

SOMMAIRE EXÉCUTIF

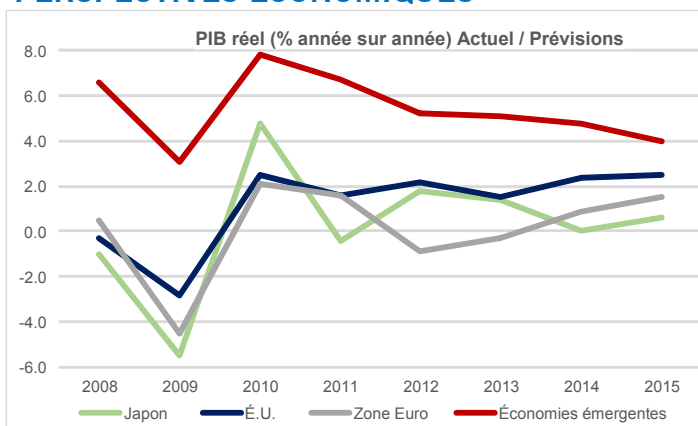
Revue économique

- La croissance économique aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon s'est améliorée légèrement, mais a généralement faibli dans les marchés émergents
- La chute du volume des transactions globales remet en évidence la faiblesse dans les marchés émergents et les prix des commodités
- Après une période de presque huit ans de taux d'intérêt de court terme qui frôlent le zéro, la Réserve fédérale américaine a décidé de relever son taux directeur de 0,25 % en décembre
- La stratégie de l'ensemble des investisseurs continue d'être la recherche de rendement alors que les banques centrales font baisser les rendements sur les actifs non risqués

Perspectives d'investissement

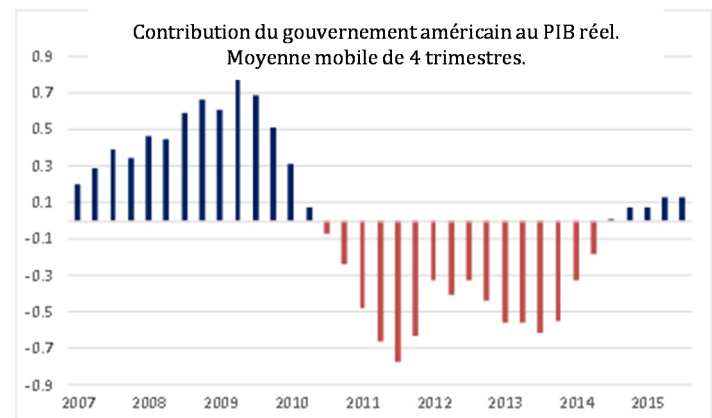
- Nous continuons de favoriser les entreprises de grande qualité qui ont une excellente gestion, des actifs supérieurs et de solides bilans financiers
- Nous préférons toujours les actions aux obligations compte tenu du faible rendement de ces dernières, même si nous reconnaissons la nature de l'extension du cycle actuel.
- Nos obligations de sociétés de grande qualité continuent d'offrir un rendement excédentaire attrayant par rapport aux obligations gouvernementales

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES



Le quatrième trimestre de 2015 est à l'image de l'évolution de la performance de l'année, alors que le Canada et d'autres exportateurs d'énergie et de matières premières ont moins bien performé les importateurs de matériaux. La demande pour les matériaux n'a pas atteint les prévisions optimistes précédentes, particulièrement en ce qui concerne la Chine, alors que l'offre a été accrue en réaction au sommet des prix de 2011. Compte tenu de l'ampleur du déclin des prix qui a suivi, la diminution de la production n'a pas été aussi rapide qu'attendu. Une des raisons pourrait se résumer à la chute précipitée des devises des exportateurs tels que la Russie qui réduit leurs incitatifs à couper la production puisque leurs revenus sont libellés en dollars américains. En général, la croissance économique aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon s'est améliorée légèrement, alors que la croissance dans les marchés émergents a été plus faible. La chute des volumes de transactions mondiales met en évidence la faiblesse des marchés émergents et des prix des matières premières.

