

Pour bâtir votre avenir financier

Stratégie de placement

Janvier 2012

Des prévisions de première classe : L'économiste et stratège en chef de FBN se classe au premier rang du palmarès des meilleurs prévisionnistes pour le Canada

Nous sommes très fiers que Stéphane Marion, économiste et stratège en chef, directeur de notre équipe Économie et stratégies, et collaborateur à long terme de cette lettre financière, se soit classé au premier rang des prévisionnistes de l'économie canadienne au prestigieux « *Top Forecasters by Region Covered* » du magazine Bloomberg Markets de janvier 2012. Stéphane n'en est pas à ses premiers honneurs, il s'était classé parmi les meilleurs prévisionnistes de l'évolution des taux de change au monde, paru dans le numéro de novembre 2011 du même Bloomberg Markets.

Félicitations Stéphane, et au nom de tous nos clients, merci de nous faire partager votre sagesse tous les trimestres dans les pages de *Stratégies de placement*.

Une avancée ardue sans compter sur l'Europe

L'économie mondiale continue de se ressentir de la crise européenne des dettes, qui touche maintenant le cœur même de la zone euro. L'Italie est particulièrement éprouvée ces dernières semaines, et son nouveau gouvernement a été forcé d'adopter d'autres mesures d'austérité et réformes économiques dures. La zone euro n'échappera sans doute pas à une récession. L'ampleur et la durée de la contraction dépendront de la crédibilité des nouvelles politiques adoptées pour stabiliser les finances publiques ainsi que de la capacité des banques centrales d'entretenir le bon fonctionnement des marchés du crédit. Heureusement, certaines ont récemment annoncé une action coordonnée de soutien au système financier mondial par des mesures favorisant la liquidité. Parallèlement, certaines économies émergentes ont assoupli leur politique monétaire. Tous ces efforts portent fruits. Plusieurs poids lourds économiques affichent une croissance positive au quatrième trimestre. Tant que se poursuivra l'expansion aux États-Unis et en Chine – ces pays représentent 35 % du PIB mondial contre 13 % pour la zone euro –, l'économie mondiale devrait croître au rythme de 3 % en 2012, même sans apport de l'Europe.

Zone euro : L'intégration budgétaire ou l'éclatement?

Il y a longtemps que les économistes disent et redisent qu'une union monétaire n'est pas viable sans union budgétaire, et les instances politiques commencent enfin à entendre leur message, essentiellement sous la pression des marchés financiers. En décembre, certains membres de la zone euro ont proposé un plan pour renforcer l'intégrité de leur zone économique par une amélioration du pacte de stabilité et de croissance qui repose sur une coordination nettement plus grande des politiques économiques. En résumé, dans le nouveau pacte budgétaire, les membres de la zone euro abandonneraient une part de leur souveraineté sur leurs budgets respectifs si leurs déficits et leurs dettes dépassaient des limites prescrites. C'est assurément un grand pas dans la bonne direction, mais il faut du temps pour réaliser l'union budgétaire. Comme il faut généralement aussi du temps aux marchés pour prendre acte des réformes structurelles, davantage de ressources financières devront être engagées pour permettre une transition ordonnée. Heureusement, la BCE commence à changer de ton. Son nouveau président, Mario Draghi, laisse entendre que la banque centrale prendrait de nouvelles mesures pour résoudre la crise si les gouvernements de la zone euro pouvaient envoyer un signal crédible en s'accordant sur « une reformulation fondamentale des règles budgétaires ». Les nouvelles règles budgétaires doivent être dévoilées au cours des trois prochains mois.

Dans ce numéro

Autour du monde	1
États-Unis	2
Canada	2
Alerte REER.....	2
Marchés financiers	3
Répartition de l'actif	3
Portefeuilles modèles	4
Prévisions économiques	4



