

Sommaire exécutif

Revue économique

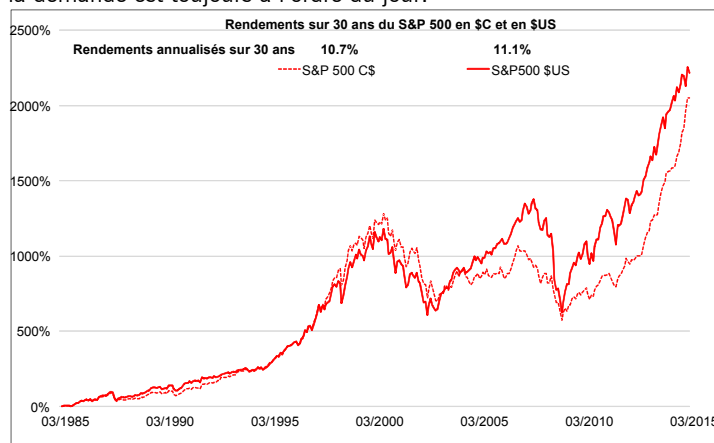
- Face aux pressions négatives sur l'économie, principalement liées à la baisse des prix du pétrole, la banque du Canada a réduit son taux directeur de 0,25 %.
- Le dollar canadien s'est déprécié alors que la Banque du Canada, tout comme vingt autres banques centrales, a procuré un stimulus additionnel à son économie.
- Par opposition, la Réserve fédérale américaine (Fed) a fait un pas de plus vers une augmentation des taux d'intérêt. Une telle divergence a contribué à l'extrême volatilité des devises durant le trimestre.

Perspectives d'investissement

- Une plus grande instabilité économique mondiale pourrait apparaître dans le contexte de politiques de gestion de devises mondiales divergentes.
- Une croissance à long terme anémique et des taux d'inflation faibles vont perdurer.
- Notre positionnement demeure inchangé : une exposition supérieure en actions dans les portefeuilles équilibrés et une exposition inférieure en obligations de sociétés dans les portefeuilles de revenu fixe.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Les fluctuations sur les marchés des changes ont été le facteur le plus significatif ayant contribué aux rendements des investisseurs canadiens durant le premier trimestre. La dépréciation de 8,6 % du dollar canadien contre le dollar américain a permis au rendement moyen de 4,9 % des actions internationales d'être converti en un rendement trimestriel extraordinaire de 14,7 %, en dollars canadiens. Comme le graphique ci-dessous le démontre, ce n'est pas un événement sur lequel un investisseur peut compter de façon répétitive, car l'impact des fluctuations tend à se normaliser ou à s'annuler avec le temps. Le déclin du dollar canadien fait partie de la tendance plus générale de l'appréciation du dollar américain, alors que la Banque du Canada, tout comme vingt autres banques centrales, a procuré un stimulus additionnel à son économie. L'excès de capacité globale par rapport à la demande est toujours à l'ordre du jour.



Les thèmes à long terme n'ont pas changé: les banques centrales continuent de mettre en place des politiques de moins en moins productives dans leur tentative unilatérale de raviver la croissance économique aux niveaux précédents, quoiqu'ultimement insoutenables.

Ces niveaux de croissance étaient insupportables, car ils étaient alimentés par une croissance excessive de l'endettement qui a presque ruiné le système financier mondial. Il en résulte que la politique monétaire de stimulation vigoureuse a porté les taux d'intérêt nominaux jusqu'aux échéances de 10 ans dans des zones négatives pour certains pays européens. De plus, nous avons subi une croissance exceptionnelle de la masse monétaire et de la volatilité du marché des devises. Puisque chaque pays opère dans son propre intérêt en dépréciant intentionnellement ou par inadvertance sa propre devise, une plus grande instabilité économique mondiale est probable.

La Banque du Canada a réduit son taux directeur de 0,25 % à 0,75 % en janvier. Elle a attiré l'attention sur un certain nombre d'impacts négatifs incluant la chute des dépenses en capital du secteur de l'énergie et le ratio record d'endettement/revenu qui ne pourra qu'empirer si les revenus faiblissent. Le secteur manufacturier s'est aussi replié de 3,5 % pour atteindre 10,5 % au cours des dernières années et l'économie ne bénéficie pas de politiques de dépenses fiscales qui pourraient compenser ces impacts négatifs. En lui-même ce changement n'est pas significatif, mais lorsque combiné avec la faiblesse de la devise subséquente, il se pourrait que ce soit suffisant pour stabiliser l'économie. Tout en contraste, la Fed poursuit son périple vers la hausse des taux d'intérêt, pour éliminer effectivement le niveau d'accommodement extraordinaire qu'elle a maintenu au cours des sept dernières années. À l'exception du Royaume-Uni, la direction de la politique américaine diverge de celle de la plupart des autres pays. Cette divergence a contribué à des mouvements extrêmes de devises durant le trimestre, alors que l'euro en particulier a fléchi de 11,3 % contre le dollar américain.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

