

SOMMAIRE EXÉCUTIF

Revue économique

- La grande surprise au cours du trimestre fut la chute de 40% des prix du pétrole.
- Sur une base mondiale, les gagnants de la baisse des prix du pétrole ont dominé les perdants.
- Il n'y a pas de signes qu'une récession soit imminente.

Perspectives d'investissement

- La hausse de la volatilité sur les marchés se poursuivra alors que les politiques des banques centrales divergent.
- Nous continuons de favoriser les entreprises de qualité et demeurons surpondérés en actions puisque nous y percevons de meilleurs rendements ajustés au risque comparativement aux obligations.
- Quant aux obligations, nous préférons celles de sociétés; il est essentiel dans cet environnement de détenir des compagnies stables dont les bilans financiers sont solides.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

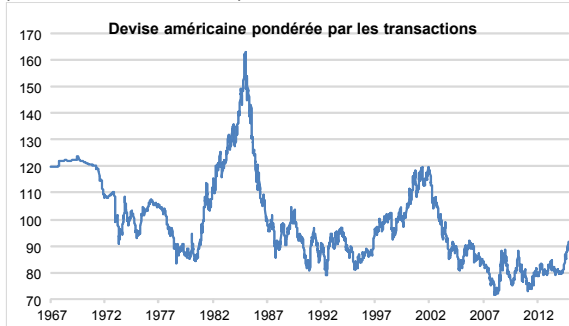
La chute de 40 % des prix pétroliers en dollars américains au cours du trimestre, et de 46 % pour l'année, était certainement une surprise pour la plupart des investisseurs. Peut-être moins la direction prise, compte tenu de la vigueur du dollar américain durant l'année, mais sans nul doute son ampleur. La conjoncture du déclin de la demande et de l'accroissement de l'offre depuis plusieurs années est devenue finalement insoutenable. Il en résulte une divergence dans les perspectives pour les marchés économiques et financiers à travers le monde. L'économie canadienne en ressortira probablement comme une perdante nette, en regard de la baisse des investissements dans le secteur de l'énergie dans l'ouest du pays qui ne pourront être compensés par les bénéfices de la baisse de la devise canadienne pour les secteurs manufacturiers et l'augmentation du revenu disponible en raison de la diminution des prix de l'essence pour les consommateurs canadiens. Les prévisions de l'impact sur l'économie vont de 0,25 % à 0,50 % en 2015, même si nous pensons que celles-ci pourraient être trop faibles, surtout dans l'éventualité où les pertes d'emploi pourraient avoir un effet négatif sur les ménages surendettés et amplifier ce revers.

D'autre part, l'économie américaine est de toute évidence une bénéficiaire nette. La baisse des prix de l'essence depuis le sommet en juin aura un impact positif pour les consommateurs, tout comme le recul des coûts de l'énergie pour les utilisateurs industriels. Ces éléments positifs sont toutefois tempérés par la croissance plus lente de l'investissement dans le secteur de l'énergie qui a contribué à la reprise économique américaine. À l'échelle mondiale, les bénéficiaires de la chute des prix de l'énergie dominent sur les perdants nets. À titre d'exemple, la Russie, le Venezuela et le Nigéria souffriront d'instabilité financière; cependant, les consommateurs nets d'énergie tels que l'Inde, la Chine et le Japon jouissent de ce qui équivaut à une réduction d'impôt. Combien de temps ces prix pourront-ils demeurer à ce niveau s'avère la question essentielle si l'on veut évaluer l'impact sur la croissance.

Après révision pour l'inflation, le prix d'un baril de pétrole a fluctué entre 15\$ et 40\$ au cours des 150 dernières années. Il est peu probable qu'il se stabilise dans cette fourchette, car la nouvelle

production au cours des cinq dernières années n'est pas économique à un prix inférieur à 60\$ le baril. Il faut aussi considérer la possibilité que le gouvernement américain impose des tarifs pour contrer le dumping des importations de pétrole afin de protéger les emplois de l'industrie du pétrole de schiste. Éventuellement, une nouvelle échelle de prix, probablement plus faible, sera établie. Des prévisions initiales par le FMI démontrent que le stimulus à la croissance globale provenant des prix de l'énergie moins élevés varie de 0,3 % à 0,8 % en fonction du niveau final des prix.

Les perspectives de l'économie américaine semblent raisonnablement positives en ce début d'année 2015. La politique fiscale n'est plus contraignante, alors que les perspectives pour les dépenses des consommateurs se sont améliorées grâce à la remontée de la création d'emplois et le pouvoir de dépenser généré par la réduction du coût des combustibles. Ces nouveaux emplois ne sont peut-être pas de grande qualité ou à temps plein, et il y aura un impact suite à la perte d'emplois dans le secteur de l'énergie, mais dans l'ensemble le consommateur sera sur une meilleure lancée en 2015. Malheureusement, les perspectives à long terme pour l'économie canadienne ne sont pas aussi roses que celles de l'économie américaine. Le consommateur canadien est vulnérable à la hausse des taux d'intérêt et au recul de la valeur des résidences. De plus, le gouvernement fédéral s'adresse à la réduction des dépenses alors que peu de pressions inflationnistes subsistent. La même logique s'applique à l'Europe et peut expliquer la faiblesse économique persistante qui y prévaut. Jusqu'à ce que la zone euro soit capable d'émerger de la lourdeur de son austérité fiscale imposée par certains des pays les plus solides, il est peu probable que les achats d'actifs par la BCE affecteront positivement la croissance économique.



