

SOMMAIRE EXÉCUTIF

Revue économique

- Au début du trimestre, la Réserve fédérale américaine a initié sa troisième hausse de taux d'intérêt depuis la fin de 2015.
- La Banque du Canada semble avoir trouvé assez de preuves pour commencer à réduire ses politiques accommodantes, suite au meilleur trimestre pour les ventes au détail depuis près de sept ans, en plus de la croissance des exportations américaines et de nouvelles créations d'emplois.
- Malgré une période d'expansion historique, les données économiques fondamentales continuent de se maintenir, avec des risques de récession faibles.

Perspectives d'investissement

- Nous anticipons que les économies pourront passer au travers de cet environnement de croissance modeste et que ce sont les marchés financiers qui sont les plus vulnérables aux variations de liquidité des banques centrales.
- Les perspectives deviendront plus incertaines face à la faible croissance de la population en âge de travailler et aux niveaux d'endettement records qui pèsent plus lourdement sur l'économie.
- L'usage accru de stratégies d'indexation augmente les opportunités pour les gestionnaires actifs de prendre avantage des disparités entre les évaluations des entreprises et les prix sur les marchés.

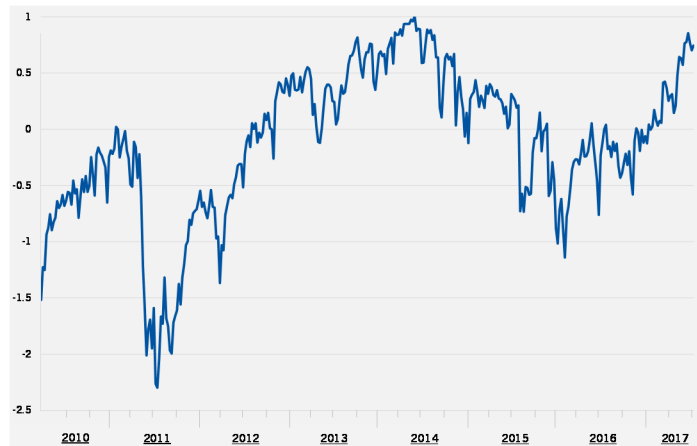
PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Les marchés financiers ont bien performé durant le trimestre, jusqu'à ce que la nervosité s'installe quant au support dévolu à la liquidité des banques centrales à la fin de cette période. Il en est résulté des rendements disparates pour les actions. Les marchés concentrés dans le secteur de l'énergie, comme celui du Canada, ont reculé légèrement alors que les marchés internationaux ont enregistré des gains assez modestes. Les marchés obligataires quant à eux ont été légèrement plus solides dans leur ensemble. Le dollar canadien s'est apprécié contre le dollar américain et le yen japonais, ce qui a annulé la plupart des gains pour les investisseurs canadiens sur ces marchés. L'euro a pris de la vigueur contre le dollar canadien et, en conséquence, a porté les gains sur les marchés boursiers européens vers une progression acceptable d'environ 5% pour les investisseurs canadiens. En résumé, les rendements ont été modérés.

En dépit de la longue période historique d'expansion, les données économiques fondamentales demeurent légèrement positives puisque les risques de récession sont à des niveaux très faibles. Généralement, les périodes de récession sont précédées d'une surchauffe des secteurs cycliques et d'une montée des prix des commodités qui contribuent aux pressions sur les salaires et, ultimement, une réponse vigoureuse pour contrer l'inflation de la part des banques centrales. Aucun de ces éléments n'est actuellement présent. Compte tenu d'une autre hausse de 25 points de base du taux directeur de la Réserve fédérale américaine (Fed) durant le trimestre, les marchés financiers continuent de débattre pour identifier si les hausses de taux d'intérêt font partie d'un resserrement orchestré ou tout simplement d'une réduction des politiques accommodantes, autrement dit, c'est encore facile, mais

moins qu'auparavant. Il est important de garder à l'esprit que, même en incluant les récentes hausses de taux d'intérêt, l'ensemble des conditions financières est encore stimulant envers la croissance. Les conditions financières incluent non seulement les taux d'intérêt, mais aussi les devises, les coûts d'emprunt des entreprises et les marchés boursiers. Thématiquement, les marchés ont utilisé la majeure partie du trimestre pour réduire les attentes quant à une politique de stimulation fiscale alors que l'habileté de l'administration Trump à obtenir des réductions d'impôt s'étiolait.

