que le taux d'intérêt directeur devra augmenter jusqu'à l'intérieur d'une fourchette neutre – soit entre 2,5 % et 3,5 % environ – pour assurer l'atteinte de la cible d'inflation. Bien entendu, le rythme de ce processus dépendra fortement des données. Nous continuerons de jauger l'effet des taux d'intérêt plus élevés sur la consommation et le logement, et de surveiller l'évolution des politiques commerciales

mondiales. La persistance du choc des prix du pétrole, l'évolution des investissements des entreprises et notre évaluation de la capacité de l'économie seront également des facteurs importants dans nos décisions au sujet de l'orientation future de la politique monétaire. » (Stephen H. Poloz, gouverneur de la Banque du Canada, 06/12/2018). Globalement, la toile de fond économique et financière est conforme à une hausse de la structure des taux d'intérêt.

**La tendance des taux d'intérêt sera à la hausse d'ici la fin du cycle !** La baisse subite des taux au T4 2018 est temporaire et non le début d'une nouvelle tendance. Ce qui nous amène à recommander le maintien d'une stratégie d'investissement teintée de prudence pour la répartition entre les émetteurs, les échéances et la durée. S'il y a autant de stratégies que de scénarios, pour l'essentiel, la stratégie d'investissement est influencée par le profil de l'investisseur, sa tolérance au risque et l'indice de référence sous-jacent au mandat.

**Sur un horizon de 3 à 6 mois**, la stratégie est tactiquement macroprudentielle. Pour un portefeuille adéquatement diversifié dont le profil est équilibré, la pondération recommandée en titres à revenu fixe est de 25 %. Voici trois types de stratégies :

**Stratégie dont la base de référence est l'Indice obligataire universel FTSE TMX Canada**

<b>Émetteurs</b>	
Canada	27 %
Provinces	35 %
Sociétés	38 %
<b>Échéances</b>	
Court terme	8 %
Moyen terme	71 %
Long terme	21 %
<b>Durée</b>	
	7,27 ans

Cette stratégie d'investissement s'appuie sur le mandat DGIA – Revenu fixe qui est disponible par l'entremise du Service de Gestion discrétionnaire.

## LE TRIMESTRIEL

**Stratégie dont la base de référence est l'Indice obligataire universel FTSE TMX Court Terme**

<b>Émetteurs</b>	
Canada	20 %
Provinces	45 %
Sociétés	35 %
<b>Échéances</b>	
Court terme	85 %
Moyen terme	15 %
<b>Durée</b>	2,58 ans

**Sur un horizon de 12 à 18 mois**, la stratégie d'investissement dépendra du cycle économique et financier. Lorsque les indicateurs avancés signaleront une fin de cycle, il faudra modifier la stratégie d'investissement pour profiter pleinement de la baisse des taux. Selon le contexte, une surpondération des obligations à moyen et long terme et de la durée et une sous-pondération des titres de société pourraient être appropriées.

Cette stratégie d'investissement s'appuie sur le mandat DGIA – Obligations court terme qui est disponible par l'entremise du Service de Gestion discrétionnaire.

**Stratégie pour l'investisseur dont le rendement absolu et la préservation du capital sont non négociables**

<b>Émetteurs</b>	
Canada	0 à 100 %
Provinces	0 à 100 %
Municipales	0 à 100 %
Sociétés	0 à 40 %
<b>Échéances</b>	
Court terme	80 à 100 %
Moyen terme	0 à 20 %
Long terme	0 %
<b>Durée</b>	2 à 3 ans

Cette stratégie peut prendre la forme d'un échelonnement sur 5 ans ou d'un appariement selon un besoin spécifique à l'investisseur. L'investisseur arrivant à la retraite pourrait bonifier son rendement avec une rente assurée ou en augmentant son exposition aux titres de croissance. La composante investie dans les titres de sociétés peut aussi comprendre des actions privilégiées de bonne qualité. Les obligations à taux flottant sont à considérer puisqu'elles évoluent en fonction du taux CDOR.

## *En commençant par la fin !*

Ouf ! Quelle année ! Les investisseurs se souviendront de 2018 comme une année marquée par le retour de la volatilité et son effet sur les rendements des portefeuilles. Un rendement nettement en dessous de la moyenne observée depuis 10 ans (rendement excluant les frais pour un portefeuille type au profil d'investissement équilibré : 7,57 %). En fait, pour la première fois depuis l'ère Nixon, aucune catégorie d'actifs n'aura réussi à franchir le cap des 5 % de rendement. En ce qui concerne les pertes, les investisseurs ont connu pire, mais généralement lorsqu'une catégorie d'actifs recule, une autre monte. En 1974, les ressources naturelles s'étaient distinguées du lot; en 2002, c'étaient les fonds de placement immobilier et en 2008, les obligations gouvernementales de plusieurs grands pays. En 2018, aucune des catégories d'actifs ne s'est réellement distinguée. Le temps est venu de tourner la page !

L'année 2019 s'articulera comme le *Canon de Pachelbel*. Son interprétation pourrait aussi bien être de nature légère et vive que solennelle et majestueuse. La toile de fond économique et financière évoluera en deux temps.

### **Premier temps...**

Les États-Unis, dont l'économie est quasi-autosuffisante, se distingueront du reste du monde qui cherchera tant bien que mal à trouver son équilibre. Pour le reste du monde, le protectionnisme, le commerce international et la Chine seront les principaux facteurs à l'œuvre.

La trêve entre les présidents Donald Trump et Xi Jinping lors du sommet du G20 à Buenos Aires est temporaire et fragile. Pour qu'elle tienne, M. Trump devra faire preuve de retenue. Mais 48 heures à peine après le G20, il déclarait : « Nous aurons avec la Chine un vrai accord, ou pas d'accord du tout – auquel cas, nous imposerons de lourds droits de douane aux produits chinois importés aux États-Unis. » Une déclaration, pour le moins, irritante et énigmatique pour le président Xi Jinping.

La petite musique du « haro sur la Chine » est douce à l'oreille de la base électorale du président Trump. Le protectionnisme, notamment envers la Chine, est populaire aux États-Unis, notamment dans le Midwest. Pour obtenir un deuxième mandat à la Maison-

Blanche, le candidat Trump aura besoin de leurs suffrages. Mais vers qui pourrait-il tourner sa vindicte d'ici la fin de son mandat et pendant la campagne électorale présidentielle s'il s'entend avec la Chine ? Poser la question s'est y répondre !

Tenons-le-nous pour dit, ni le président, ni les républicains ni les démocrates n'ont intérêt à s'entendre avec la Chine. Au-delà de la politique, cette guerre commerciale est aussi une course à l'hégémonie technologique. D'un côté, les Américains protègent leur suprématie dans un secteur de pointe où la recherche, le développement et les brevets sont stratégiques. De l'autre, la Chine veut accéder aux avancées technologiques de l'Occident pour accélérer son développement économique et prendre sa place sur l'échiquier économique mondial. Voilà l'essentiel du réel débat commercial entre les deux pays !

À défaut de quoi, comment expliquer le porte-à-faux entre les politiques commerciale et fiscale du président Trump ? En écrasant l'accélérateur budgétaire, il devait savoir que l'accélération de la demande intérieure allait doper les importations et le déficit commercial. Un esprit machiavélique pourrait penser que la résultante de cette inconstance lui est tout simplement favorable politiquement.

En remettant de l'argent dans les poches des contribuables et des entreprises, le président Trump a répondu aux attentes populistes de sa base électorale. Il a du coup augmenté l'indice d'octane d'un carburant économique déjà riche, compliquant la tâche de la Fed et, par le fait même, soufflant sur les braises du protectionnisme.

Cette télé réalité à laquelle nous assistons est l'expression d'une déconnexion entre la classe politique et les électeurs dont la résultante ne sera connue que lors de la prochaine récession. D'ici là, l'économie américaine poursuivra sa course en 2019 quoiqu'à un rythme modestement moins rapide et la Fed portera son taux directeur à 3,25 % en fin d'année. Le marché obligataire s'ajustera à ce scénario en escalier. Chaque hausse du taux directeur provoquant une montée des taux d'intérêt suivis d'une période de stabilisation. Le marché boursier poursuivra son chemin en 2019 en dépit de pointes de volatilité. Le style croissance et les secteurs technologique (excluant les médias sociaux), financier et de la santé se distingueront à court terme.

**Deuxième temps...**

Une escarmouche/guerre commerciale n'est avantageuse pour personne, surtout dans un contexte économique mondial où la production est intégrée. Pour la Chine, elle arrive au moment où la demande intérieure ralentit. Ultimement, cela mènera à une accélération des réformes structurelles et à l'adoption d'un nouveau plan de relance. Un contexte favorable pour la Chine et le monde à moyen terme, mais aussi pour les bourses des pays émergents. Un scénario à escompter pour le deuxième semestre ?

