

SOMMAIRE EXÉCUTIF

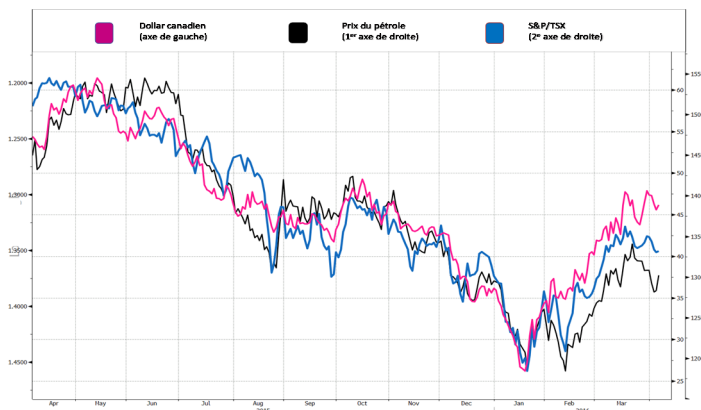
Revue économique

- La volatilité a augmenté au cours du premier trimestre alors que les marchés ont évalué les risques d'un ralentissement de la croissance mondiale.
- La dévaluation potentielle de la devise chinoise soulève des inquiétudes quant à l'exportation de sa déflation vers le reste du monde puisque les prix de ses produits seraient réduits.
- La décision de la Banque du Japon d'utiliser des taux d'intérêt négatifs n'a pas été bien reçue.
- Les inquiétudes reliées à la sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne ont aussi ajouté à la volatilité.

Perspectives d'investissement

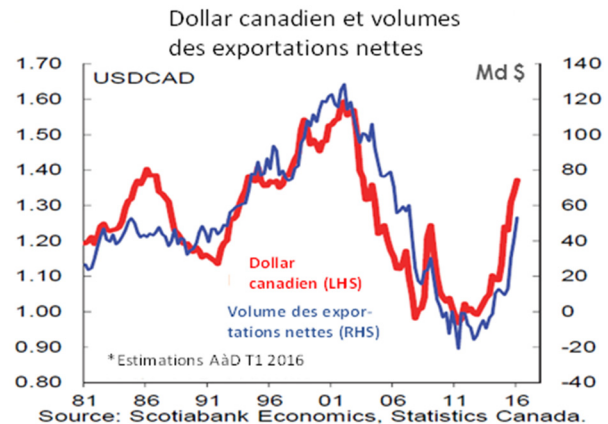
- Le rythme d'augmentation des taux d'intérêt américains semble plus lent qu'anticipé originellement.
- Les obligations de sociétés présentent des rendements ajustés au risque attrayants relativement aux obligations du gouvernement fédéral d'échéance équivalente.
- Nous ne croyons toujours pas qu'une récession est imminente en Amérique du Nord ou que les évaluations sont exagérées, et nous continuons de favoriser les actions par rapport à l'encaisse et aux obligations.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES



Le premier trimestre de 2016 se divise en deux moitiés, la première dominée par une peur et la seconde par le soulagement. La chute des prix du pétrole sous les 30 \$US a contribué à soulever les inquiétudes quant à des défauts reliés de près ou de loin à l'industrie de l'énergie, incluant les banques. Une partie de la faiblesse des matières premières peut aussi être attribuée à la vigueur du dollar américain alors que la Réserve fédérale soulignait encore la possibilité de hausses de taux d'intérêt. Cette stratégie présentait un fort contraste avec celles de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Banque du Japon qui visaient à stimuler une hausse générale des prix. Alors que le pessimisme est rampant, les rumeurs portaient même sur une récession imminente aux États-Unis. Une fois qu'il fut plus évident que les faiblesses des marchés des obligations de sociétés et des marchés boursiers combinées à la vigueur du dollar américain restreindraient les conditions financières au-delà de ce que la Réserve fédérale désirait obtenir, et nettement au-delà des impacts d'une hausse de