L'indice Univers FTSE TMX Canada a présenté un rendement robuste de 4,2 % pour le trimestre. Il y a eu un déclin dramatique des rendements de plus de 0,50 % en janvier alors que la Banque centrale européenne a introduit sa propre version de stimulation quantitative. Dans le but d'atteindre son objectif à moyen terme d'inflation à 2 %, elle planifie d'acheter plus de 1 billion d'obligations en euros, jusqu'au troisième trimestre de 2016. Ces actions ont conduit à une vague de réductions des taux d'intérêt des banques centrales alors que les taux de change de chacun des pays affectés se sont appréciés contre l'euro. Le marché obligataire canadien a mieux fait que le marché américain lorsque la Banque du Canada a réduit son taux directeur, au moment où la Fed mettait la table pour une hausse de taux d'intérêt plus tard cette année. Il est important de noter que lorsque la Fed sera prête à hausser les taux d'intérêt, l'ampleur de l'augmentation ne devrait ressembler en rien à la hausse de 4 % des cycles précédents. De plus, puisque les perspectives économiques globales sont encore modestes, et que d'autres banques centrales maintiennent les taux d'intérêt à un niveau exceptionnellement bas, l'augmentation des taux d'intérêt de court terme ne se traduira pas nécessairement par une hausse proportionnelle des taux de long terme. Pour ce qui est du marché obligataire canadien, les rendements des obligations provinciales ont battu ceux des obligations fédérales et des obligations de sociétés. Une partie de cette performance est due à la reconnaissance du potentiel d'amélioration des perspectives économiques des deux plus importants emprunteurs provinciaux, l'Ontario et le Québec, en raison de la faiblesse du dollar canadien et de leurs évaluations relativement attrayantes. Des perspectives de rendements supérieurs à long terme

dans un environnement de faibles taux d'intérêt qui perdure sont plus apparentes pour les obligations de sociétés.

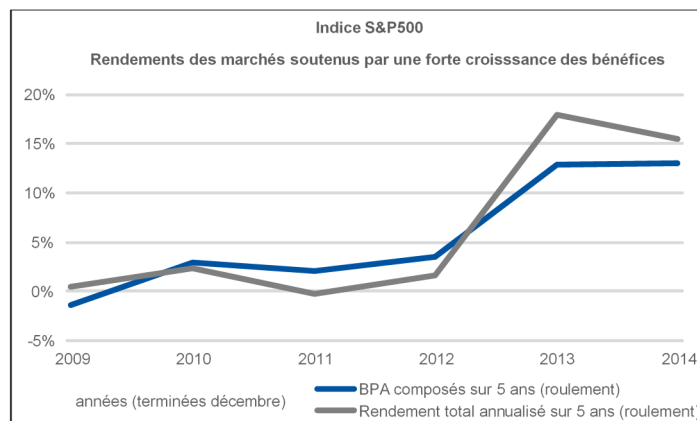
MARCHÉS BOURSISERS

Rendements des marchés - Périodes terminées le 31 mars 2015

(%)	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	2,6	6,9	7,4	7,4	5,6
S&P 500 (\$C)	10,4	29,4	19,7	8,5	3,2
S&P 500 (\$US)	1,0	12,7	14,5	8,0	4,1
Russell 2000 (\$US)	4,3	8,2	14,6	8,8	7,2
DJIA (\$C)	9,1	23,9	15,4	5,9	2,4
DJIA (\$US)	-0,3	8,0	10,4	5,4	3,3
MSCI EAO Net (\$C)	14,7	13,7	11,0	5,4	1,9
MSCI EAO Net (\$US)	4,9	-0,9	6,2	4,9	2,9
Nikkei 225 (\$US) Japon	10,2	12,9	8,1	5,6	0,0
Shanghai (\$US) Chine	16,0	90,8	8,5	17,9	8,9
BSE Sensex (\$US) Inde	3,4	21,9	4,5	13,3	11,3
EAO Marchés (émergents) \$US	2,3	0,8	2,1	8,8	7,4
Univers FTSE TMX Canada	4,2	10,3	6,0	5,6	6,3
Bons du Trésor FTSE TMX Canada	0,2	0,9	0,9	1,9	2,4
\$C/\$US	-8,6	-12,9	-4,3	-0,5	0,9

Convertis en dollars canadiens en utilisant le taux de 16 heures à Londres.
Rendements sont annualisés pour les périodes supérieures à 1 an.