En Europe, les perspectives économiques sont brouillées par la politique (Italie et Brexit), la déconnexion politico-sociale apparente (France) et la Chine (Allemagne). Les consommateurs et les entreprises sont une force dont il faut tenir compte pour l'économie. Mais une étincelle de positivisme sera nécessaire pour surmonter un cynisme bien ancré dans la mentalité collective. Autre scénario à escompter pour le deuxième semestre ?

Au Canada, l'effondrement de la demande intérieure porte à réfléchir. L'endettement des ménages, le rachitisme du taux d'épargne et la normalisation monétaire sont autant de boulets pour la consommation. Certes, la pénurie de main-d'œuvre entraînera une amélioration des conditions de travail. Mais les hausses salariales seront-elles englouties par la hausse des taux d'emprunt ? En fin de cycle, les entreprises pourraient préférer l'attentisme à l'investissement. Pour le TSX, la direction des taux d'intérêt et du prix du pétrole donnera le ton en 2019. Et les deux devraient augmenter graduellement dans la prochaine année.

Globalement, notre interprétation économique et financière du *Canon de l'investissement 2019* est inspirée par une continuité du cycle d'investissement. Une version en apparence audacieuse après une année 2018 éprouvante pour les investisseurs.

Selon le cycle stylisé d'investissement de MRB Partners, nous approchons la fin de la phase 5, celle précédant le début du marché baissier, le fameux « *bear market* » (phase 6). « Les marchés baissiers durables du ratio actions/obligations ne se produisent généralement que si l'économie mondiale dans son ensemble subit une récession. Les craintes d'une

récession mondiale peuvent causer une pression à la vente intense comme on l'a vu plus tôt dans ce cycle en 2011-2012, et à nouveau en 2015-2016, mais pas mettre fin à un marché haussier cyclique à moins que la récession se matérialise effectivement. Le cycle d'investissement actuel a été unique en ce sens qu'un cadre politique extrême a persisté beaucoup plus longtemps. Le résultat net n'est pas un marché baissier imminent pour les actions, mais plutôt un mouvement volatil et prolongé jusqu'à ce que les rendements obligataires montent suffisamment pour étouffer les maillons faibles mondiaux au point de déclencher une contagion critique et de provoquer la fin du cycle économique et d'investissement. » (MRB Stylized Investment Cycle : Extended Topping Out Process)

**Sur un horizon de 3 à 6 mois**, la stratégie d'investissement est teintée d'un optimisme sélectif envers les actions et le marché monétaire, les États-Unis, le style croissance et les secteurs technologique (excluant les médias sociaux), financier et de la santé se distingueront à court terme. La répartition tactique pour un portefeuille au profil équilibré dont la tolérance au risque de l'investisseur est moyenne, est la suivante : 10 % d'encaisse, 20 % d'obligations, 60 % d'actions et 10 % de placements alternatifs.

**Sur un horizon de 12 à 18 mois**, la stratégie d'investissement est empreinte d'une incertitude quant au cycle économique et d'investissement. Ne sachant pas s'il est minuit moins le quart ou minuit moins une, nous penchons pour une prudence relative teintée d'un optimisme sélectif pour des situations spéciales. Au moment d'écrire le *Trimestriel*, il semble y avoir un consensus autour d'une fin de cycle en 2020. Dans une année d'élections, tout peut arriver. Si les démocrates et les républicains s'entendent sur un programme d'infrastructures, voire de nouvelles baisses d'impôt, d'ici juin 2020, les perspectives prendraient un tout autre sens. Qui sait ?

**Un rendement total de 4 à 5 % est envisageable d'ici la fin du cycle !** Pour y arriver, il faudra baliser ses convictions et faire preuve d'agilité dans l'exécution de la stratégie d'investissement. La gestion active prend ici tout son sens pour optimiser le rendement ajusté en fonction du risque.

## MANDATS INTERNES

### VMD Alpha FNB Retraite

Nom	Pondération
ENCAISSE	9,7
DESJARDINS 1-5Y LADDR ETF	8,9
DESJARDINS CDN PREF ETF	0,5
DESJARDINS CDA MULTI ETF	1,3
DESJARDINS DEV EX USA ETF	3,9
DESJARDINS EMRG MKT ETF	2,5
ISHARES CORE MSCI EAFE	0,5
INVESCO S&P500 EQ WGT ETF	12,2
ISHR CORE CDN UNIV BD ETF	21,7
ISHRS CORE MSCI EAFE IMI	1,3
BMO MID CORP BND INDX ETF	20,5
BMO S&P/TSX CAPP COMP ETF	8,6
BMO EQUAL WEIGHT O&G ETF	1,4
BMO LONG PROV BOND ETF	7

### VMD Alpha FNB Conservateur

Nom	Pondération
ENCAISSE	9,8
DESJARDINS 1-5Y LADDR ETF	7,4
DESJARDINS CDN PREF ETF	0,4
DESJARDINS CDA MULTI ETF	1,3
DESJARDINS DEV EX USA ETF	3,9
DESJARDINS EMRG MKT ETF	2,5
ISHARES CORE MSCI EAFE	3,5
INVESCO S&P500 EQ WGT ETF	15,3
ISHR CORE CDN UNIV BD ETF	18,0
ISHRS CORE MSCI EAFE IMI	1,9
BMO MID CORP BND INDX ETF	17,0
BMO S&P/TSX CAPP COMP ETF	11,8
BMO EQUAL WEIGHT O&G ETF	1,4
BMO LONG PROV BOND ETF	5,8

### VMD Alpha FNB Modéré

Nom	Pondération
ENCAISSE	9,9
DESJARDINS 1-5Y LADDR ETF	4,3
DESJARDINS CDN PREF ETF	0,4
DESJARDINS CDA MULTI ETF	1,1
DESJARDINS DEV EX USA ETF	3,9
DESJARDINS EMRG MKT ETF	2,5
ISHARES CORE MSCI EAFE	3,3
INVESCO S&P500 EQ WGT ETF	25,4
ISHR CORE CDN UNIV BD ETF	10,6
ISHRS CORE MSCI EAFE IMI	2,1
BMO MID CORP BND INDX ETF	10
BMO S&P/TSX CAPP COMP ETF	21,8
BMO EQUAL WEIGHT O&G ETF	1,3
BMO LONG PROV BOND ETF	3,4

### VMD Alpha FNB Croissance

Nom	Pondération
ENCAISSE	5,2
DESJARDINS 1-5Y LADDR ETF	1,9
DESJARDINS CDN PREF ETF	0,4
DESJARDINS CDA MULTI ETF	1,8
DESJARDINS DEV EX USA ETF	4,8
DESJARDINS EMRG MKT ETF	3,0
ISHARES CORE MSCI EAFE	1,9
INVESCO S&P500 EQ WGT ETF	35,6
ISHR CORE CDN UNIV BD ETF	4,5
ISHRS CORE MSCI EAFE IMI	2,7
BMO MID CORP BND INDX ETF	4,3
BMO S&P/TSX CAPP COMP ETF	31,9
BMO EQUAL WEIGHT O&G ETF	0,6
BMO LONG PROV BOND ETF	1,4

## LE TRIMESTRIEL

## VMD Grandes capitalisations canadiennes

Nom	Pondération
ENCAISSE	1,3
AIR CANADA VTG & VAR VTG	1
ARC RESOURCES LTD	1,45
ALIMENT COUCHE-TARD-B SV	3,43
BROOKFIELD ASSET MGT-A LV	3,7
BANK OF NOVA SCOTIA	9,6
CDN NATURAL RESOURCES LTD	4,44
CANADIAN NATIONAL RAILWAY	5,02
CDN TIRE CORP LTD-A NV	2,21
ENCANA CORP	1,94
ENBRIDGE INC	1,57
GOLDCORP INC	4,02
CGI GROUP INC-A SV	2,25
INTACT FINANCIAL CORP	3,71
MANULIFE FINANCIAL CORP	2,47
NUTRIEN LTD	1,84
PARKLAND FUEL CORP	1,72
QUEBECOR INC CL-B SV	1,5
ROYAL BANK OF CANADA	8,8
SUN LIFE FINANCIAL INC	4,02
SNC-LAVALIN GROUP	3,81
SUNCOR ENERGY INC NEW	5,68
TELUS CORP	3,42
TORONTO DOMINION BANK	9,92
TECK RESOURCES LTD -B- SV	2,33
TRANSCANADA CORP	4,53
WASTE CONNECTIONS INC-NEW	2,45
WHITECAP RES INC	1,87

