

Revue des marchés

4^e trimestre 2011



GESTION DE PLACEMENTS
ETERNA

Sommaire et répartition d'actifs

L'an passé, une grande majorité de prévisionnistes anticipait des rendements plutôt faibles pour l'année 2011 et que les actions boursières procureraient des rendements supérieurs aux obligations. La première prévision s'est avérée exacte, les rendements auront été effectivement faibles, par contre, et cela en a surpris plusieurs, les obligations ont généré des rendements supérieurs aux actions. L'inquiétude économique qui a prévalu durant toute l'année 2011 a provoqué d'autres baisses des taux d'intérêt, ceux-ci atteignant des creux historiques. Plusieurs autres marchés ont également été affectés par les incertitudes pesant sur le marché, l'instabilité provenant principalement de l'Europe et également de la Chine et des États-Unis. D'ailleurs, beaucoup se sont inquiétés de l'économie américaine en cours d'année, mais plus l'année avançait, plus les regards se sont tournés vers l'Europe.

L'indice le plus performant a été le Dow Jones avec une avancée de 10,81 % en dollars canadiens. Cette performance formidable dans ce contexte s'explique en partie par le fait que les grandes capitalisations ont continué leur domination sur les petites capitalisations. Ce scénario pourrait encore se poursuivre pendant la majorité de l'année 2012. En ce qui concerne les autres indices principaux du marché, l'indice S&P 500 en dollars canadiens a augmenté de 4,4 %; ces résultats tiennent compte d'un apport favorable provenant de notre devise puisque celle-ci s'est dépréciée de 2,34 % par rapport à la devise américaine en 2011. L'indice de la bourse de Toronto s'est replié de 8,71 %, principalement à cause des secteurs des matériaux, de la consommation discrétionnaire et de l'énergie qui ont connu des performances négatives de 12,28 %, 21,81 % et 17,90 % respectivement. Plusieurs autres marchés ont également été affectés par l'incertitude économique. L'indice E.A.F.E. en dollars canadiens a diminué de 10,17 % et le MSCI, marchés émergents, de près de 20 %. Quant aux obligations, leurs performances auront été magistrales, l'indice DEX Univers affichant une performance de 9,67 %. La composante provinciale de l'indice a augmenté de 13,17 %. Du côté des obligations, il serait fort étonnant que les rendements soient aussi intéressants en

2012 compte tenu du niveau extrêmement bas des taux actuellement et de la probabilité que ceux-ci augmentent à tout le moins un peu en 2012.

De façon générale, les décisions que nous avons prises en cours d'année se sont avérées positives.

Ces décisions ont été d'augmenter l'échéance de nos obligations, de favoriser les titres à revenu fixe gouvernementaux, de réduire notre exposition en actions, de réduire les titres boursiers canadiens et étrangers et d'augmenter la pondération des titres boursiers américains. En ce début de 2012, nous envisageons de modifier nos stratégies de répartition d'actifs en réduisant notre sous-pondération dans les actions. Ces changements seront effectués au cours des prochaines semaines lorsque nous aurons des signes plus concrets d'amélioration de la conjoncture provenant de l'Europe et de l'économie mondiale. Nous continuons à favoriser les actions à grandes capitalisations et pensons que celles-ci dégageront des performances supérieures aux obligations. Une embellie de l'économie américaine provoquerait une remontée des taux d'intérêt et, par le fait, des rendements décevants des titres à revenu fixe.