Accélération de la croissance

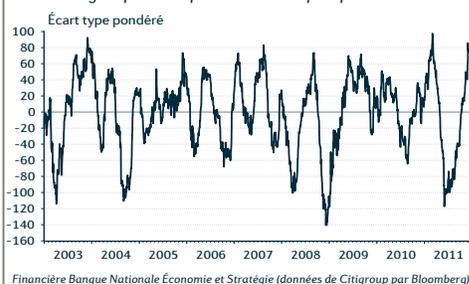
Il est clair maintenant que l'économie américaine a non seulement évité une récession en 2011, mais qu'elle a en fait accéléré de trimestre en trimestre. Avec les bons chiffres que continuent d'égrener les rapports économiques, le PIB devrait nettement dépasser les 2% annualisés au quatrième trimestre, ce qui est le meilleur résultat trimestriel de 2011. L'exploit n'est pas négligeable, si l'on pense que l'économie a dû composer avec une quasi-fermeture des institutions gouvernementales en avril, la saga du plafonnement de la dette et le déclassement de la note de crédit des États-Unis par Standard & Poor's en juillet et août, et enfin l'échec des négociations du supercomité sur la dette en novembre. Le Congrès semble maintenant prêt à prolonger les réductions des charges sociales d'un an, si bien que l'économie devrait garder son élan en 2012, soutenu par la bonne tenue de la demande intérieure.

Cette vitalité est indéniablement due à l'amélioration des marchés du travail. Les effectifs salariés non agricoles ont

augmenté de près de 700 000 au cours des six derniers mois, tous les nouveaux emplois relevant du secteur privé. Mais surtout, la plupart des nouvelles embauches étaient pour des postes à temps plein. La situation moins précaire de l'emploi coïncide aussi avec un regain des prêts immobiliers bancaires. Résultat, le logement donne des signes de stabilisation. L'investissement résidentiel a augmenté aux deuxième et troisième trimestres, ce qui représente la première hausse deux trimestres de suite depuis 2005. La chute des prix des logements semble enfin ralentir, à la faveur du rétablissement de l'équilibre de l'offre et de la demande. Les dépenses d'investissement des entreprises qui veulent maintenir leur productivité et la croissance de leurs bénéfices contribueront aussi à la demande intérieure en 2012. Bien sûr, les rouages des marchés du crédit devront rester bien huilés pour permettre aux ménages et aux entreprises de profiter de coûts de financement exception-

Les données américaines battent les attentes

Indice Citigroup des surprises économiques pour les États-Unis



Perspective sur le stress financier aux États-Unis

Indice de stress financier



nellement bas. Or, malgré la crise des dettes de la zone euro, les indicateurs de tensions financières de ce côté-ci de l'Atlantique restent sous les niveaux normalement annonciateurs d'une crise du crédit.

La Banque du Canada au second plan

Après un léger repli au deuxième trimestre, le PIB du Canada s'est bien rétabli avec un essor de 3,5 % par an au troisième (graphique). Le Canada reste bien placé pour continuer de bénéficier de ses forces intérieures ainsi que de l'amélioration de l'économie américaine. Les exportations reprennent, les entreprises investissent grâce à une bonne rentabilité et l'emploi à temps plein dépasse le sommet antérieur à la récession. Le Canada devrait être près de la tête du classement des pays de l'OCDE dont le PIB croîtra de 2,0 % en 2012. Cela représente une légère décélération par rapport à 2011, qui traduit un ralentissement de la consommation à crédit. Ces dernières années, les dépenses des ménages étaient encouragées par un puissant effet de richesse dû à l'appréciation des prix des maisons. Le récent resserrement des critères de l'assurance hypothécaire conjugué à l'incertitude mondiale tempèrera l'activité du marché immobilier résidentiel et limitera la hausse des prix. Nous nous attendons à ce que les ménages réagissent en ajustant mieux leur consommation à leur revenu disponible plutôt que de continuer à s'endetter. Dans ce contexte, la Banque du Canada ne modifiera sans doute pas l'orientation de sa politique monétaire en 2012.

Alerte REER : « Participation notable » = potentiel de pénalités notables

Dans son budget de 2011, le gouvernement fédéral a instauré des mesures anti-évitement supplémentaires afin de limiter l'utilisation des REER / FEER lors de planification fiscale agressive. Le concept de « placements interdits » fait partie de ces mesures.

Ces derniers comprennent les créances du titulaire du REER/FEER et les placements dans des entités dans lesquelles le rentier ou une personne avec qui il a un lien de dépendance détient une « participation notable ».