Après une période de presque huit ans de taux d'intérêt de court terme qui frôlent le zéro, la Réserve fédérale américaine a décidé de relever son taux directeur de 0,25% en décembre. Un certain nombre d'indices économiques suggéraient un besoin de commencer à normaliser les taux d'intérêt; un taux de chômage de 5 %, une hausse des salaires, un sommet de dix ans pour les ventes de véhicules et un creux de 13 ans du ratio de l'endettement des ménages par rapport à leurs revenus, ce qui contraste avec les sommets records atteints au Canada. Essentiellement, l'engagement de la Réserve fédérale à aider le secteur privé à réduire son niveau d'endettement est pratiquement terminé, la santé sous-jacente du système financier américain est restaurée et le risque de déflation est réduit. Tout ceci a été accompli, malgré une réduction des dépenses fiscales qui avait causé un déficit de 8 % du PNB au cours des cinq dernières années, ce que les États-Unis n'avaient pas connu en 50 ans. L'Europe devra probablement attendre quelques années avant d'atteindre le même résultat, mais il semble que le pire de ses problèmes financiers est derrière elle. Les économies émergentes et les exportateurs de matières premières comme le Canada sont toujours le maillon faible, mais ne représentent pas une menace pour le système financier global ou l'économie mondiale.



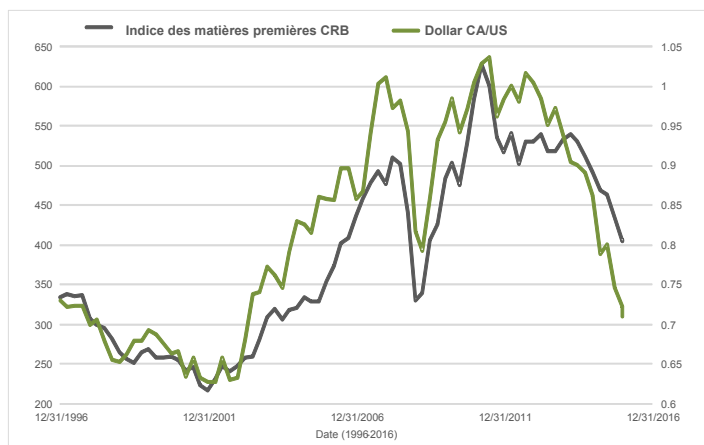
Source: Bureau of Economic Analysis

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les rendements des obligations canadiennes ont fléchi en dépit de l'augmentation du taux directeur de la Réserve fédérale américaine de 0,25 %. Les obligations de sociétés continuent de moins bien performer que les obligations gouvernementales, ce qui reflète leur plus grande sensibilité aux perspectives économiques. Une légère régression s'est fait sentir dans le secteur de l'énergie, incluant aussi une faiblesse pour les obligations de compagnies de pipelines telles qu'Enbridge. Les obligations émises par les banques canadiennes ont également sous performé, alors que leur exposition à l'énergie et aux consommateurs soulève quelques incertitudes. La liquidité sur les marchés a aussi contribué à l'affaiblissement puisque les écarts se sont élargis plus que ce que nous avions escompté au départ, compte tenu de la situation économique.

Le rendement additionnel qu'offrent les obligations de sociétés de grande qualité de nos portefeuilles a atteint des niveaux très attrayants, puisque les risques d'une récession sont relativement peu élevés. Nous reconnaissons que le cycle du crédit est généralement bien avancé, puisque l'activité de fusions et acquisitions a atteint des niveaux historiquement élevés. Cependant, puisque les incertitudes

concernant la politique fiscale se dissipent, nous devrions voir le consommateur de façon plus convaincante aux États-Unis. Les baisses de taux d'intérêt cette année par la Banque du Canada, jointes au recul de la devise, devraient aider à protéger l'économie canadienne de la diminution des prix des matières premières.



MARCHÉS BOURSIERS

Rendements des marchés (au 31 décembre 2015)

(%)	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	-1.4	-8.3	2.3	4.4	5.1
S&P 500 (\$C)	10.9	21.6	20.4	9.2	4.5
S&P 500 (\$US)	7.0	1.4	12.6	7.3	5.0
Russell 2000 (\$US)	3.2	-5.7	7.7	5.4	5.9
DJIA (\$C)	10.9	17.3	16.0	6.8	2.7
DJIA (\$US)	7.0	-2.2	8.5	5.0	3.3
MSCI EAO Net (\$C)	8.5	19.0	10.8	4.9	3.0
MSCI EAO Net (\$US)	4.7	-0.8	3.6	3.0	3.5
Nikkei 225 (\$US) Japon	8.7	9.9	6.7	3.2	3.3
Shanghai (\$US) Chine	14.7	6.4	7.7	16.5	7.2
BSE Sensex (\$US) Inde	-2.0	-8.1	-1.5	8.1	12.6
MSCI Marchés émergents (\$US)	0.3	-17.0	-7.2	1.2	6.0
Univers FTSE TMX Canada	1.0	3.5	4.8	5.0	5.8
Bons du Trésor 91 jrs, FTSE TMX Canada	0.1	0.6	0.9	1.5	2.2
\$C/\$US	-3.5	-16.6	-6.5	-1.7	0.5