## VMD Grandes capitalisations américaines

Nom	Pondération
ENCAISSE	5
APTIV PLC	4
BLACKROCK INC	5
CHEVRON CORP	2
DISNEY WALT COMPANY	5
ALPHABET INC CL-A	4
INTEL CORPORATION	3
ISHARES US HOME CONSTRUCT	4
JP MORGAN CHASE & CO	7
MARRIOTT INTL INC-A	3
MCKESSON CORPORATION	5
METLIFE INC	6
MOSAIC CO-NEW	2
MICROSOFT CORP	6
ORACLE CORP	6
QUALCOMM INC	3
RANGE RES CORP	3
INVESCO SP500 E/W HLTHCRE	7
AT & T INC	6
UNION PACIFIC CORP	5
WALGREENS BOOTS ALLIANCE	5
WALMART INC	4

## LE TRIMESTRIEL

## VMD Revenu fixe

Nom	Pondération
ENCAISSE	3
CANADA S-XG49 5.75% 1JN33	11
CDA HSG TR S73 1.9%15SP26	15
ONTARIO 2.6% 2JN25	16
PROV QUE 2.5% 1SP26	18
ALIMENT S5 C25 3.6% 2JN25	4,8
BNS DEP NT 3.1% 2FB28	4,8
BELL CDA RED 2.7% 27FB24	4,8
HYDRO ONE INC 2.77%24FB26	4,8
RBC DEP NT 2.03% 15MR21	4,8
SAPUTO INC 2.196% 23JN21	3
BMO LONG CORP BD INDX ETF	10

## VMD Actions privilégiées

Nom	Pondération
ENCAISSE	1,31
BROOKFIELD ASST4.5%-32 PF	3,06
BROOKFIELD AST 4.5%-42 PF	3,47
BROOKFIELD ASSET-A S2 PFD	3,97
BROOKFIELD ASSET-A S18 PF	2,97
BCE INC-CUM RED 1ST PF-AH	1,96
BANK OF MTL-B S-27 4% PFD	3,86
BK OF MTL NVCC-B S33 PFD	2,93
BNS NVCC 5.5% SER-34 PFD	4,87
CIBC NC4.4% S45-A NVCC PF	1,44
ENBRIDGE INC 4.4% S-11 PF	4,61
ENBRIDGE 4.689% CUM-F PFD	3,82
ENBRIDGE INC 4% CUM-R PFD	1,98
FORTIS INC 4.1%-M 1ST PFD	3,99
GREAT-WEST 5.2% 1ST PFD-G	4,12
GREAT-WEST LIFE-H 1ST PFD	4,96
INTACT FIN 3.332%-A S3 PF	2,54
MANULIFE FN4.351%-1 S9 PF	4,39
NATL BK CDA S30 4.1% 1PFD	4,45
PEMBINA PPLN 4.5%-A S7 PF	1,8
POWER FINL F/R RD 1ST PRA	2,39
POWER FIN 6% NC 1ST PFD-I	5,95
RYL BK CDA4.45%-AF 1ST PF	6,65
RYL BK CDA NVCC3.6%-BD PF	2,75
RYL BK CDA NVCC5.5%-BK PF	1,95
TD BK N/C 3.7% SER-9 PFD	4,15
TDB N/C NVCC 4.85% S14 PF	2,84
TRANSCDA CP4.25%1ST-S9 PF	4,33
TRANSCDA CP4.9%1ST-S15 PF	2,49

# PROFILS D'INVESTISSEMENT

## PROFIL PRUDENT

### Profil de l'investisseur :

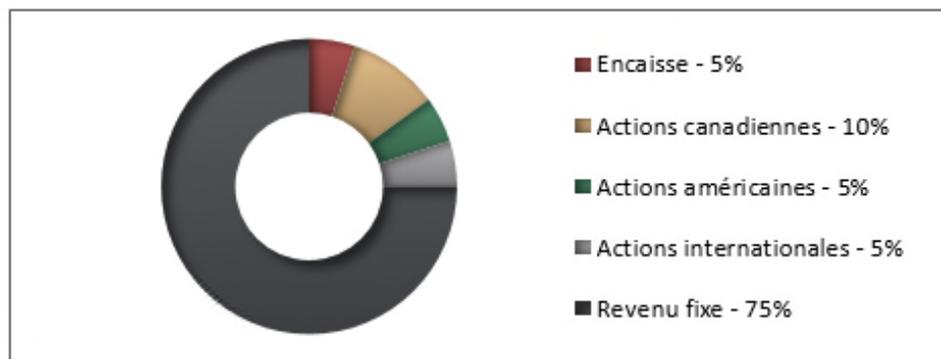
Ce profil d'investissement est influencé par la génération de flux de capitaux et la tolérance au risque est faible. L'investisseur typique est à la retraite et les revenus générés par son portefeuille d'investissement sont planifiés stratégiquement pour assurer son train de vie.

### Composition – cible stratégique

Catégorie	Revenu fixe	Cible %	Min. %	Max. %
1	Encaisse	5,0	0,0	20,0
2	Revenu fixe	75,0	60,0	90,0
<b>Actions</b>				
3	Actions canadiennes	10,0	0,0	25,0
3	Actions américaines	5,0	0,0	20,0
3	Actions internationales	5,0	0,0	20,0
<b>Autres</b>				
4	Autres placements	0,0	0,0	10,0

### Rendement (depuis 1969)

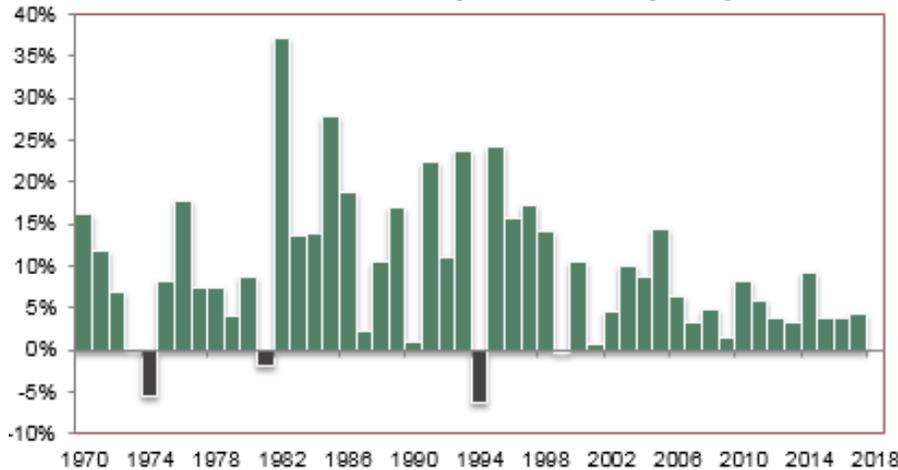
Rendement moyen	8,9 %
Volatilité moyenne	9,0 %
Rendement moyen 3 ans annualisé	9,6 %
Pire rendement 3 ans annualisé	-1,8 %
Meilleur rendement 3 ans annualisé	26,2 %
Rendement moyen 5 ans annualisé	9,8 %
Pire rendement 5 ans annualisé	-2,0 %
Meilleur rendement minimum 5 ans annualisé	29,0 %
Rendement moyen 10 ans annualisé	9,6 %
Pire rendement 10 ans annualisé	3,9 %
Meilleur rendement 10 annualisé	16,7 %
Meilleur rendement 12 mois	51,9 %
Pire rendement 12 mois	-12,9 %
Volatilité 12 derniers mois	2,9 %
Rendement 12 derniers mois	-0,4 %
2018	0 %
Dernier mois	1,1 %
Au 30 novembre 2018	



## PROFIL PRUDENT

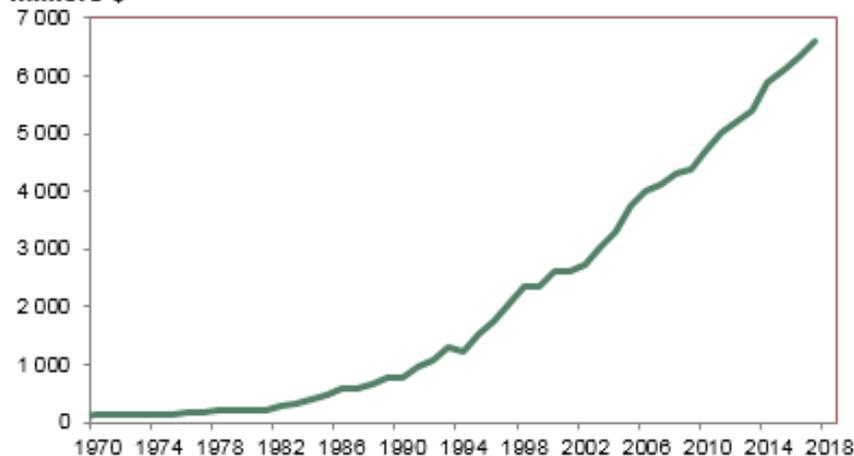
Ce graphique illustre les variations annuelles d'un portefeuille de profil prudent. Depuis 1968, un investisseur de type prudent a connu quatre années de rendements négatifs. De 1970 à aujourd'hui, le rendement cinq ans annualisé de ce profil a atteint en moyenne 8,9 %, un minimum de -2,5 % et un maximum de 30,5 %. Ce profil n'a jamais connu deux années négatives consécutives.