Vous serez considéré comme ayant une « participation notable » si vous détenez seul ou avec des personnes avec qui vous avez un lien de dépendance (votre conjoint, vos enfants, votre société de gestion, etc.),

- 10 % ou plus d'une catégorie d'actions d'une société (privée ou public) ou une société qui lui est lié; OU
- 10 % ou plus de la valeur de l'ensemble des participations d'une société de personnes ou d'une fiducie.

Si vous croyez détenir dans votre REER / FEER des placements qui pourraient constituer une « participation notable », parlez-en à votre fiscaliste ou à votre conseiller en placement. Le cas échéant, certaines dispositions devront être prises avant le 31 mars 2012 afin d'éviter des pénalités fiscales.

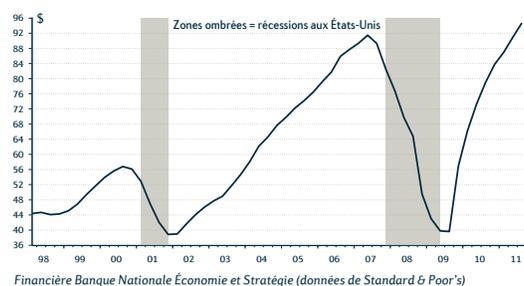
Le temps n'est pas à la complaisance

La volatilité reste le trait dominant des marchés financiers mondiaux. Après un rebondissement spectaculaire en octobre, les indices boursiers ont cédé presque tout ce qu'ils avaient gagné en décembre. Et pourtant, les résultats des sociétés de l'indice S&P 500 publiés récemment ont franchi un cap : la somme des bénéfices par action (BPA) de quatre trimestres de l'indice a atteint un record absolu (graphique). Au Canada, le BPA de l'indice S&P/TSX n'est pas loin du record de 2008. Beaucoup d'indices boursiers sont valorisés à plus de 10 % sous leur moyenne historique. En Europe, les ratios cours/bénéfice sont descendus au niveau de 2009, au plus fort de la crise du crédit mondiale. Pendant ce temps, le taux des obliga-

tions canadiennes fédérales de 10 ans a chuté sous le plancher de 2 % pour la première fois de l'histoire en décembre. Les décisions stratégiques sont actuellement plus inspirées par la politique que par l'activité économique, ce qui risque de durer. Bien que notre scénario de base continue de tabler sur une croissance mondiale, les écueils sont nombreux. Mark Carney, gouverneur de la Banque du Canada, déclarait dans un récent discours : « La liquidité mondiale a énormément fluctué au cours des cinq dernières années, et nous sommes très près d'une nouvelle contraction. Des mesures peuvent être prises pour atténuer

les effets négatifs de la présente vague, mais pas les éliminer. La manière dont les banques européennes vont réduire leur levier d'endettement déterminera quelles mesures les autorités de par le monde devront prendre ». Ce n'est donc pas le moment de baisser la garde.

Bénéfices records du S&P 500
Bénéfices par action (total sur 4 trimestres)



Titres : Le renouveau de la confiance

Les marchés financiers ont effectué un retour en force au quatrième trimestre, portés par un renouveau d'optimisme retrouvé des investisseurs qui espèrent que l'économie mondiale évitera une récession et que le problème européen des dettes souveraines sera maîtrisé. Avec le regain de confiance, mais alors que l'incertitude règne toujours, les investisseurs ont réduit leurs positions sur l'or et augmenté leurs paris sur le pétrole (le prix du baril est remonté au-dessus de 100 \$ pour la première fois depuis juin), tout en conservant des dollars US pour des raisons de liquidité. Entre-temps, les titres des services financiers ont continué de chuter en raison des craintes suscitées par d'éventuels défauts de remboursement de dettes souveraines européennes, ce qui a incité Standards and Poor's à abaisser la cote de crédit d'un certain nombre de grandes banques aux États-Unis et en Europe. Alors que les investisseurs en bourse étaient à la fête, les porteurs d'obligations se faisaient du souci. En exprimant leurs inquiétudes, ils ont contribué à maintenir les taux des obligations des Trésors canadien et américain près de leurs niveaux minimums records et, ont poussé à la hausse les taux de certaines émissions souveraines européennes, notamment celles de l'Italie et de l'Espagne.