	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	3 ans *	5 ans *
DEX - Bons du trésor - 91 jours	0,08%	0,22%	0,48%	1,00%	0,72%	1,97%
Obligations						
DEX - Univers	1,68%	2,09%	7,32%	9,67%	7,26%	6,37%
DEX - Court terme (1 à 5 ans)	0,48%	0,51%	2,83%	4,65%	4,25%	5,07%
DEX - Adapté gestion privée ¹	0,99%	1,09%	4,88%	7,13%	6,04%	5,95%
DEX - Moyen terme (5 à 10 ans)	1,75%	1,96%	7,94%	10,85%	8,72%	7,28%
DEX - Long terme (+ de 10 ans)	3,67%	4,94%	15,27%	18,13%	11,93%	8,29%
Indices boursiers nord-américains						
Canada - S&P/TSX	-1,70%	3,59%	-8,86%	-8,71%	13,18%	1,30%
États-Unis - Standard & Poor's 500	0,82%	9,31%	1,54%	4,40%	7,46%	-2,94%
États-Unis - Dow Jones	1,37%	10,25%	5,24%	10,81%	8,20%	-0,39%
Indices boursiers internationaux						
MSCI - E.A.E.O. ²	-1,15%	1,02%	-11,76%	-10,17%	1,38%	-7,29%
Devises						
\$ CAN versus \$ É.-U.	-0,38%	2,76%	-6,01%	-2,34%	5,72%	2,61%

au 31 décembre 2011
Source : Bloomberg
* Rendement total annuel composé
¹ DEX Univers pondéré avec 60 % court terme et 40 % moyen terme
² Morgan Stanley Capital Index - Europe, Australie et Extrême-Orient

Économie

L'année 2011 a été fortement mouvementée sur les plans économique, politique et financier. Plusieurs événements majeurs ont éprouvé les investisseurs en causant un climat de forte volatilité. Dans les lignes suivantes, un bref por-

trait des événements marquants de 2011 sera dressé et mis en relation avec les perspectives économiques pour 2012.

L'année 2011 a débuté avec les tensions géopolitiques en Afrique du Nord. Les révoltes ont commencé en Tunisie, pour ensuite s'étendre à l'Égypte, à la Libye et à d'autres pays du Moyen-Orient. Globalement, l'une des conséquences du printemps arabe a été l'augmentation du prix du baril de pétrole, occasionnée par la perturbation de l'approvisionnement dans certains pays ainsi que les risques d'escalade des conflits dans les autres pays producteurs. Pour l'économie mondiale, une hausse des coûts d'énergie entraîne une hausse des coûts de fabrication et de transport, ce qui signifie une hausse du prix de la plupart des biens et services. Pour 2012, nous surveillerons de près la situation sévissant au Moyen-Orient, qui, à la suite des sanctions imposées à l'Iran par l'ONU sur son programme nucléaire, menace de fermer le détroit d'Ormuz. C'est par ce passage que transite le pétrole en provenance de l'Arabie Saoudite, de l'Iran, des Émirats Arabes Unis, du Koweït et de l'Irak. Sa fermeture engendrerait une flambée du prix du baril de pétrole, ce qui serait négatif pour l'économie mondiale.

Le 11 mars dernier, un séisme de magnitude 8,9 frappa le Japon, provoquant un tsunami dévastateur. Des incendies ont été déclarés dans des centrales nucléaires tandis que des entreprises, comme Toyota, annonçaient la fermeture de certaines de leurs usines. Sur le plan économique, cette catastrophe s'est traduite par une rupture des chaînes d'approvisionnement et par une diminution de la croissance économique pour l'année en cours. À plus long terme, cependant, les efforts de reconstruction engendreront un regain économique.