Variations annuelles d'un portefeuille de profil prudent



Ce graphique illustre la valeur accumulée d'un investissement initial de 100 000 \$ selon un profil prudent. Les diverses classes d'actifs ont été rebalancées selon les cibles initiales à la fin de chaque année. L'investisseur de ce profil aurait donc accumulé 6 596 913 \$ au cours de la période, pour un rendement annuel composé de 8,93 %.

Milliers \$ Valeur accumulée d'un investissement de 100 000 \$



Date	Variation	Valeur
31 déc-69		100 000 \$
31 déc-70	16,18 %	116 176 \$
31 déc-71	11,90 %	129 996 \$
31 déc-72	6,90 %	138 966 \$
31 déc-73	0,32 %	139 411 \$
31 déc-74	-5,46 %	131 798 \$
31 déc-75	8,33 %	142 772 \$
31 déc-76	17,73 %	168 093 \$
31 déc-77	7,52 %	180 738 \$
31 déc-78	7,42 %	194 143 \$
31 déc-79	4,09 %	202 092 \$
31 déc-80	8,61 %	219 501 \$
31 déc-81	-1,98 %	215 157 \$
31 déc-82	37,20 %	295 199 \$
31 déc-83	13,74 %	335 752 \$
31 déc-84	13,98 %	382 693 \$
31 déc-85	27,81 %	489 112 \$
31 déc-86	18,91 %	581 592 \$
31 déc-87	2,34 %	595 221 \$
31 déc-88	10,61 %	658 364 \$
31 déc-89	16,86 %	769 372 \$
31 déc-90	0,96 %	776 721 \$
31 déc-91	22,49 %	951 378 \$
31 déc-92	10,97 %	1 055 713 \$
31 déc-93	23,77 %	1 308 656 \$
31 déc-94	-6,22 %	1 225 324 \$
31 déc-95	24,24 %	1 522 287 \$
31 déc-96	15,58 %	1 759 427 \$
31 déc-97	17,29 %	2 063 680 \$
31 déc-98	14,17 %	2 356 088 \$
31 déc-99	-0,16 %	2 352 320 \$
31 déc-00	10,59 %	2 601 449 \$
31 déc-01	0,63 %	2 617 849 \$
31 déc-02	4,60 %	2 738 258 \$
31 déc-03	9,95 %	3 010 612 \$
31 déc-04	8,82 %	3 276 018 \$
31 déc-05	14,38 %	3 747 241 \$
31 déc-06	6,47 %	3 989 581 \$
31 déc-07	3,31 %	4 121 438 \$
31 déc-08	4,72 %	4 315 887 \$
31-déc-09	1,52 %	4 381 309 \$
31-déc-10	8,10%	4 735 872 \$
31-déc-11	6,20%	5 028 536 \$
31-déc-12	3,79 %	5 208 519 \$
31-déc-13	3,28 %	5 379 552 \$
31-déc-14	9,13 %	5 870 919 \$
31-déc-15	3,79 %	6 093 407 \$
31-déc-16	3,75 %	6 321 910 \$
31-déc-17	4,35 %	6 596 913 \$

# PROFILS D'INVESTISSEMENT

## PROFIL CONSERVATEUR

### Profil de l'investisseur :

Ce profil d'investissement est axé sur la préservation du capital, et la variabilité du rendement annuel est faible. La tolérance au risque est faible. L'investisseur choisira une pondération dominante en titres à revenu fixe, comme les obligations et les actions privilégiées de grande qualité. Les actions ordinaires à haut dividende et de grandes qualités pourront aussi composer le portefeuille.

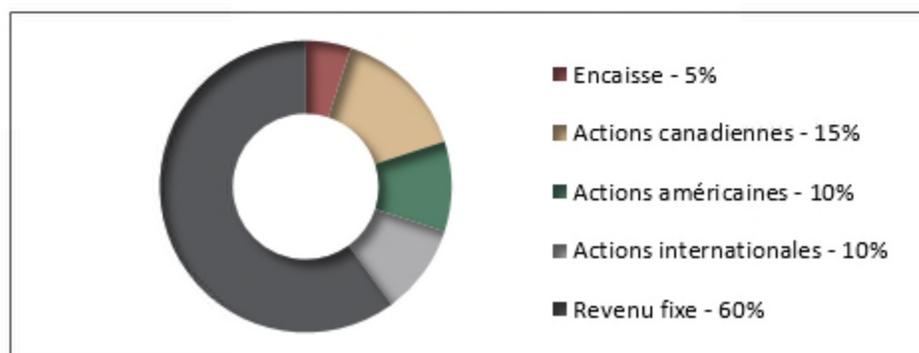
### Composition – cible stratégique

Catégorie	Revenu fixe	Cible %	Min. %	Max. %
1	Encaisse	5,0	0,0	20,0
2	Revenu fixe	60,0	45,0	75,0
<b>Actions</b>				
3	Actions canadiennes	15,0	0,0	30,0
3	Actions américaines	10,0	0,0	25,0
3	Actions internationales	10,0	0,0	25,0
<b>Autres</b>				
4	Autres placements	0,0	0,0	10,0

### Rendement (depuis 1969)

Rendement moyen	9,2 %
Volatilité moyenne	9,3 %
Rendement moyen 3 ans annualisé	9,9 %
Pire rendement 3 ans annualisé	-0,4 %
Meilleur rendement 3 ans annualisé	26,4 %
Rendement moyen 5 ans annualisé	10,0 %
Pire rendement 5 ans annualisé	-2,5 %
Meilleur rendement minimum 5 ans annualisé	30,5 %
Rendement moyen 10 ans annualisé	9,8 %
Pire rendement 10 ans annualisé	4,3 %
Meilleur rendement 10 annualisé	16,5 %
Meilleur rendement 12 mois	52,7 %
Pire rendement 12 mois	-17,1 %
Volatilité 12 derniers mois	4,3 %
Rendement 12 derniers mois	-0,2 %
2018	0,3 %
Dernier mois	1,2 %