Les marchés boursiers ont produit des rendements trimestriels raisonnables en monnaie locale; cependant, les actions non canadiennes ont livré des rendements exceptionnels, lorsque convertis en dollars canadiens. La faiblesse du dollar canadien est majoritairement attribuable à la vigueur du dollar américain. Nous entrevoyons cette vigueur comme cyclique plutôt que comme le début d'une tendance séculaire. La surperformance de l'économie américaine va et vient, comme la divergence de la politique monétaire globale. En dépit du boom des exportations de pétrole de schiste et d'un déclin de 40 % du dollar pondéré par les échanges depuis les sommets précédents, les États-Unis affichent encore un déficit substantiel de leur compte courant ce qui engendre une fuite de dollars vers les marchés internationaux. Ceci contraste avec la zone euro qui détient un compte courant en surplus et un bilan financier plus solide, ce qui indique que les investisseurs qui favorisent un dollar plus vigoureux et un euro plus faible ont déjà peut-être récolté leurs bénéfices. La surperformance du marché des actions canadiennes a été concentrée sur Valeant, une compagnie pharmaceutique qui affiche une croissance agressive grâce à sa stratégie d'acquisitions. Les banques ont sous performés le marché, car la baisse des taux d'intérêt a réduit leur marge d'intérêt nette. Les inquiétudes concernant la faiblesse hypothécaire reliée au recul du secteur de l'énergie a aussi contribué à la prudence des investisseurs. Les avertissements répétés quant à une chute des marchés boursiers basée sur l'incertitude liée aux évaluations ne sont pas supportés par la croissance des bénéfices, comme le démontre le graphique suivant. Les fusions et acquisitions se multiplient, mais n'ont pas atteint leur sommet l'historique, signal d'un marché en santé plutôt que d'un environnement de fin de cycle.



STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Le niveau exceptionnellement faible des taux d'intérêt mondiaux, voir même les taux négatifs dans certains pays, cause des mouvements d'incrédulité chez les investisseurs. La situation ne perdurera évidemment pas, mais il y a une probabilité importante que les faibles taux d'intérêt soient en place pour quelques années encore. La plupart des banques centrales semblent commises à maintenir les taux d'intérêt peu élevés même si l'inflation commence à poindre. La Fed, qui serait la première à relever les taux, ne semble pas vouloir répéter le resserrement des cycles précédents. De plus, compte tenu de la tendance vers une croissance anémique, une inflation mondiale faible et la vigueur du dollar américain, les hausses de taux d'intérêt ne pourraient n'être que la moitié de celles des cycles précédents, soit un taux de fin de cycle de 2 % plutôt que 4 %. Pour ajuster nos perspectives liées à un risque d'environnement inflationniste, nous devrions assister à la fin de l'austérité fiscale, à la radiation des dettes, à l'acceptation de réformes structurelles et à la migration vers une croissance orientée en fonction du consommateur dans les économies émergentes qui consomment des ressources plutôt que d'en produire.

Les perspectives de long terme d'une croissance anémique et de faibles taux d'inflation persistent. Les taux d'intérêt peuvent demeurer peu élevés dans un tel environnement; conséquemment, nous ne voyons aucune raison pour modifier la pondération supérieure en action dans les portefeuilles équilibrés et en obligations de sociétés dans les portefeuilles de revenu fixe. Nos perspectives cycliques encouragent toujours cette approche. Cette reprise économique s'avère longue et peut persister tant aussi longtemps que des excès ne s'accumulent pas. Les risques abondent pour justifier cette possibilité : les guerres de devises, la mauvaise gestion politique de la situation en Grèce, les implications du ralentissement de l'économie russe, l'accumulation extraordinaire de la dette en Chine, laquelle peut être gérée, les pressions de financement des économies émergentes alors que le dollar américain s'apprécie et finalement, la déstabilisation possibles des marchés d'actifs publics et privés suite aux augmentations de taux d'intérêt aux États-Unis. En raison de ces risques multiples, il est difficile d'entrevoir comment des excès dans les actifs financiers peuvent atteindre des niveaux extrêmes alors que nous « escaladons le mur des craintes ».

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.