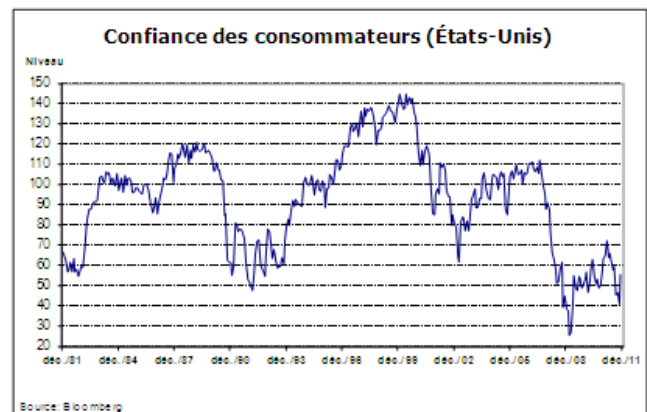
En avril, la Chine et l'Inde haussèrent leur taux directeur afin de juguler des taux d'inflation élevés. Évidemment, un resserrement du crédit est un frein à la croissance économique, mais permet l'atteinte d'une meilleure stabilité sur un horizon plus long. Ces politiques monétaires un peu plus restrictives devront donc être surveillées de près en 2012, pour voir si elles atteindront leur objectif de réduction du niveau des prix des biens et services tout en permettant à l'économie de poursuivre sa croissance. Par ailleurs, l'un des risques importants associés à un ralentissement de la croissance en Chine est le comportement du secteur immobilier. Les secteurs bancaires et immobiliers chinois présentent donc des risques non négligeables.

L'un des principaux événements de 2011 a été la crise de la dette européenne. Après s'être propagée de la Grèce et l'Irlande vers le Portugal, l'Espagne et l'Italie, elle a ébranlé le secteur bancaire européen, dont une grande partie du capital est composée d'obligations de ces pays en

difficulté. La réaction des gouvernements a été lente et cela a mis en évidence les lacunes entourant la structure décisionnelle de l'union monétaire européenne. Certaines mesures mises en place par la Banque centrale européenne ont permis d'éviter un gel des marchés du crédit, mais beaucoup d'incertitude demeure sur le rôle que prendra la Banque centrale dans les prochains mois. Cette dernière semble maintenant remettre en question son objectif de lutte contre l'inflation, en considérant davantage les scénarios déflationnistes. Ce changement d'attitude est positif pour l'économie car il implique que des mesures d'assouplissement quantitatif pourraient voir le jour, ce qui dévaluerait l'euro et rendrait les entreprises européennes plus compétitives. Toutefois, les taux de financement de plusieurs pays de cette zone sont toujours à des niveaux élevés et difficilement soutenables. De plus, les mesures d'austérité, adoptées par plusieurs pays, leur permettront peut-être d'assainir leur bilan, mais ces coupures massives se feront au détriment de la croissance économique. Les moyens mis en œuvre jusqu'à maintenant ont permis d'éviter une crise du crédit de l'ampleur de celle vécue en 2008. Si les mesures monétaires requises continuaient d'être déployées et que la confiance des investisseurs revenait, la situation pourrait alors se stabiliser. Malgré cela, l'endettement excessif demeurera en trame de fonds pour plusieurs années et l'Europe continuera de prendre une place importante dans les nouvelles financières.

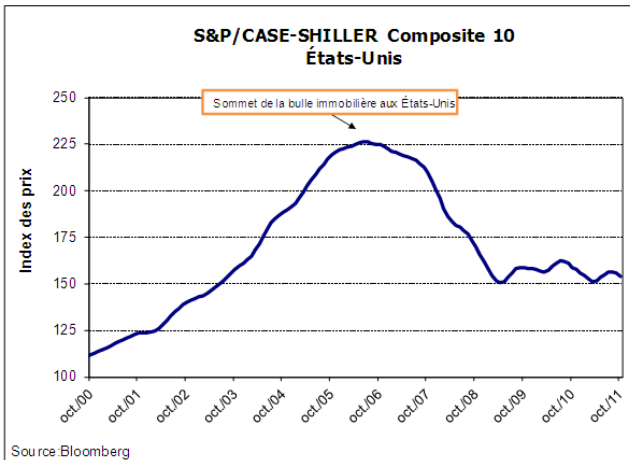
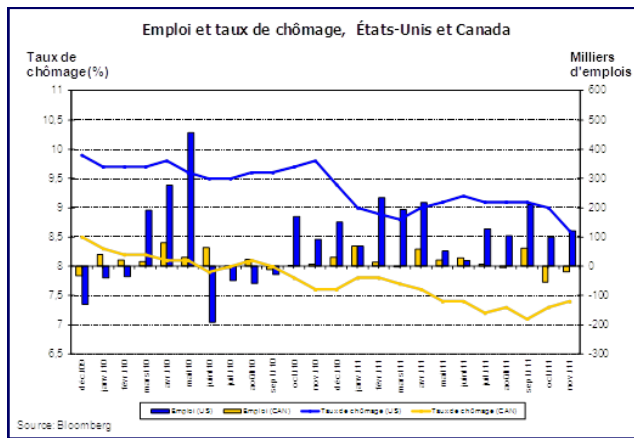
Le débat autour du rehaussement du plafond de la dette aux États-Unis a fortement marqué l'actualité au deuxième semestre. L'incertitude qu'a provoquée ce blocage politique, jumelée aux troubles financiers de l'Europe, a causé une hausse fulgurante de la volatilité dans les marchés boursiers mondiaux. Le débat politique chez nos voisins du Sud continuera à faire les manchettes, 2012 étant une année d'élection présidentielle.