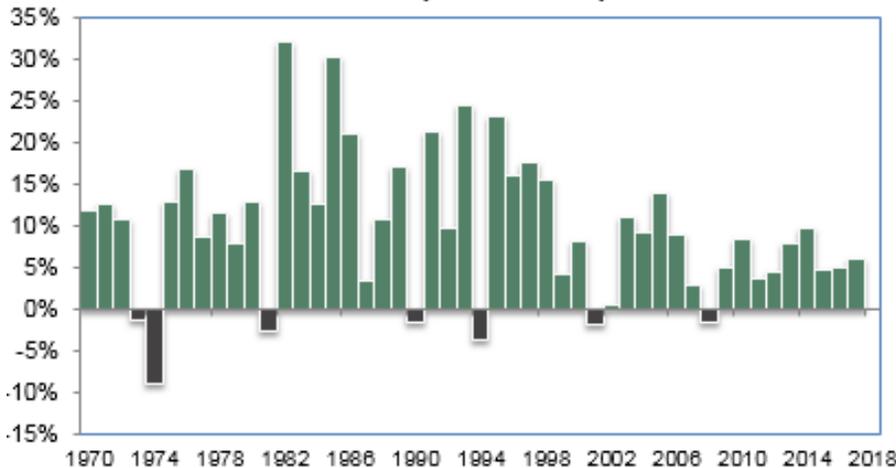
Au 30 novembre 2018



## PROFIL CONSERVATEUR

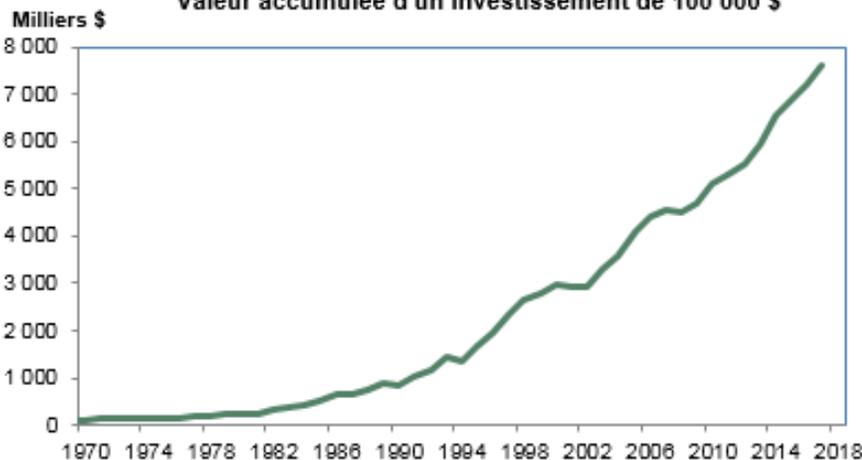
Ce graphique illustre les variations annuelles d'un portefeuille de profil conservateur. Depuis 1968, un investisseur de type conservateur a connu six années de rendement négatif. De 1970 à aujourd'hui, le rendement cinq ans annualisé de ce profil a atteint en moyenne 10,0 %, un minimum de -2,5 % et un maximum de 30,5 %. Ce profil a connu deux années négatives consécutives uniquement en 1973 et 1974.

Variation annuelles d'un portefeuille de profil conservateur



Ce graphique illustre la valeur accumulée d'un investissement initial de 100 000 \$ selon un profil conservateur. Les diverses classes d'actifs ont été rebalancées selon les cibles initiales à la fin de chaque année. L'investisseur de ce profil aurait donc accumulé 7 618 987 \$ au cours de la période, pour un rendement annuel composé de 9,25 %.

Valeur accumulée d'un investissement de 100 000 \$



Date	Variation	Valeur
31 déc-69		100 000 \$
31 déc-70	11,75 %	111 752 \$
31 déc-71	12,58 %	125 814 \$
31 déc-72	10,83 %	139 437 \$
31 déc-73	-1,38 %	137 512 \$
31 déc-74	-9,13 %	124 982 \$
31 déc-75	12,91 %	141 100 \$
31 déc-76	16,78 %	164 771 \$
31 déc-77	8,56 %	178 878 \$
31 déc-78	11,63 %	199 680 \$
31 déc-79	7,89 %	215 444 \$
31 déc-80	12,90 %	243 229 \$
31 déc-81	-2,58 %	236 952 \$
31 déc-82	32,14 %	313 100 \$
31 déc-83	16,50 %	364 770 \$
31 déc-84	12,73 %	411 216 \$
31 déc-85	30,38 %	536 161 \$
31 déc-86	20,98 %	648 622 \$
31 déc-87	3,45 %	671 027 \$
31 déc-88	10,81 %	743 584 \$
31 déc-89	17,23 %	871 682 \$
31 déc-90	-1,73 %	856 624 \$
31 déc-91	21,33 %	1 039 318 \$
31 déc-92	9,79 %	1 141 050 \$
31 déc-93	24,60 %	1 421 715 \$
31 déc-94	-3,84 %	1 367 161 \$
31 déc-95	23,22 %	1 684 654 \$
31 déc-96	16,18 %	1 957 195 \$
31 déc-97	17,71 %	2 303 846 \$
31 déc-98	15,41 %	2 658 884 \$
31 déc-99	4,05 %	2 766 665 \$
31 déc-00	8,18 %	2 993 078 \$
31 déc-01	-1,93 %	2 935 211 \$
31 déc-02	0,48 %	2 949 393 \$
31 déc-03	11,16 %	3 278 400 \$
31 déc-04	9,08 %	3 576 121 \$
31 déc-05	13,86 %	4 071 636 \$
31 déc-06	8,83 %	4 431 271 \$
31 déc-07	2,77 %	4 553 878 \$
31 déc-08	-1,54 %	4 483 572 \$
31-déc-09	4,89 %	4 702 713 \$
31-déc-10	8,40 %	5 097 730 \$
31-déc-11	4,00 %	5 303 676 \$
31-déc-12	4,47 %	5 517 270 \$
31-déc-13	7,95 %	5 955 674 \$
31-déc-14	9,79 %	6 538 537 \$
31-déc-15	4,80 %	6 852 591 \$
31-déc-16	4,95 %	7 191 795 \$
31-déc-17	5,94 %	7 618 987 \$

# PROFILS D'INVESTISSEMENT

## PROFIL ÉQUILIBRÉ

### Profil de l'investisseur

Ce profil d'investissement est axé sur la croissance du capital à long terme, mais la variabilité du rendement annuel est moyenne et se manifeste par une pondération égale entre les titres de croissance et les titres à revenu fixe. L'investisseur accepte de composer avec une certaine volatilité des rendements du portefeuille et cela même si la stabilité demeure pour lui stratégique. La tolérance au risque est moyenne.

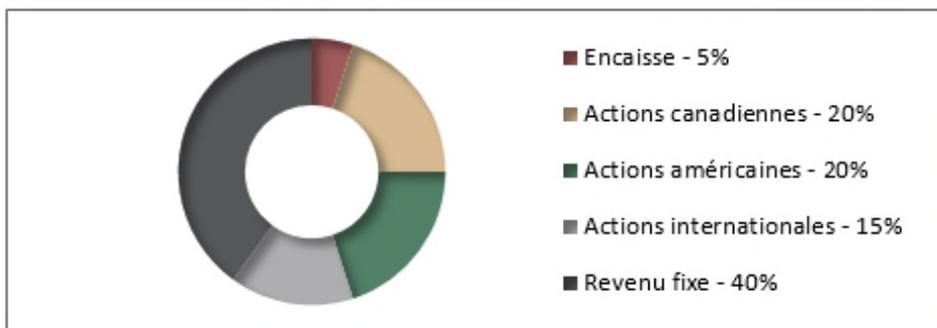
### Composition – cible stratégique

Catégorie	Revenu fixe	Cible %	Min. %	Max. %
1	Encaisse	5,0	0,0	20,0
2	Revenu fixe	40,0	25,0	55,0
	<b>Actions</b>			
3	Actions canadiennes	20,0	5,0	35,0
3	Actions américaines	20,0	5,0	35,0
3	Actions internationales	15,0	0,0	30,0
	<b>Autres</b>			
4	Autre placement	0,0	0,0	20,0

### Rendement (depuis 1969)

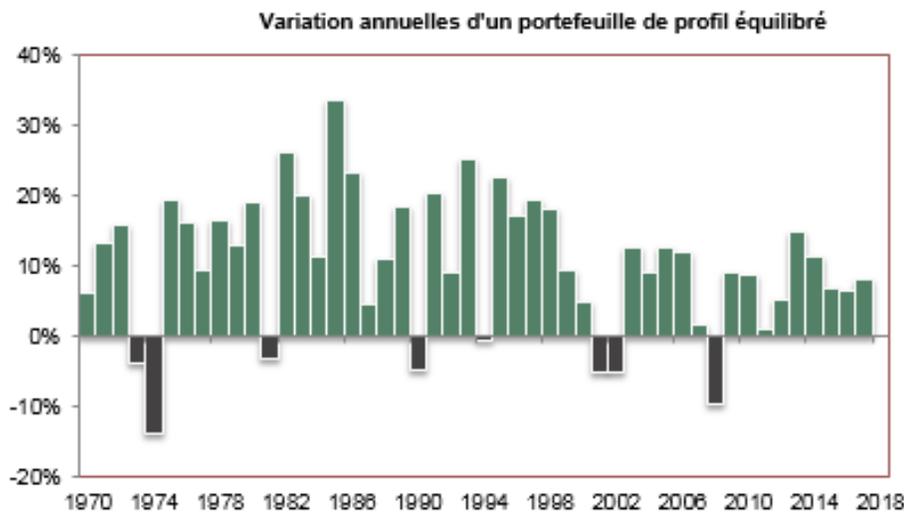
Rendement moyen	9,6 %
Volatilité moyenne	10,6 %
Rendement moyen 3 ans annualisé	10,4 %
Pire rendement 3 ans annualisé	-4,9 %
Meilleur rendement 3 ans annualisé	28,7 %
Rendement moyen 5 ans annualisé	10,3 %
Pire rendement 5 ans annualisé	-3,1 %
Meilleur rendement minimum 5 ans annualisé	32,6 %
Rendement moyen 10 ans annualisé	10,0 %
Pire rendement 10 ans annualisé	2,4 %
Meilleur rendement 10 ans annualisé	17,1 %
Meilleur rendement 12 mois	53,7 %
Pire rendement 12 mois	-22,9 %
Volatilité 12 derniers mois	7,1 %
Rendement 12 derniers mois	0,6 %
2018	1,1 %
Dernier mois	1,5 %