Indice des conditions financières aux États-Unis



Notes: Le "Bloomberg U.S. Financial Conditions Index" suit le niveau global de stress financier dans les marchés des capitaux, des obligations et boursiers américains afin d'évaluer la disponibilité et le coût du crédit. Une valeur positive indique des conditions financières accommodantes, alors qu'une valeur négative indique des conditions financières plus strictes par rapport aux normes antérieures à la crise. Source: Bloomberg

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les rendements du marché obligataire au Canada ont été relativement robustes jusqu'à la fin du trimestre lorsque la Banque du Canada (BOC) a fait une autre annonce dramatique pour altérer le biais de sa politique. Dans le dernier document de Perspectives d'investissement, nous avons remis en question les inquiétudes de la BOC concernant la faible croissance économique. Suite à un des meilleurs trimestres pour les ventes au détail depuis sept ans, des signes plus évidents de la croissance des exportations américaines et de nouvelles créations d'emploi, la BOC semble avoir trouvé suffisamment de preuves d'une forte croissance pour commencer le processus de réduction de ses politiques accommodantes. La Banque aurait pu aisément se concentrer sur les chiffres modestes de l'inflation, les prix faibles du pétrole et les niveaux d'endettement qui atteignent encore des records, ces facteurs sont même plus évidents aujourd'hui que lorsque les taux d'intérêt ont été baissés en 2015. Peut-être, cependant, la Banque est-elle plus concernée par les excès de crédit sur le marché immobilier résidentiel ? Peu importe la logique, l'impact a été immédiatement ressenti par la devise et les marchés boursiers et obligataires. Les obligations de court terme ont le plus souffert alors que leur rendement s'est accru de 0,3%, bien que le rendement des obligations de long terme ait reculé de 0,2%. Les obligations provinciales et corporatives ont encore bénéficiées d'une bonne performance par rapport aux obligations fédérales alors que les investisseurs étaient à la recherche d'un rendement supplémentaire. Le marché obligataire a terminé le trimestre avec un rendement de 1,1%.

Ce qui a également fait pression sur les marchés fut la tendance vers un moins grand accommodement de la part des banques centrales globalement. La Fed a augmenté ses taux de court terme et a dévoilé la route la plus probable qu'elle entendait suivre pour redresser son bilan financier qui totalise 4,5 billions \$. Il y a eu aussi la prise de conscience que la Banque centrale européenne (BCE) allait arrêter d'acheter des actifs puisque la croissance et l'inflation augmentent. La partie croissance a été réalisée alors que les perspectives d'inflation sont encore nébuleuses ce qui procure suffisamment d'évidence aux marchés pour commencer à tenir compte d'une éventuelle terminaison des achats d'actifs par la BCE. Le passage vers un environnement moins accommodant reflète aussi le désir des banques centrales d'éviter d'alimenter les excès spéculatifs sur les marchés financiers. Le dénouement de ces interventions extraordinaires devrait être accueilli comme le signe d'un retour vers un environnement économique plus normal. L'inquiétude des investisseurs est cependant compréhensible, compte tenu du passé douteux des actions politiques massives des banques centrales.

Rendements des marchés (au 30 juin 2017)

(%)	3m	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	-1,6	11,1	8,7	3,9	8,0
S&P 500 (C\$)	0,4	17,9	20,3	9,3	7,2
S&P 500 (US\$)	3,1	17,9	14,6	7,2	8,3
Russell 2000 (US\$)	2,1	22,9	12,1	5,4	7,7
DJIA (C\$)	0,6	19,1	16,1	6,9	4,6
DJIA (US\$)	3,3	19,1	10,6	4,8	5,7
MSCI EAEO Net (C\$)	3,3	20,3	14,1	3,1	5,2
MSCI EAEO Net (US\$)	6,1	20,3	8,7	1,0	6,3
MSCI Marchés émergents (US\$)	6,4	24,2	4,3	2,3	11,0
FTSE TMX Canada univers	1,1	0,0	3,3	5,1	5,4
FTSE TMX Canada 91-j B. du Trésor	0,1	0,5	0,8	1,2	1,8
C\$/US\$	2,7	0,0	-4,7	-2,0	1,1

Converti en CAD avec le taux de Londres à 4pm. Les rendements sont annualisés pour les périodes de plus d'un an.