Le graphique suivant, présentant l'évolution du niveau de confiance des consommateurs américains, montre deux faits importants : le niveau de confiance est toujours très



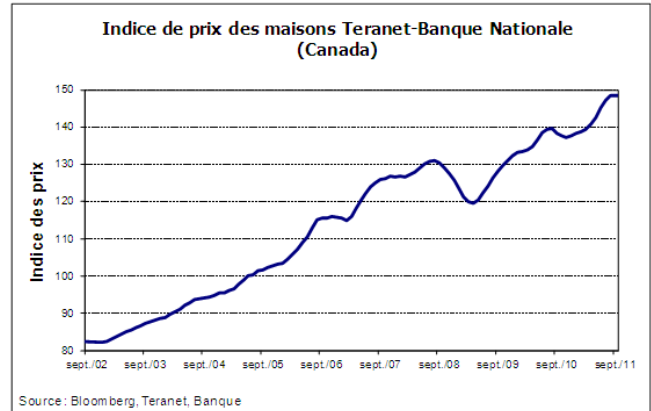
faible par rapport au niveau observé lors des 30 dernières années, et les reprises de l'indice depuis 2008 sont fragiles et de courte durée. Cette absence de confiance pourrait se poursuivre tant qu'il n'y aura pas de reprise économique soutenue en vue, ni de baisse marquée du taux de chômage.

Toujours au sud de la frontière, certaines statistiques économiques tendent à s'améliorer, mais nombre d'entre elles sont encore près de leur creux historique. La situation de l'emploi a fait des progrès, sans pour autant permettre au secteur immobilier de sortir de sa torpeur. À l'instar des États-Unis, le taux de chômage canadien était en hausse au mois de novembre.



Étant donné le caractère cyclique de plusieurs entreprises canadiennes, notre économie pourrait subir les contre-coups d'un fléchissement de la croissance mondiale en 2012. Les tensions géopolitiques pourraient profiter au secteur de l'énergie, mais nuiraient à l'économie dans son ensemble. Depuis des années, le secteur immobilier cana-

dien performe remarquablement bien, notre situation économique enviable ainsi que les politiques monétaires accommodantes mises de l'avant par la Banque du Canada en étant les principales raisons.



En résumé, les sources de risque demeureront nombreuses en 2012, et l'assainissement des bilans des particuliers et des gouvernements prendra encore plusieurs années. Les reprises économiques dans plusieurs pays seront plus fragiles que par le passé et les risques de récession, plus élevés. La confiance des consommateurs et des investisseurs restera fragile. Finalement, les banques centrales continueront leurs efforts pour renflouer le système monétaire, ce qui est généralement bon pour les actifs positivement corrélés à l'inflation. En même temps, le désendettement des ménages se poursuivra et de nouvelles mesures d'austérité verront le jour, ce qui est déflationniste et donc une force opposée aux politiques monétaires mises de l'avant. Ainsi, des hausses de volatilité sporadiques sont à prévoir pour les mois à venir.