Au 30 novembre 2018

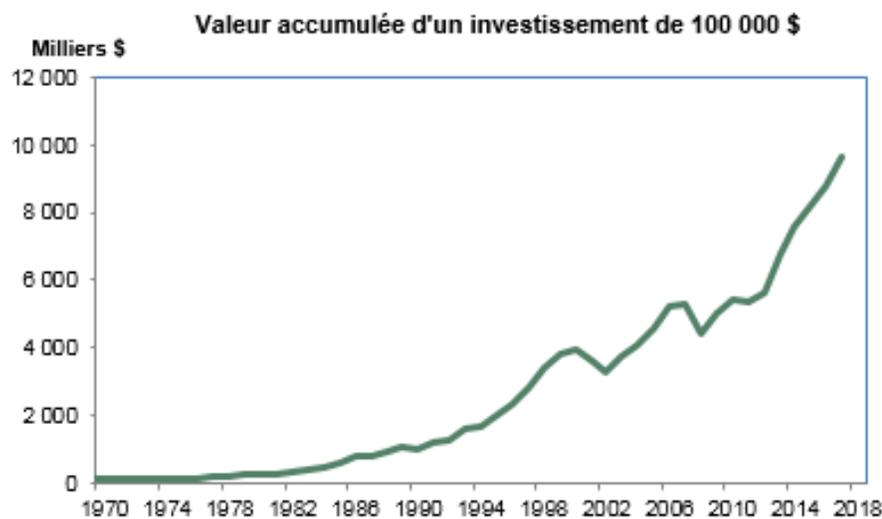


## PROFIL ÉQUILIBRÉ

Ce graphique illustre les variations annuelles d'un portefeuille de profil équilibré. Depuis 1968, un investisseur de type équilibré a connu neuf années de rendements négatifs. De 1970 à aujourd'hui, le rendement cinq ans annualisé de ce profil a atteint en moyenne 10,3 %, un minimum de -3,1 % et un maximum de 32,6 %. Ce profil a connu deux années négatives consécutives en 1973-1974 et en 2001-2002.



Ce graphique illustre la valeur accumulée d'un investissement initial de 100 000 \$ selon un profil équilibré. Les diverses classes d'actifs ont été rebalancées selon les cibles initiales à la fin de chaque année. L'investisseur de ce profil aurait donc accumulé 8 901 679 \$ au cours de la période, pour un rendement annuel composé de 9,59 %.



Date	Variation	Valeur
31 déc-69		100 000 \$
31 déc-70	6,12 %	108 115 \$
31 déc-71	13,29 %	120 222 \$
31 déc-72	15,81 %	138 990 \$
31 déc-73	-3,90 %	133 566 \$
31 déc-74	-14,11 %	114 723 \$
31 déc-75	19,40 %	136 984 \$
31 déc-76	16,06 %	158 985 \$
31 déc-77	9,29 %	173 757 \$
31 déc-78	16,50 %	202 420 \$
31 déc-79	12,71 %	228 155 \$
31 déc-80	18,84 %	271 128 \$
31 déc-81	-3,37 %	261 981 \$
31 déc-82	26,13 %	330 438 \$
31 déc-83	19,95 %	396 373 \$
31 déc-84	11,29 %	441 122 \$
31 déc-85	33,61 %	589 403 \$
31 déc-86	23,03 %	725 125 \$
31 déc-87	4,52 %	757 916 \$
31 déc-88	10,82 %	839 941 \$
31 déc-89	18,17 %	992 544 \$
31 déc-90	-4,78 %	945 136 \$
31 déc-91	20,36 %	1 137 546 \$
31 déc-92	8,93 %	1 239 096 \$
31 déc-93	25,01 %	1 549 001 \$
31 déc-94	-0,67 %	1 538 574 \$
31 déc-95	22,65 %	1 887 109 \$
31 déc-96	17,15 %	2 210 783 \$
31 déc-97	19,23 %	2 635 907 \$
31 déc-98	17,89 %	3 107 412 \$
31 déc-99	9,39 %	3 399 235 \$
31 déc-00	4,79 %	3 562 005 \$
31 déc-01	-5,13 %	3 379 403 \$
31 déc-02	-5,30 %	3 200 360 \$
31 déc-03	12,38 %	3 596 480 \$
31 déc-04	9,07 %	3 922 607 \$
31 déc-05	12,57 %	4 415 778 \$
31 déc-06	11,77 %	4 935 715 \$
31 déc-07	1,83 %	5 016 343 \$
31 déc-08	-0,81 %	4 534 152 \$
31 déc-09	8,85 %	4 935 642 \$
31 déc-10	8,75 %	5 387 447 \$
31 déc-11	1,80 %	5 455 267 \$
31 déc-12	4,99 %	5 678 101 \$
31 déc-13	14,79 %	6 510 120 \$
31 déc-14	11,21 %	7 248 983 \$
31 déc-15	6,67 %	7 732 790 \$
31 déc-16	6,51 %	8 236 194 \$
31 déc-17	8,08 %	8 901 679 \$

# PROFILS D'INVESTISSEMENT

## PROFIL CROISSANCE

### Profil de l'investisseur :

Ce profil d'investissement est axé sur la croissance du capital, mais la variabilité du rendement annuel est élevée et se manifeste par une surpondération des titres de croissance dans le portefeuille. L'investisseur accepte de composer avec une volatilité importante des rendements du portefeuille. La tolérance au risque est élevée.

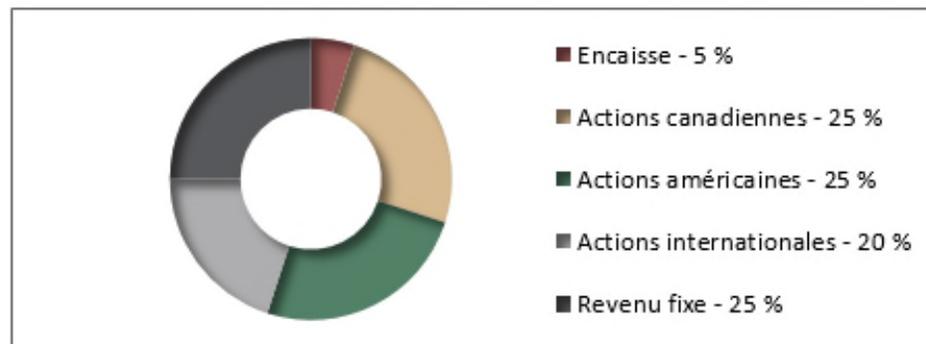
#### Composition – cible stratégique

Catégorie	Revenu fixe	Cible %	Min. %	Max. %
1	Encaisse	5,0	0,0	20,0
2	Revenu fixe	25,0	10,0	40,0
<b>Actions</b>				
3	Actions canadiennes	25,0	10,0	40,0
3	Actions américaines	25,0	10,0	40,0
3	Actions internationales	20,0	5,0	35,0
<b>Autres</b>				
4	Autre placement	0,0	0,0	35,0

#### Rendement (depuis 1969)

Rendement moyen	9,8 %
Volatilité moyenne	12,1 %
Rendement moyen 3 ans annualisé	10,7 %
Pire rendement 3 ans annualisé	-8,3 %
Meilleur rendement 3 ans annualisé	31,5 %
Rendement moyen 5 ans annualisé	10,5 %
Pire rendement 5 ans annualisé	-3,6 %
Meilleur rendement minimum 5 ans annualisé	34,1 %
Rendement moyen 10 ans annualisé	10,2 %
Pire rendement 10 ans annualisé	1,1 %
Meilleur rendement 10 annualisé	18,9 %
Meilleur rendement 12 mois	54,5 %
Pire rendement 12 mois	-27,1 %
Volatilité 12 derniers mois	9,3 %
Rendement 12 derniers mois	0,8 %
2018	1,3 %
Dernier mois	1,6 %