Le rebond des actions au quatrième trimestre s'explique par l'espoir d'un plan européen pour sortir de la crise, des statistiques économiques américaines meilleures que prévu, le dénouement de positions à découvert et le rééquilibrage des portefeuilles. Cependant, les actions pourraient se retrouver à nouveau sous pression jusqu'à l'annonce d'un plan crédible par les autorités européennes. Ainsi, nous restons neutres en ce qui concerne les actions, en raison d'une forte sous-pondération des actions internationales (européennes, en particulier), contre-équilibré par une surpondération des actions américaines. Ce dosage est dû au fait que les actions américaines continuent d'offrir un coefficient bêta peu élevé et sont plus intéressantes en période d'incertitude. Enfin, la pondération en actions canadiennes a été maintenue, car les prévisions de bénéfices sont solides, même si les cours des matières premières demeurent sous pression.

Par ailleurs, nous avons augmenté les liquidités par précaution. De nouveaux gouvernements ont été mis en place en Grèce et en Italie, mais la mise en application de mesures impopulaires sera longue et difficile. Ces dernières semaines, les swaps de liquidité en dollars US en circulation ont beaucoup augmenté et la Banque centrale euro-

péenne emprunte des dollars américains pour ses institutions financières, ce qui souligne la fragilité des conditions de liquidité dans la zone euro.

Pendant ce temps, les banques centrales des économies développées continuent à appliquer des politiques de taux d'intérêt bas alors que d'autres, de la Chine au Brésil en passant par la Turquie et la Corée du Sud, ont renversé la vapeur et sont en passe de réduire les leurs. Bien que les taux d'intérêt avoisinent des niveaux records, tant que la BCE ne jouera pas le rôle de prêteur en dernier ressort et que l'Allemagne ne donnera pas son bilan en garantie, la demande pour des titres moins risqués, dont les obligations d'État, particulièrement de pays comme le Canada, persisteront. La lenteur de la croissance, les difficultés de l'Europe et l'action de la Fed (Opération Twist, etc.) contribueront également à soutenir les obligations. À cet égard, la sous-pondération des obligations fédérales a été réduite, alors que l'exposition aux émissions provinciales a été ramenée au neutre. Enfin, la surpondération des obligations des sociétés et des obligations à rendement élevé a été largement diminuée, mais dans les deux cas, le potentiel d'accroissement de la valeur est intact, étant donné la solidité des bilans des sociétés.