Titres à revenu fixe

Une autre année où les rendements des obligations ont été fort intéressants. L'indice DEX Univers a enregistré une performance de 9,67 % en 2011. La composante provinciale a connu une augmentation de 13,17 %, les titres fédéraux, une avancée de 8,41 % et les titres corporatifs fermant la marche à 8,24 %. L'an dernier, plus la durée du portefeuille était longue, meilleur était le rendement. En effet, la composante long terme (10 ans et plus) de l'indice DEX a procuré un rendement de 18,13 %, le moyen terme (5 à 10 ans) de 10,85 % et le court terme (1 à 5 ans) de 4,65 %.

D'un côté, plusieurs observateurs pensent que le climat économique continuera de se détériorer en Europe et qu'une récession importante est le scénario qu'on doit envisager. Ce sera probablement le thème principal en début

d'année et dans cette optique, des gestes concrets des autorités devront être instaurés afin de rassurer les investisseurs. D'un autre côté, prenons l'exemple de l'Italie qui devra faire face à de gros emprunts dans les prochains mois et qui a annoncé des mesures radicales pour équilibrer son budget en 2013, alliant compressions de dépenses et ponctions fiscales, remise en vigueur de taxes foncières, ventes de propriétés d'État, privatisation de sociétés publiques et allègements fiscaux pour favoriser l'embauche des femmes et des jeunes. Et finalement, depuis que M. Berlusconi s'est fait montrer la sortie, et que M. Monti et son groupe de technocrates ont pris les rênes du pays, les taux exigés pour les obligations ont nettement baissé, même s'ils demeurent encore élevés. C'est le genre de décision que les dirigeants des autres pays devront appliquer afin de colmater et de résoudre le problème de la dette. Il est évident que ces gestes auront des répercussions sur la croissance économique future mais c'est probablement le prix à payer pour les exagérations du passé.

Performances des obligations au 31 décembre 2011				
	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*
Univers Gouvernement	2,26%	8,03%	10,20%	6,03%
Univers	2,09%	7,32%	9,67%	7,26%
Canada	1,38%	6,51%	8,41%	4,47%
Provinces	3,68%	10,53%	13,17%	8,76%
Municipalités	2,66%	8,52%	11,55%	8,62%
Corporations	1,61%	5,39%	8,24%	10,54%
Court terme (1 à 5 ans)	0,51%	2,83%	4,65%	4,25%
Moyen terme (5 à 10 ans)	1,96%	7,94%	10,85%	8,72%
Long terme (+ de 10 ans)	4,94%	15,27%	18,13%	11,93%

Source : Dex Univers
*Rendement annuel composé

Du côté canadien, la plupart des provinces ont publié une mise à jour de leur situation budgétaire au quatrième trimestre. Leurs finances ont quelque peu souffert du fait que les croissances ont été un peu en deçà des prévisions, mais l'effet a été diminué par les faibles taux d'intérêt observés. La Colombie-Britannique a révisé son déficit à la hausse à la suite des paiements au trésor fédéral après le référendum sur la taxe de vente harmonisée. Du côté du Québec, l'impact aura été moins prononcé grâce à des droits miniers accrus, à la réduction du service de la dette et à des entrées de fonds provenant du gouvernement fédéral, conséquence de l'harmonisation de la taxe de vente. L'Ontario a connu une révision à la baisse de sa note par Moody's qui l'a assorti d'une perspective négative et non plus stable, ce qui nous rappelle que les ministres des finances devront faire preuve d'une grande discipline et non de relâchement.