Bien que les prix pétroliers aient retenu la plus grande partie de l'attention médiatique durant le trimestre, les changements apportés aux politiques monétaires et fiscales ont été les plus grands déterminants pour les perspectives des marchés financiers. La divergence entre les politiques monétaires, discutée lors du dernier trimestre, se poursuit encore et joue une part importante dans le changement du paysage global pour l'investissement. Le renforcement de la devise américaine n'est qu'une manifestation récente de l'impact des politiques divergentes des banques centrales.

Au cours du trimestre, la Banque du Japon (BOJ) a annoncé une augmentation des achats d'actifs à un niveau relatif qui est 2.5 fois plus élevé que ce que la Réserve fédérale avait fait. La BOJ et la BCE veulent procurer plus de stimulus grâce aux achats d'actifs, alors que la Réserve fédérale a mis fin à ses achats d'actifs, tout en considérant la possibilité de hausser les taux d'intérêt. Ceci a contribué à la remontée dollar américain, soutenant ainsi un mouvement qui a le potentiel d'évoluer encore plus. L'impact s'est fait ressentir sur les marchés des ressources puisqu'elles sont

libellées, pour la plupart, en dollars américains. Un autre impact surgit sur les marchés émergents, où la confiance en une dette étrangère évaluée à 2,5 trillions \$ libellée en dollars américains a été ébranlée et dont une portion substantielle est attribuée à des emprunteurs chinois. Ultimement, un dollar américain plus fort est déflationniste : sa plus grande valeur achète plus de biens et services.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les marchés obligataires ont terminé l'année avec un solide trimestre (+2,7 %) et une très bonne année (+8,8 %). Les faibles perspectives de croissance économique se sont reflétées dans la chute des prix du pétrole, induisant une pression à la baisse encore plus forte sur les perspectives inflationnistes. L'inflation mondiale est le principal facteur d'influence sur les taux d'intérêt de long terme alors que les taux de court terme dépendent plus de la politique monétaire. Les perspectives d'une hausse des taux de court terme par la Réserve fédérale continuent de s'accroître à mesure de l'amélioration des tendances d'emploi et la croissance dans son ensemble est stable. À notre avis, il est peu probable que la Réserve fédérale augmente les taux de façon significative surtout si les marchés réagissent négativement aux premiers mouvements de hausse. L'élément clé pour les banques centrales, ce sont les conditions financières dans leur ensemble, c.-à-d. la combinaison des taux d'intérêt, des taux de change, les marchés boursiers et les conditions de crédit. Nous ne prévoyons pas que la Banque du Canada hausse les taux prochainement puisque l'impact négatif de la régression du secteur de l'énergie et les bilans financiers surendettés des consommateurs en réduisent la nécessité. Les obligations de sociétés ont sous-performé leurs contreparties fédérales alors que la volatilité accrue au niveau des perspectives économiques, et du secteur de l'énergie en particulier, affecte le désir de prendre des risques des investisseurs. Les obligations provinciales ont généré les meilleures performances de cette classe d'actif.

MARCHÉS BOURSIERS

Rendements des marchés - Périodes terminées le 31 décembre 2014

(%)	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	-1,5	10,6	7,5	7,6	6,2
S&P 500 (\$C)	8,8	23,9	17,8	7,3	2,7
S&P 500 (\$US)	4,9	13,7	15,5	7,7	4,2
Russell 2000 (\$US)	9,7	4,9	15,5	7,8	7,4
DJIA (\$C)	8,4	17,2	13,6	4,8	1,5
DJIA (\$US)	4,6	7,5	11,3	5,2	3,0
M SCI EAEO Net (\$C)	-0,1	3,7	7,5	4,1	1,0
M SCI EAEO Net (\$US)	-3,6	-4,9	5,3	4,4	2,5
Nikkei 225 (\$US) Japon	-0,9	-4,2	7,0	4,4	-0,2
Shanghai (\$US) Chine	35,3	53,9	4,2	15,4	9,8
BSE Sensex (\$US) Inde	1,3	29,1	4,6	12,7	9,3
EAEO Marchés émergents (\$US)	-4,4	-1,8	2,1	8,8	7,4
FTSE TMX Canada Universe	2,7	8,8	5,4	5,3	6,3
FTSE TMX Canada Bons Trésor 91 jrs	0,2	0,9	0,9	1,9	2,5
\$C/\$US	-3,5	-8,3	-2,0	0,3	1,5

Converti en dollars canadiens au taux de 16 heures à Londres.
Les rendements sont annualisés pour les périodes supérieures à 1 an.