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

En 2015, la faiblesse de la devise a gonflé les rendements des marchés étrangers pour les investisseurs canadiens avec des progressions supérieures à 10 % aux États-Unis et en Europe, après avoir tenu compte de la chute de 16,6 % du dollar canadien. La faiblesse généralisée des prix des matières premières a été reflétée dans la performance des marchés boursiers des exportateurs de matériaux, tels que le Canada, qui ont généré une performance inférieure à celle des marchés mondiaux dans leur ensemble. N'eût été la faiblesse de la devise canadienne, nous aurions fait face à une année où la plupart des marchés boursiers auraient sous performé les obligations. Dans plusieurs marchés, les titres des secteurs de la santé et de la consommation ont généré les meilleurs rendements, quoique Valeant ait été un des pires performants du petit secteur de la santé au Canada, alors que les secteurs de l'énergie, des matériaux et des services aux collectivités ont atteint un plancher. Les marchés

émergents poursuivent une période de quatre ans de sous performance, pour certains pays c'est en raison de la faiblesse des prix des matières premières alors que d'autres souffrent de l'anémie de la demande mondiale.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Il n'y a aucun doute que la chute substantielle des prix des matières premières fut le facteur à court terme le plus influent sur la performance des marchés au cours de la dernière année. Toutefois, une influence beaucoup plus persistante fut la politique extraordinairement accommodante des banques centrales au cours des sept dernières années. Cette influence semble avoir atteint son sommet alors que la Réserve fédérale a mis un terme à ses achats d'obligations et a commencé à hausser les taux d'intérêt. La banque centrale européenne et la Banque du Japon démontrent également des hésitations à accroître leur niveau d'accommodement. Bien que certains pays, comme le Canada, qui doit toujours enclencher un processus de diminution de l'endettement des ménages, semblent maintenir une politique plus accommodante, leur capacité à stimuler l'économie mondiale et les marchés est relativement limitée. La stratégie de l'ensemble des investisseurs continue d'être la recherche de rendement alors que les banques centrales font baisser le rendement des actifs non risqués quelques fois jusqu'à des niveaux négatifs, même en termes nominaux. Inévitablement, la recherche de rendements implique que les investisseurs doivent sacrifier la qualité ou la liquidité. Certains pourront prétendre que la dette du secteur privé a simplement été transférée au secteur public, toutefois, il y a une grande différence entre les deux. Le « risque de crédit » pour le secteur public représente simplement le risque d'inflation, qui est à l'heure actuelle minimal, puisque les pays développés peuvent toujours imprimer de la monnaie pour payer leurs dettes.

Au moment où la vague globale de liquidité se retire, les compagnies qui ont un plan d'affaires à risque et les pays plus faibles, ceux qui ne peuvent eux-mêmes imprimer de la monnaie, sont de plus en plus exposés. Des exemples incluent les industries cycliques, telles que les producteurs de pétrole et de gaz de schistes, qui ne peuvent opérer que grâce à des coûts minimalistes de financement provenant du marché des obligations à haut rendement, et les pays périphériques comme l'Espagne qui ont pu emprunter à une prime minimale au coût du gouvernement de l'Allemagne. Notre concentration vers les compagnies de grande qualité, c.-à.-d. les compagnies dont la gestion est excellente, les actifs sont supérieurs et les bilans financiers sont solides, s'est traduite par des rendements relatifs supérieurs à long terme, particulièrement au cours de périodes comme la période actuelle. Même si les rendements des actions ont souffert récemment comparativement à ceux des obligations, nous pensons que les perspectives économiques s'améliorent alors que les vents contraires générés par la contraction de la politique fiscale et les excès de réserves s'estompent, et que la progression sous-jacente des marchés de l'emploi pourra être convertie en un accroissement des dépenses des consommateurs. Il en découlera une reprise de la croissance des bénéfices par rapport au niveau modeste de la dernière année. Les attentes quant aux rendements futurs des investissements devraient être contenues, car les facteurs qui ont stimulé les rendements des actifs étrangers, soient des évaluations modestes et l'affaiblissement de la devise canadienne, se sont dissipés. Nous favorisons toujours les actions par rapport aux obligations compte tenu du faible rendement de ces dernières bien que nous reconnaissons la nature de l'extension du cycle actuel.

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.