Nous avons en cours d'année, et ce, à la lumière des développements économiques mondiaux, augmenté l'échéance moyenne et la durée des portefeuilles, tout en favorisant les titres gouvernementaux. Cette stratégie aura été fructueuse et nous la maintenons en ce début d'année. Une poursuite de l'embellie économique aux États-Unis et des nouvelles encourageantes provenant de l'Europe auront comme conséquence de provoquer des hausses des taux d'intérêt en 2012. Nous entrevoyons alors réduire notre durée et aussi notre surpondération dans les titres gouvernementaux pour ajouter des investissements dans les titres corporatifs, ceux-ci devant être favorisés dans ce contexte.

Marchés boursiers nord-américains

La bourse canadienne a connu une bonne performance jusqu'au printemps puis s'est repliée en raison des appréhensions liées à l'Europe et de la possibilité d'une récession; à mesure qu'approchait la fin de l'année, elle a glissé en territoire négatif. Notre choix de titres aura permis de dégager des rendements supérieurs à l'indice malgré le fait que nous étions sous-pondérés dans les compagnies d'or, ces entreprises ayant pour la plupart surpassé la performance du marché de Toronto.

En 2012, nous pensons que la croissance de l'économie et des bénéfices des sociétés restera modérée ce qui devrait permettre à la bourse canadienne d'enregistrer un rendement intéressant par rapport aux obligations. Nous prévoyons une progression du marché canadien entre 7 et 10 %. Les secteurs un peu moins sensibles à la conjoncture devraient figurer parmi les meilleurs. En ce début d'année, nous continuons à mettre l'accent sur des entreprises qui connaissent une bonne croissance de leurs dividendes. Les titres bancaires demeurent favorisés dans le secteur financier, mais nous suivrons de près l'évolution des compagnies d'assurance; celles-ci ont moins bien performé que les banques, mais un retournement pourrait avoir lieu en cours d'année. Une hausse des taux d'intérêt serait un facteur bénéfique pour la profitabilité de ces sociétés.

En ce qui concerne le marché boursier américain, il semble y avoir consensus à l'effet que l'indice S&P 500 se transige à une évaluation raisonnable actuellement. Le ratio cours / bénéfices normalisé des 10 dernières années se situe légèrement au-dessus de 20 fois et celui des 5 dernières années, à 18,5 fois. Cela se compare à un ratio de 18,4 fois depuis 1957 et à celui de 16,5 fois depuis 1926. Nous sommes confortables avec l'évaluation actuelle et, contrairement à la majorité des prévisionnistes, nous pensons que le marché américain risque de mieux faire en première partie de l'année. Le momentum de croissance des bénéfices semble se poursuivre, et nous

observons depuis quelque temps une amélioration de l'économie chez nos voisins du Sud. Le rendement des bénéfices du marché se situe à 8 % actuellement comparativement à des taux d'intérêt sur les obligations gouvernementales de 10 ans à 2 %. Cet écart est le plus élevé depuis les 25 dernières années et fournit un support important en période de volatilité.

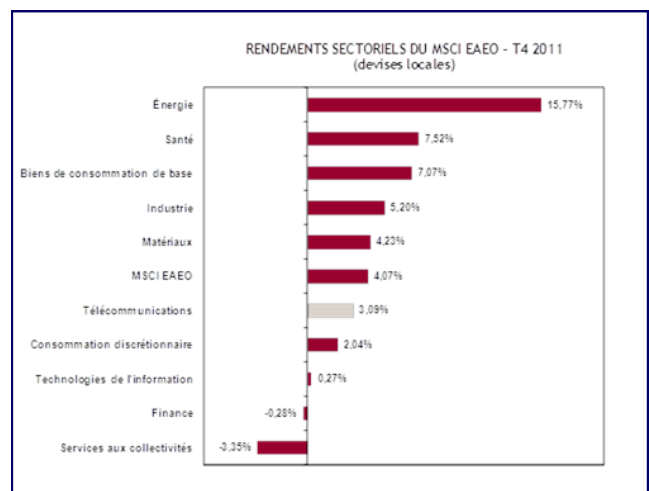
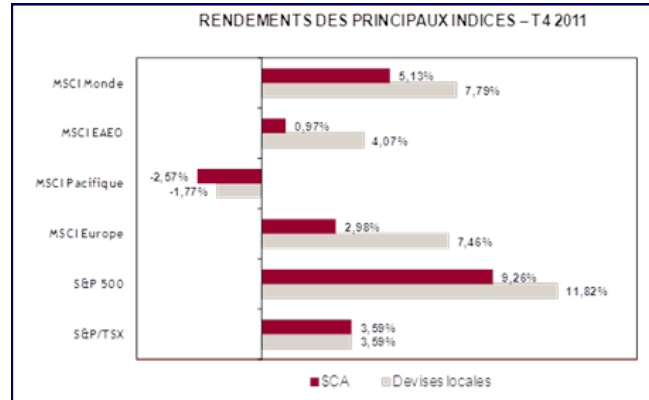
Marchés boursiers internationaux ⁽¹⁾