Portefeuille revenu	Catégorie d'actifs	Minimum/Maximum	Repère	Pondération recommandée	Variation par rapport au trimestre précédent
Profil de l'investisseur : Vous voulez préserver votre capital ou vous constituer une source de revenus périodiques pour financer des dépenses courantes. La volatilité du marché boursier ne vous attire pas, mais vous n'êtes pas contre l'idée d'investir une petite partie de votre portefeuille dans des actions, principalement pour contrer les effets de l'inflation. Votre tolérance au risque est très faible.	Encaisse	0 % à 20 %	10,0 %	12,0 %	+ 1,0
	Revenu fixe (durée : 5.9 ans) ¹	60 % à 100 %	70,0 %	70,0 %	+ 1,0
	Actions – Canada		10,0 %	10,0 %	- 0,5
	Actions – États-Unis	0 % à 30 %	5,0 %	5,0 %	- 0,5
	Actions – Pays étrangers		5,0 %	3,0 %	- 1,0
Portefeuille conservateur					
Profil de l'investisseur : Vous voulez principalement que votre portefeuille soit investi dans les titres à revenu fixe. Même si vous pouvez composer avec une volatilité restreinte pour faire fructifier votre actif, vous préférez que votre portefeuille soit surtout constitué de placements à revenu fixe pour des raisons de stabilité. Votre tolérance au risque est faible.	Encaisse	0 % à 15 %	5,0 %	7,0%	+ 1,0
	Revenu fixe (durée : 5.9 ans) ¹	50 % à 80 %	60,0 %	59,0%	0,0
	Actions – Canada		20,0 %	20,0%	- 1,5
	Actions – États-Unis	20 % à 45 %	7,5 %	9,0%	+ 1,5
	Actions – Pays étrangers		7,5 %	5,0%	- 1,0
Portefeuille équilibré					
Profil de l'investisseur : Vous placez sur un pied d'égalité le revenu et la croissance du capital. Vous pouvez composer avec une volatilité modérée pour assurer la croissance du capital, mais vous préférez détenir dans votre portefeuille une concentration plus ou moins élevée de placements à revenu fixe pour des raisons d'équilibre. Votre tolérance au risque est moyenne.	Encaisse	0 % à 20 %	5,0%	7,0%	+ 1,0
	Revenu fixe (durée : 5.9 ans) ¹	30 % à 65 %	45,0%	43,0%	- 1,0
	Actions – Canada		25,0%	24,5%	- 2,0
	Actions – États-Unis	30 % à 65 %	10,0%	12,5%	+ 2,0
	Actions – Pays étrangers		10,0%	8,0%	0,0
	Placements alternatifs ²	0 % à 15 %	5,0%	5,0%	0,0
Portefeuille de croissance					
Profil de l'investisseur : Vous recherchez principalement la croissance du capital. Même si vous pouvez composer avec une grande volatilité de la valeur de vos placements, vous n'êtes pas disposé à investir en bourse la totalité de votre portefeuille. Votre tolérance au risque est élevée.	Encaisse	0 % à 25 %	0,0 %	2,0 %	+ 1,0
	Revenu fixe (durée : 5.9 ans) ¹	25 % à 45 %	35,0 %	34,0 %	0,0
	Actions – Canada		25,0 %	25,0 %	- 1,5
	Actions – États-Unis	40 % à 75 %	15,0 %	17,0 %	+ 1,5
	Actions – Pays étrangers		15,0 %	12,0 %	- 1,0
	Placements alternatifs ²	0 % à 20 %	10,0 %	10,0 %	0,0
Portefeuille croissance maximale					
Profil de l'investisseur : Vous voulez maximiser le rendement éventuel de votre capital en investissant la totalité ou la quasi-totalité de votre portefeuille sur le marché boursier. Ce faisant, vous acceptez que le rendement de vos placements soit très volatil dans l'espoir qu'il soit beaucoup plus élevé. Votre tolérance au risque est très élevée.	Encaisse	0 % à 30 %	0,0 %	1,0 %	0,0
	Revenu fixe (durée : 5.9 ans) ¹	0 % à 30 %	20,0 %	19,0 %	0,0
	Actions – Canada		25,0 %	24,5 %	- 2,0
	Actions – États-Unis	55 % à 100 %	20,0 %	22,5 %	+ 2,0
	Actions – Pays étrangers		20,0 %	18,0 %	0,0
	Alternative investments ²	0 % à 25 %	15,0 %	15,0 %	0,0

1) Comprend les obligations traditionnelles et à rendement réel. Repère = 75 % Indice DEX Univers, 25 % Indice SC RRB

2) Comprend les fonds de couverture et l'immobilier. Repère = 50 % Indice Fonds de couverture Tremont, 50 % Indice S&P TSX Cap REIT

	Prévision				Taux %	Décembre 2011		Juin 2012		Décembre 2012	
	2009	2010	2011	2012		Canada	États-Unis	Canada	État-Unis	Canada	États-Unis
Produit intérieur brut %											
Canada	(2,8)	3,2	2,3	2,0	Court terme (bons du Trésor, 91 jours)	0,86	0,01	0,90	0,06	1,17	0,05
États-Unis	(3,5)	3,0	1,8	2,5	Obligataire 10 ans	2,06	2,06	2,37	2,25	2,73	2,62
Inflation %					Obligataire 30 ans	2,66	3,11	2,88	3,28	3,15	3,62
Canada	0,3	1,8	3,0	2,2							
États-Unis	(0,3)	1,7	3,1	1,8	Dollar canadien	0,98 \$ U.S.		0,95 \$ U.S.		0,97 \$ U.S.	

La Financière Banque Nationale est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada qui est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA : TSX). Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et interprétation de ces renseignements et ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation d'offre d'achat ou de vente des valeurs ci-mentionnées. La Firme peut agir à titre de conseiller financier, d'agent fiscal ou de souscripteur pour certaines des compagnies mentionnées aux présentes et peut recevoir une rémunération pour ses services. La Firme et/ou ses officiers, administrateurs, représentants, associés peuvent être détenteurs des valeurs mentionnées aux présentes et peuvent exécuter des achats et/ou des ventes de ces valeurs de temps à autre sur le marché ou autrement.