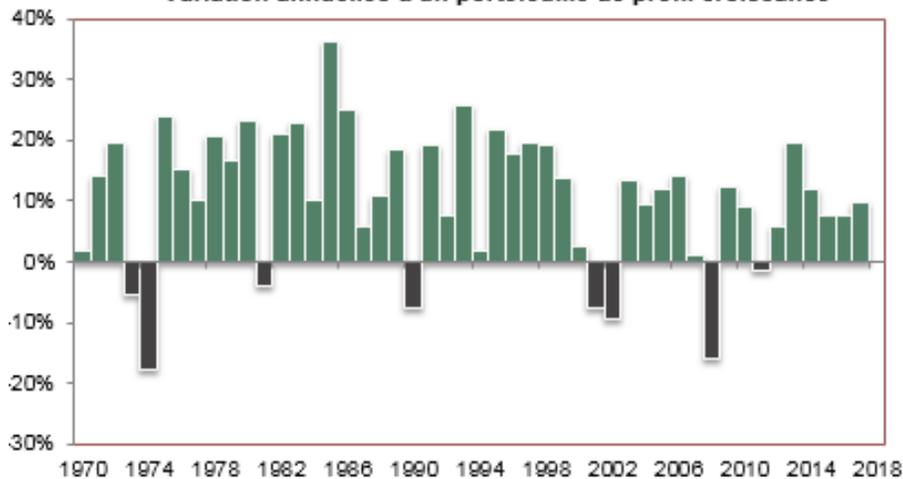
Au 30 novembre 2018



## PROFIL CROISSANCE

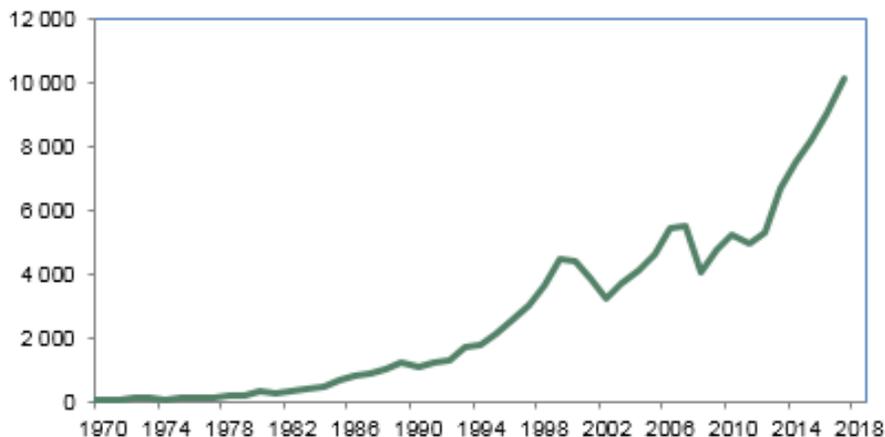
Ce graphique illustre les variations annuelles d'un portefeuille de profil croissance. Depuis 1968, un investisseur de ce type a connu huit années de rendements négatifs. De 1970 à aujourd'hui, le rendement cinq ans annualisé de ce profil a atteint en moyenne 10,5 %, un minimum de -3,6 % et un maximum de 34,1 %. Ce profil a connu deux années négatives consécutives en 1973-1974 et en 2001-2002.

Variation annuelles d'un portefeuille de profil croissance



Ce graphique illustre la valeur accumulée d'un investissement initial de 100 000 \$ selon un profil croissance. Les diverses classes d'actifs ont été rebalancées selon les cibles initiales à la fin de chaque année. L'investisseur de ce profil aurait donc accumulé 9 622 527\$ au cours de la période, pour un rendement annuel composé de 9,77 %.

Milliers \$ Valeur accumulée d'un investissement de 100 000 \$



Date	Variation	Valeur
31 déc-69		100 000 \$
31 déc-70	1,69 %	101 692 \$
31 déc-71	13,98 %	115 908 \$
31 déc-72	19,54 %	138 556 \$
31 déc-73	-5,60 %	130 792 \$
31 déc-74	-17,77 %	107 547 \$
31 déc-75	23,99 %	133 348 \$
31 déc-76	15,10 %	153 488 \$
31 déc-77	10,33 %	169 343 \$
31 déc-78	20,71 %	204 412 \$
31 déc-79	16,51 %	238 167 \$
31 déc-80	23,12 %	293 226 \$
31 déc-81	-3,98 %	281 569 \$
31 déc-82	21,07 %	340 883 \$
31 déc-83	22,72 %	418 328 \$
31 déc-84	10,04 %	460 335 \$
31 déc-85	36,19 %	628 933 \$
31 déc-86	25,09 %	784 260 \$
31 déc-87	5,63 %	828 437 \$
31 déc-88	11,02 %	919 764 \$
31 déc-89	18,54 %	1 090 264 \$
31 déc-90	-7,46 %	1 008 941 \$
31 déc-91	19,20 %	1 202 643 \$
31 déc-92	7,75 %	1 295 832 \$
31 déc-93	25,84 %	1 630 645 \$
31 déc-94	1,71 %	1 658 596 \$
31 déc-95	21,64 %	2 017 523 \$
31 déc-96	17,75 %	2 375 670 \$
31 déc-97	19,65 %	2 842 455 \$
31 déc-98	19,13 %	3 388 167 \$
31 déc-99	13,61 %	3 848 874 \$
31 déc-00	2,38 %	3 938 477 \$
31 déc-01	-7,69 %	3 635 602 \$
31 déc-02	-9,41 %	3 293 330 \$
31 déc-03	13,59 %	3 740 767 \$
31 déc-04	9,33 %	4 089 914 \$
31 déc-05	12,04 %	4 582 533 \$
31 déc-06	14,14 %	5 230 508 \$
31 déc-07	1,10 %	5 287 801 \$
31 déc-08	-15,87 %	4 448 401 \$
31-déc-09	12,23 %	4 992 290 \$
31-déc-10	9,06 %	5 444 384 \$
31-déc-11	-0,50 %	5 416 965 \$
31-déc-12	5,67 %	5 660 754 \$
31-déc-13	19,46 %	6 762 129 \$
31-déc-14	11,87 %	7 564 469 \$
31-déc-15	7,69 %	8 146 016 \$
31-déc-16	7,71 %	8 774 074 \$
31-déc-17	9,67 %	9 622 527 \$

# PROFILS D'INVESTISSEMENT

## PROFIL CROISSANCE DYNAMIQUE

### Profil de l'investisseur :

Ce profil d'investissement est axé sur la croissance du capital, mais la variabilité du rendement annuel est très élevée et se manifeste par une surpondération des titres de croissance détenus au portefeuille. L'investisseur accepte de composer avec une volatilité très importante des rendements de portefeuille. La tolérance au risque est très élevée.

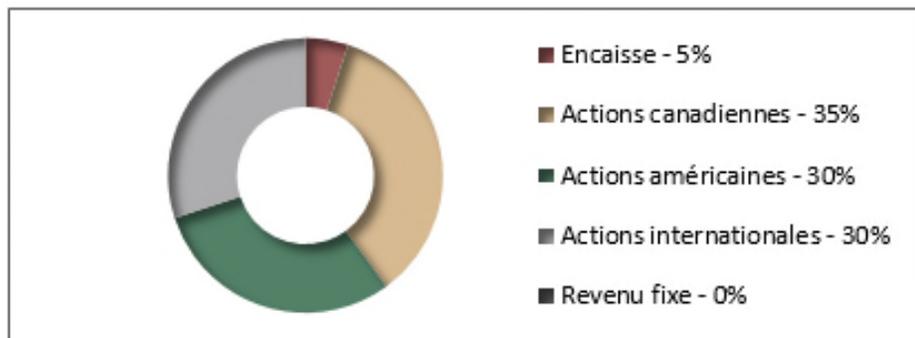
#### Composition – cible stratégique

Catégorie	Revenu fixe	Cible %	Min. %	Max. %
1	Encaisse	5,0	0,0	20,0
2	Revenu fixe	0,0	0,0	15,0
<b>Actions</b>				
3	Actions canadiennes	35,0	20,0	50,0
3	Actions américaines	30,0	15,0	45,0
3	Actions internationales	30,0	15,0	45,0
<b>Autres</b>				
4	Autre placement	0,0	0,0	30,0