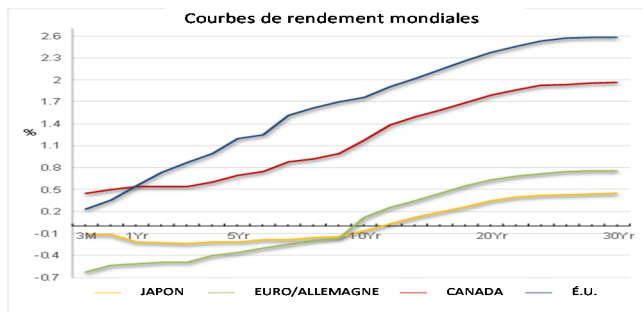
25 points de base, le marché a conclu que d'autres hausses des taux d'intérêt américains seraient contreproductives. Éventuellement, la Réserve fédérale a délaissé sa rhétorique quant à la hausse des taux d'intérêt et la BCE a procédé à une expansion de son programme d'achat d'actifs et de prêts aux banques. Les marchés ont entrepris une forte remontée dans la deuxième moitié du trimestre, alors qu'une partie du rebond est due à la confiance du marché qu'une politique monétaire plus restrictive est contingente à une évidence de croissance économique soutenable.



L'environnement économique était beaucoup moins volatile alors que l'économie mondiale continue de ralentir. Les perspectives de croissance aux États-Unis demeurent les meilleures en raison de la croissance de l'emploi, d'une progression raisonnable dans le secteur immobilier résidentiel, et de signes avant-coureurs que la diminution des investissements en capital dans le secteur de l'énergie s'estompe. La croissance sera restreinte par le niveau élevé des inventaires et par une augmentation des défauts sur les prêts automobiles de moindre qualité, mais les impacts négatifs de la vigueur du dollar américain s'amenuisent.

Les perspectives de croissance au Canada demeurent modérées alors que les stimulants fiscaux issus du budget fédéral sont en deçà des attentes et que le secteur de l'énergie se rétracte. La croissance des exportations à l'extérieur du secteur de l'énergie constitue une amélioration appréciable, quoique les récents gains du dollar canadien suggèrent que le progrès sera plus difficile à réaliser. Les rapports sur l'activité économique en Europe étaient en deçà des attentes puisque celle qui détient la position dominante en matière d'exportations, l'Allemagne, doit s'ajuster à un scénario de croissance mondiale plus faible. Les inquiétudes concernant les perspectives de croissance en Chine ont aussi retenu l'attention particulièrement la pression potentielle d'un alignement de la devise avec le dollar américain. Une dévaluation de la devise chinoise lui permettrait d'exporter sa déflation au reste du monde puisque les prix de ses produits seraient réduits en raison de la baisse de la devise. L'économie japonaise continue de décevoir au désespoir de ses dirigeants politiques. La décision de la Banque du Japon d'utiliser, comme d'autres, les taux d'intérêt négatifs n'a pas été bien reçue, et le yen a progressé de 6,4 % et le Nikkei a baissé de 12 %, en devise locale, l'effet inverse de celui souhaité.

MARCHÉS OBLIGATAIRES



La volatilité des marchés obligataires a pris la même direction que celle des marchés boursiers, cependant avec moins d'amplitude. L'écart des taux d'intérêt pour les obligations du Gouvernement du Canada de 10 ans a été de 50 pb alors que le rendement courant a fléchi jusqu'à 0,9 % avant de clore le trimestre à 1,23 % (-0,17 %). Des environnements instables ne favorisent pas les obligations de sociétés puisqu'ils minent la confiance que les entreprises puissent payer les intérêts et le principal à l'échéance. Ce fut certainement le cas avec plusieurs titres du secteur de l'énergie alors que le profil de leurs fonds de trésorerie a soudainement connu un tournant négatif en raison de la baisse continue du prix pétrolier. Il faut se rappeler sans doute que la détention d'obligations de compagnies pétrolières intégrées comporte des avantages lors de cycles baissiers. La dette de moindre qualité émise par les banques canadiennes a aussi été affectée par la vente accélérée des crédits du secteur de l'énergie. Les titres qui ont généré la pire performance de la première moitié du trimestre ont généré la meilleure de la seconde demie, la volatilité stupéfiant les investisseurs.

Les obligations de sociétés de grande qualité, qui ont un rendement courant trois fois plus que celui des obligations du gouvernement fédéral d'échéance équivalente, offrent des rendements ajustés au risque très attrayants. Cependant, nous reconnaissons que le cycle de crédit dans l'ensemble est bien avancé car le ratio de levier corporatif est élevé, et que les banques ont commencé à resserrer les standards de crédit aux États-Unis.