MARCHÉS BOURSISERS

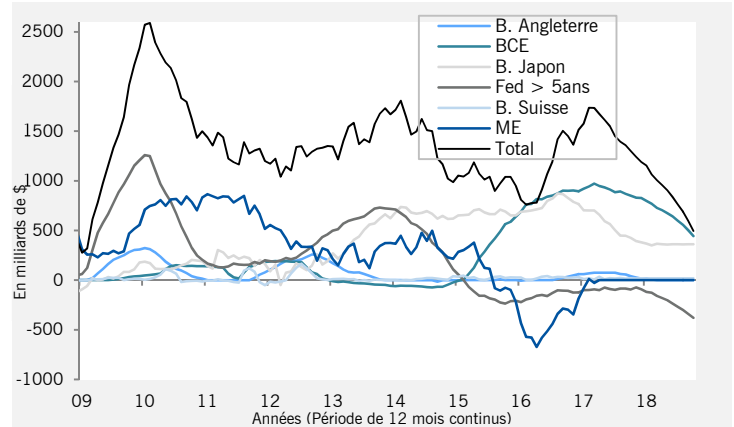
Les marchés boursiers canadiens continuent de traîner derrière leurs homologues internationaux alors que les prix du pétrole chutaient jusqu'à 42 \$ le baril avant de retrouver le niveau de 47 \$ le baril à la fine du trimestre. D'autres matières premières ont également perdu du terrain, y incluant les titres aurifères. Le secteur financier s'est débattu alors que l'incertitude sur le marché hypothécaire, relié à la quasi débâcle de Home Capital Group, a affecté son moral. Aux États-Unis, le secteur de la technologie a fait l'expérience d'un essoufflement sérieux alors que l'indice du NASDAQ, fortement composé de technologies, a gagné 7% à un certain point dans le trimestre avant de perdre son avance pour finir la période avec un gain de 3,9%. Le secteur des ventes au détail a continué de souffrir de l'effet Amazon. Cette fois, c'est le secteur des biens de consommation de base qui en a fait les frais, suite à l'annonce par Amazon d'acheter Whole Foods dans le but de stimuler son offre de produits d'épicerie en ligne. Ceci a également un impact sur le marché de l'immobilier commercial où les évaluations chutent après avoir excédé le sommet qui prévalait avant la crise financière. Les marchés émergents ont présenté les meilleurs résultats en actions en termes de devise locale. Contrairement aux marchés développés, les rendements ont été boostés par un fort accroissement des titres du secteur technologique, tels que Tencent, Baidu et Alibaba.

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.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

La reprise de la croissance globale au cours de la dernière année reflète grandement un rebond depuis la chute des dépenses en capital qui a suivi le recul du secteur de l'énergie à la fin de 2014. Le rebond a été soutenu par des initiatives politiques en Chine, en Europe et au Japon. Tel que mentionné plus haut, les conditions financières servent de soutien et les faibles taux d'inflation devraient convaincre les banques centrales de ne pas imposer des restrictions trop agressives. En fait, la BCE en particulier ne devrait pas augmenter les taux d'intérêt pour quelques années, permettant ainsi aux taux d'intérêt réels de décliner alors que l'inflation augmente. Même le Japon a présenté une croissance relative assez forte et il ne devrait pas y avoir de politiques restrictives avant quelques années. Dans cet environnement, la croissance des bénéfiques peut se poursuivre à un rythme sain. L'injection de liquidités de la part des banques centrales commence à s'effacer. Ainsi, les perspectives actuelles sont devenues plus incertaines face aux vents contraires à long terme provoqués par la faible croissance de la population en âge de travailler et les niveaux d'endettement record qui mettent plus de pression sur l'économie. Bien sûr, la possibilité, même infime, de réductions d'impôt significatives aux États-Unis existe. Ceci pourrait permettre une extension du cycle, mais les chances sont minimes.

Total des achats des banques centrales



Notes: On peut s'attendre à ce que les marchés soient agités lorsque les banques centrales sortent du marché. Source: National central banks, Citi Research, Les changements des réserves en devises des marchés émergents sont ajustés.

À notre avis, les économies pourront traverser cet environnement de croissance modeste alors que ce sont les marchés financiers qui sont les plus vulnérables aux fluctuations des liquidités injectées par les banques centrales. Pour ce qui est des marchés boursiers, il y a suffisamment de rotation de sorte que certains sous-secteurs peuvent être sous-évalués en même temps que d'autres qui sont surévalués. Sur de longues périodes, la gestion active des placements aura toujours un avantage sur la gestion passive, puisque les mandats de gestion passive achètent aveuglément ce qui monte et vend ce qui descend sans égard à l'évaluation ou les données fondamentales des entreprises. Ultimement, l'usage croissant de stratégies d'indexation augmente les opportunités pour les gestionnaires comme nous, qui procèdent à une recherche extensive, de déterminer la valeur sous-jacente des entreprises que nous achetons.