Pour la plupart, les marchés boursiers ont terminé l'année avec des résultats positifs. Le facteur de déviation principal pour la performance des marchés fut le degré d'exposition individuel au secteur de l'énergie. L'indice S&P TSX a fléchi de 1,5 %, ce qui fut tout de même mieux que la perte de 28,7 % de la Russie. L'Europe a continué de souffrir de perspectives faibles et d'incertitude due quant à la viabilité de la zone euro elle-même. Des factions

politiques extrêmes qui font campagne pour sortir de la zone euro gagnent en popularité. Étant donné qu'un certain nombre de pays sont en lice pour tenir des élections en 2015, nous pensons que l'incertitude politique fera échec aux efforts positifs de la BCE pour stimuler la croissance.

Si la Réserve fédérale devait hausser les taux d'intérêt cette année, la performance des marchés boursiers pourrait varier de façon significative durant les périodes de hausses de taux d'intérêt comparativement à des périodes normales. Depuis 1968, l'indice S&P 500 a enregistré un gain annuel de 10 % et était en hausse 73 % du temps. Durant les périodes où la Réserve fédérale a augmenté les taux d'intérêt, l'indice a progressé en moyenne de 9,6 % et était en hausse 80 % du temps.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Les déséquilibres persistent, alors que l'investissement anémique envenime l'accumulation d'excès d'épargne. La performance des économies du Japon et de l'Europe est symptomatique de cette tendance. La démographie vieillissante des économies développées continue de susciter une faiblesse des investissements et de la consommation. Avant la crise, ces conditions de long terme étaient adressées par l'accumulation excessive de dette par les consommateurs. Une fois que le robinet du crédit a été fermé, la demande s'est flétrie. La politique monétaire fut le principal instrument utilisé pour revigorer la demande soutenue par l'endettement, mais elle a ses limites. Malheureusement, cette politique monétaire facile a profité aux individus dont le revenu est élevé qui tendent plus à épargner, mais ne contribue pas à résoudre les déséquilibres à long terme. La politique monétaire tend aussi à gonfler des bulles d'investissement et a récemment contribué à l'instabilité sur le marché des devises étrangères et, sans doute, à l'instabilité géopolitique. La redistribution des revenus des épargnants vers ceux qui dépensent peut prendre place dans les économies développées au moyen des politiques fiscales, alors que certains pays, tels que la Chine, doivent stimuler les dépenses des consommateurs. Les États-Unis devraient délaissier leur période de croissance anémique, grâce à leur économie plus innovatrice et à un profil démographique parmi les plus dynamiques dans le monde développé. Les perspectives du Japon et de la zone euro ne sont pas aussi encourageantes.

Les implications pour les rendements reposent sur la façon que ces facteurs sont évalués sur les marchés. Historiquement, des rendements faibles sur les marchés obligataires suggèrent que la persistance de tendances déflationnistes n'est pas bien évaluée. Les marchés boursiers sont encore, jusqu'à un certain point, « à l'assaut d'un mur d'inquiétude ». Nous serions plus concernés si une récession était probable et si des facteurs de déflation à long terme étaient ignorés. Étant donné que ça ne semble pas être le cas, nous continuons de favoriser des entreprises solides et demeurons surpondérés en actions puisque les rendements ajustés au risque sont meilleurs relativement à ceux des obligations. Nous sommes conscients que les risques ont augmenté et que les rendements potentiels peuvent fléchir à mesure que les marchés s'apprécient.

Notre philosophie d'investissement de long terme est détenir un portefeuille d'entreprises qui produisent une croissance de bénéfices stable lors de périodes d'environnements économiques et politiques incertains. Notre philosophie n'a pas altéré et a produit des rendements ajustés au risque supérieurs depuis près de 60 ans.

Sources – TD Securities, S&P, BIS et Bloomberg. Les conversions du yen et de l'euro sont faites à partir des taux de midi de la Banque du Canada.

Ce document est préparé pour circulation générale aux clients de Jarislowsky, Fraser Limitée (JFL) dans l'unique but de fournir de l'information. L'intention n'est pas de fournir des conseils d'investissement, légaux, fiscaux ou de placements personnalisés. Toutes les opinions et estimations contenues dans ce rapport représentent le jugement de JFL au moment d'écrire ces lignes et sont fournies de bonne foi. Tous les données, faits et opinions présentés dans ce document peuvent changer sans préavis. Ceci ne constitue pas une sollicitation d'affaires. Les rendements passés ne sont pas un gage des performances futures. Les rendements futurs ne sont pas garantis. L'utilisation du nom de Jarislowsky, Fraser Limitée ou de toute information contenue dans ce document ne peut être copiée ou redistribuée sans l'approbation écrite de JFL.