MARCHÉS BOURSIERS

Les marchés boursiers ont présenté des résultats variés. Les marchés émergents ont été les meilleurs performants et le Japon fut l'un des plus faibles. Le gain de 28,2 % au Brésil fut certes inattendu compte tenu de l'incertitude politique. Des évaluations peu élevées de même que le rebond des prix des matériaux ont contribué à la surperformance des marchés émergents. La remontée, depuis le creux, a surtout été menée par les titres plus cycliques et de moindres qualités, c'est-à-dire ceux qui ont sous performé durant la première moitié du trimestre. Les banques ont été l'un des pires secteurs mondialement, alors que les inquiétudes concernant les crédits et les taux d'intérêt faibles ou négatifs ont réduit les attentes de profit.

Une baisse des taux d'intérêt a un impact positif sur les titres des secteurs des services aux collectivités et des télécommunications que nous jugeons maintenant surévalués. Notre concentration

traditionnelle vers les compagnies de grande qualité a été bénéfique durant la première moitié du trimestre, mais un frein pour la performance relative lors de la remontée des titres de moindre qualité dans la plupart des régions.

Rendements des marchés (au 31 mars 2016)

(%)	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	4,5	-6,6	2,1	4,1	6,6
S&P 500 (\$C)	-5,6	4,0	18,1	8,1	4,6
S&P 500 (\$US)	1,4	1,8	11,6	7,0	6,0
Russell 2000 (\$US)	-1,5	-9,8	7,2	5,3	7,7
DJIA (\$C)	-5,5	1,6	13,8	5,8	2,6
DJIA (\$US)	1,5	-0,5	7,5	4,8	4,0
MSCI EAO Net (\$C)	-9,6	-6,3	8,3	2,9	3,0
MSCI EAO Net (\$US)	-3,0	-8,3	2,3	1,8	4,4
Nikkei 225 (\$US) Japon	-4,8	-5,3	6,8	2,0	4,0
Shanghai (\$US) Chine	-14,7	-21,7	3,3	13,3	6,0
BSE Sensex (\$US) Inde	-2,5	-13,2	-1,0	5,8	13,1
EAO Marchés émergents (\$US)	5,8	-11,7	-3,8	3,3	9,7
Univesr FTSE TMX Canada	1,4	0,8	5,2	5,2	5,8
Bons du Trésor FTSE TMX 91 jours	0,1	0,5	0,9	1,7	2,1
\$C/\$US	7,4	-2,1	-5,5	-1,1	1,2

Convertis en dollars canadiens au taux de 16 heures à Londres

Les rendements des périodes supérieures à 1 an sont annualisés.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Il est plutôt curieux que la volatilité du dernier trimestre ait été observée au cours du 50^e anniversaire de la déclaration de Paul Samuelson selon lequel « le marché boursier a prêté neuf des cinq dernières récessions ». Les marchés financiers réagissent souvent de façon irrationnelle. Le mandat d'un conseiller en placements est de maintenir une main ferme sur le gouvernail lorsque des tempêtes inévitables frappent. La clé de notre approche est de maintenir une vision à long terme.

Ce que nous voyons à l'horizon a été mentionné précédemment; une croissance économique anémique, des taux d'intérêt modestes et des actions de qualité et des obligations de sociétés dont les prix sont attrayants. Plus récemment, nous avons fait mention d'une prudence alors que les évaluations se sont appréciées et que le cycle des affaires parvenait à maturité. Nous ne croyons toujours pas qu'une récession est imminente en Amérique du Nord ni que les évaluations sont trop élevées, donc nous favorisons toujours les actions. Néanmoins, les risques se sont accrus. Les risques géopolitiques, incluant un vote potentiel pour la sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne, sont toujours présents, mais ce n'est pas notre raison première pour réduire l'exposition aux actions. Les gains sur ces marchés sont typiquement plus importants à la fin de récessions, particulièrement lorsque les évaluations sont peu dispendieuses. Les portefeuilles ont enregistré de solides gains jusqu'à maintenant, mais le recul de la qualité des crédits corporatifs, les augmentations des salaires et la réduction de l'accommodement monétaires de la part de la Réserve fédérale suggèrent que les gains seront plus modestes à l'avenir. Nous demeurons convaincus que notre philosophie qui consiste à sélectionner les compagnies qui ont la meilleure direction, des bilans financiers solides et un profil de croissance des bénéficiaires, nous permettra de préserver le capital durant les périodes volatiles et de générer de la croissance à long terme.

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.