#### Rendement (depuis 1969)

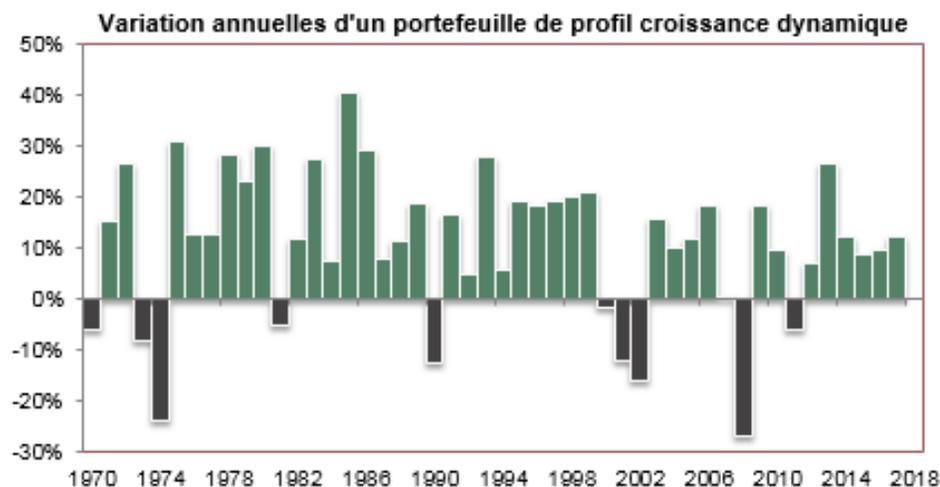
Rendement moyen	9,9 %
Volatilité moyenne	15,3 %
Rendement moyen 3 ans annualisé	11,1 %
Pire rendement 3 ans annualisé	-13,9 %
Meilleur rendement 3 ans annualisé	36,5 %
Rendement moyen 5 ans annualisé	10,9 %
Pire rendement 5 ans annualisé	-4,5 %
Meilleur rendement minimum 5 ans annualisé	37,1 %
Rendement moyen 10 ans annualisé	10,4 %
Pire rendement 10 ans annualisé	-0,9 %
Meilleur rendement 10 ans annualisé	22,1 %
Meilleur rendement 12 mois	55,8 %
Pire rendement 12 mois	-33,9 %
Volatilité 12 derniers mois	13,2 %
Rendement 12 derniers mois	0,6 %
2018	1,2 %
Dernier mois	1,7 %

Au 30 novembre 2018

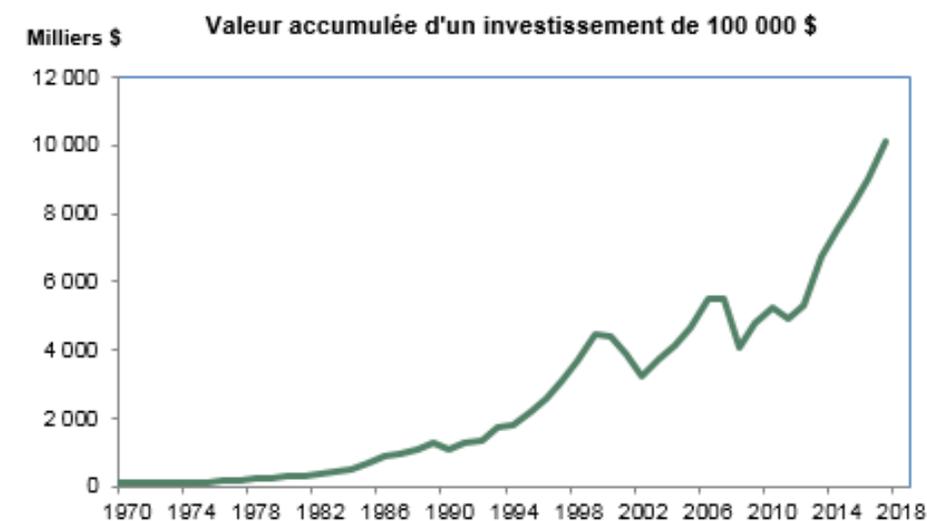


## PROFIL CROISSANCE DYNAMIQUE

Ce graphique illustre les variations annuelles d'un portefeuille de profil croissance dynamique. Depuis 1968, un investisseur de ce type a connu dix années de rendements négatifs. De 1970 à aujourd'hui, le rendement cinq ans annualisé de ce profil a atteint en moyenne 10,9 %, un minimum de -4,5 % et un maximum de 37,1 %. Ce profil a connu deux années négatives consécutives en 1973-1974 et en 2000, 2001 et 2002.



Ce graphique illustre la valeur accumulée d'un investissement initial de 100 000 \$ selon un profil croissance dynamique. Les diverses classes d'actifs ont été rebalancées selon les cibles initiales à la fin de chaque année. L'investisseur de ce profil aurait donc accumulé 10 126 953 \$ au cours de la période, pour un rendement annuel composé de 9,88 %.



Date	Variation	Valeur
31 déc-69		100 000 \$
31 déc-70	-5,94 %	94 057 \$
31 déc-71	15,33 %	108 477 \$
31 déc-72	26,54 %	137 266 \$
31 déc-73	-8,18 %	126 034 \$
31 déc-74	-23,79 %	96 053 \$
31 déc-75	31,26 %	126 081 \$
31 déc-76	12,94 %	142 399 \$
31 déc-77	12,72 %	160 508 \$
31 déc-78	28,48 %	206 218 \$
31 déc-79	23,09 %	253 841 \$
31 déc-80	30,03 %	330 062 \$
31 déc-81	-4,99 %	313 600 \$
31 déc-82	11,88 %	350 844 \$
31 déc-83	27,56 %	447 548 \$
31 déc-84	7,74 %	482 195 \$
31 déc-85	40,69 %	678 396 \$
31 déc-86	29,25 %	878 795 \$
31 déc-87	7,90 %	946 043 \$
31 déc-88	11,62 %	1 056 935 \$
31 déc-89	18,71 %	1 253 464 \$
31 déc-90	-12,46 %	1 097 309 \$
31 déc-91	16,69 %	1 280 449 \$
31 déc-92	5,07 %	1 345 424 \$
31 déc-93	27,91 %	1 720 872 \$
31 déc-94	5,71 %	1 819 167 \$
31 déc-95	19,17 %	2 167 935 \$
31 déc-96	18,58 %	2 570 694 \$
31 déc-97	19,39 %	3 069 082 \$
31 déc-98	20,37 %	3 694 310 \$
31 déc-00	-1,45 %	4 402 304 \$
31 déc-01	-12,19 %	3 865 731 \$
31 déc-02	-15,98 %	3 247 897 \$
31 déc-03	15,99 %	3 787 247 \$
31 déc-04	10,14 %	4 149 385 \$
31 déc-05	11,75 %	4 636 730 \$
31 déc-06	18,29 %	5 485 017 \$
31 déc-07	0,61 %	5 518 699 \$
31 déc-08	-26,59 %	4 051 201 \$
31 déc-09	18,37 %	4 795 608 \$
31 déc-10	9,63 %	5 257 342 \$
31 déc-11	-5,84 %	4 950 509 \$
31 déc-12	7,17 %	5 305 233 \$
31 déc-13	26,60 %	6 716 175 \$
31 déc-14	12,40 %	7 548 816 \$
31 déc-15	8,86 %	8 217 410 \$
31 déc-16	9,73 %	9 016 964 \$
31 déc-17	12,31 %	10 126 953 \$

## AVIS

Valeurs mobilières Desjardins inc. (VMD) et sa filiale aux États-Unis, Valeurs mobilières Desjardins International inc. (VMD International) sont respectivement filiale directe et filiale indirecte, en propriété exclusive du Mouvement Desjardins. VMD est inscrite dans les dix provinces du Canada à titre de courtier en valeurs mobilières de plein exercice et est membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et membre du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE); VMD International, est inscrite aux États-Unis auprès de la Security and Exchange Commission à titre de courtier en valeurs mobilières et est membre de la FINRA et de la SIPC.

Le présent document peut contenir des statistiques provenant de tiers que nous estimons être fiables. VMD ne se prononce pas à savoir si l'information statistique ainsi obtenue des tiers est exacte et complète, et l'utilisateur ne saurait s'y fier en ce sens.

VMD, dans ses activités commerciales, peut à l'occasion, et contre rémunération, agir à titre de conseiller financier, preneur ferme ou membre d'un syndicat de vente d'émetteurs dont les titres sont mentionnés dans ce document. VMD, ses dirigeants, administrateurs, conseillers en placement ou personnel de ses services institutionnels peuvent transiger et détenir à l'occasion, des titres d'émetteurs mentionnés dans ce document. De plus, les dirigeants et administrateurs de VMD peuvent à l'occasion siéger sur les conseils d'administration d'un tel émetteur.

Le présent document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres dont il est fait mention aux présentes.

Les résultats des stratégies et des placements ne sont pas garantis et dépendent de plusieurs facteurs. Les résultats passés ne sont pas nécessairement indicateurs des résultats futurs. Les rendements du portefeuille ne tiennent pas compte des frais de gestion et autres dépenses associées au compte. Les rendements réels du portefeuille seraient inférieurs à ceux indiqués si les frais de gestion et autres dépenses associées au compte étaient pris en compte.

**Pour la rubrique traitant de communication d'informations relativement à l'entreprise, l'attestation des analystes et l'avis de non-responsabilité, veuillez consulter <http://www.desjardins-securities.ca/Disclosures/Francais.aspx>.**