Revue du marché et de la performance

L'année 2011 a été riche en embûches de toutes sortes pour les investisseurs. Les catastrophes naturelles, les soulèvements de populations, les renversements de gouvernements, la crise de dette souveraine en Europe et l'accroissement des risques de récession ont tracé une toile de fond empreinte de volatilité pour les marchés financiers. Dans ce contexte difficile, le repli de l'indice MSCI EAEO pour l'année se chiffre à -12,15 %, en devises locales.

Plusieurs épisodes d'inquiétude et d'espoir au sujet de la crise européenne se sont succédé au cours du quatrième trimestre. De façon générale, les bourses montaient par anticipation avant les réunions d'urgence des États européens, puis celles du G7 et du G20, et elles se repliaient par la suite. On a observé le même phénomène au cours des saisons d'annonces de résultats par les entreprises; les investisseurs étaient temporairement rassurés par les profits rapportés (les actions ont bondi de 14 % en octobre), puis les indices boursiers ont chuté à nouveau lorsque l'attention s'est retournée vers l'environnement macro hostile et le manque de « visibilité » qu'il impliquait pour les profits futurs. Au cours du dernier trimestre de l'année, le marché du Pacifique s'est replié de 1,77 % pendant que l'Europe progressait de 7,47 %, permettant à l'indice MSCI EAEO de terminer la période avec une avance de 4,07 %, en devises locales.

Notre allocation par pays et par devise a été la plus importante source de valeur ajoutée au cours du trimestre. Plus spécifiquement, les sous-pondérations du yen et de l'euro ont contribué significativement à la performance relative pendant cette période. Au chapitre des contributions négatives, mentionnons la sous-pondération de l'Europe qui a retranché quelques points de performance. Pour l'ensemble de l'année, la majorité de la valeur ajoutée provient de notre stratégie de pondération sectorielle. À titre d'exemples, les décisions de surpondérer les produits pharmaceutiques en Europe et les services de télécommunication en Asie ont porté fruit, tout comme notre sous-pondération des banques commerciales européennes.



Perspectives et stratégie

Nous nous attendons à ce que la croissance mondiale ralentisse significativement en 2012. Le consensus espère un « découplage » de la zone euro, un scénario selon lequel seule cette région serait en récession pendant que le reste du monde bénéficierait d'une croissance quasi-normale. Dans un monde aussi intégré que celui d'aujourd'hui, cette éventualité est peu probable. Les cycles récents, et même le tsunami japonais de 2011, nous ont rappelé à quel point les économies régionales sont interdépendantes. Si la zone euro - deuxième économie mondiale en importance et trois fois la taille de l'économie chinoise - est en récession en 2012, la croissance sera affectée mondialement. Notre scénario économique est donc nettement moins optimiste que celui du consensus. Selon nous, la récession en Europe sera sévère et paneuropéenne. Par son ampleur, elle rivalisera avec la « grande récession américaine » de 2008-2009 et elle entraînera bien des pays dans son sillage.

