

Juillet 2009

Dans ce numéro...

Page 1

- Autour du monde : L'économie mondiale sur la voie de la reprise
- États-Unis : Sortie d'une longue et douloureuse récession

Page 2

- Marchés financiers : Après la pluie, le beau temps
- Canada : Une récession inégale selon les secteurs et les régions
- Nos prévisions

Page 3

- Répartition cible de l'actif : Modifications à la composante Actions
- Répartition de l'actif : Pousses vertes – Gare à l'indigestion

Page 4

- Portefeuilles modèles, répartition de l'actif, diversification par pays et durée pour cinq profils d'investisseurs différents

AUTOUR DU MONDE

L'économie mondiale sur la voie de la reprise

Les économies du globe se ressentent encore des contrecoups de la tourmente déclenchée en août 2007 avec les difficultés des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis, et qui s'est transformée en une véritable crise financière mondiale pendant l'automne 2008, lorsque s'est effondrée la maison de courtage américaine Lehman Brothers. Cette crise du crédit, inédite par son étendue et sa profondeur, a mis à mal l'ensemble du système financier, non seulement dans les pays industrialisés mais aussi dans les nations émergentes.

Du fait de la baisse d'activité que subissent en même temps tous les grands blocs, le monde traverse sa première contraction économique depuis la Deuxième Guerre mondiale. Selon le FMI, à peu près 75 % des économies de la planète verront leur PIB réel par habitant reculer cette année.

Heureusement, dans une atmosphère de concertation sans précédent, les autorités de nombreux

pays ont institué des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes et des mesures de relance du crédit. Depuis le sommet du G20 en avril, les tensions s'atténuent sur les marchés des capitaux. Et les échanges commerciaux recommencent à augmenter.

L'indicateur économique avancé calculé par l'OCDE pour les grands pays industrialisés a fait un bond de 0,5 % en avril, sa plus forte hausse depuis décembre 2003. C'est d'autant plus encourageant que le rapport fait état d'une embellie généralisée. Notre indice de diffusion à un mois, qui porte sur 23 pays, a largement dépassé le seuil clé de 50 pour la première fois en deux ans. Le scénario le plus probable à nos yeux est l'apparition d'un plus grand nombre de signes avant-coureurs de renouveau économique. Un mouvement de reprise devrait commencer à se concrétiser au second semestre de 2009, ouvrant la voie à une expansion de 3 % en 2010.

ÉTATS-UNIS

Sortie d'une longue et douloureuse récession

Continuant à subir les effets de l'effondrement du secteur de l'habitation et des pressions à la baisse qui s'exercent sans relâche sur les prix de l'immobilier résidentiel, l'économie américaine a sans doute traversé la phase la plus aiguë de la crise au cours des six derniers mois.

Les temps restent durs aux États-Unis. Environ 4 % des travailleurs ayant perdu leur emploi à ce jour, l'évolution du marché du travail a été pire que lors de la dernière récession grave, celle de 1982. Même s'il est probable que les pertes d'emplois mensuelles soient moins lourdes à l'avenir, les rangs des chômeurs ne cessent de grossir et le taux de chômage devrait poursuivre son escalade jusqu'à la fin de 2009 pour culminer aux alentours de 10 %.

Ce qui a fait la différence, ce sont les interventions énergiques de la Réserve fédérale et de l'administration américaines. La Fed, qui avait épuisé ses munitions monétaires classiques en baissant son taux directeur près de zéro, avait d'autres ressources : dans un geste encore plus atypique, la banque centrale américaine a pris la décision de gonfler son bilan en rachetant des actifs en circulation. Le but de cette détente quantitative – comme on appelle ce

genre d'intervention hors du commun – est d'injecter de la liquidité dans l'économie quand il n'est plus possible d'abaisser le loyer de l'argent. La Fed a ainsi lancé son programme TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) en mars afin d'acquiescer en tout pour 1,25 billion de dollars de titres adossés à des actifs et annoncé l'intention de racheter jusqu'à 300 milliards de dollars de valeurs du Trésor à long terme, déclenchant une véritable ruée sur les obligations d'État. L'objectif était de maintenir les taux longs à des niveaux bas, dans l'espoir d'apporter un soutien nécessaire à l'économie en général et au secteur de l'habitation en particulier.

Le Trésor américain met aussi l'épaule à la roue par des mesures budgétaires. L'État est ainsi intervenu à de multiples reprises dans plusieurs secteurs d'activité et a pris ces derniers mois un nombre impressionnant de mesures de relance.

Certes, on prévoit encore que l'économie des États-Unis sera de nouveau en décroissance au deuxième trimestre de 2009, mais à un rythme qui sera loin de celui des six derniers mois. Dans notre scénario, l'activité économique devrait reprendre de façon modeste au second semestre.

Après la pluie, le beau temps

Les premiers mois de 2009 ont été aussi sinistres que les derniers de 2008. À la mi-mars, l'indice S&P 500 avait perdu 56 % depuis son point culminant d'octobre 2007 – le pire cycle baissier depuis les années 1930. Les bourses d'Amérique du Nord ont ensuite regagné plus de 40 % en quelques semaines.

Cette reprise du printemps était motivée par l'espoir que l'économie se redresse et que les bénéfices des sociétés repartent à la hausse. Espérons que ces attentes ne seront pas déçues.

Les résultats du premier trimestre avaient été désespérément mauvais, en recul de plus de 35 % des deux côtés de la frontière. Et les deuxième et troisième trimestres devraient aussi être à la baisse. Si les prévisions majoritaires se concrétisent, il faudra attendre le dernier trimestre de cette année pour que les profits montent au-dessus de leurs niveaux d'un an plus tôt. Les investisseurs devront donc s'armer de patience.

Toutefois, les nuages obscurcissant l'horizon

des bénéfiques se dissipent. On sait qu'en matière de consensus, les révisions à la baisse sont la norme, les révisions à la hausse, l'exception. Or, le mois dernier, les analystes ont majoré leurs prévisions de résultats sur 12 mois pour les sociétés du S&P 500, ce qui ne s'était pas vu depuis octobre 2007. Et les révisions à la hausse dépassent maintenant celles à la baisse.

Les analystes des actions américaines pensent que les bénéfiques du S&P 500 seront, en 2009, en retrait de 12,2 % sur ceux de 2008. Au Canada, il y a consensus autour d'un repli de 27,1 % des profits du S&P/TSX cette année. Ces fortes baisses concordent avec les épisodes de récession passés. Il pourrait en être tout autrement des deux prochaines années. Les analystes prévoient une croissance des bénéfiques de près de 25 % en 2010 et de 20 % à 22 % en 2011. Mais ces attentes très élevées pourraient être déjouées par un durcissement des réglementations et par une moindre prise de risques de la part

des banques.

Malgré la vigueur de la dernière reprise boursière, nous préférons toujours les actions aux valeurs à revenu fixe. N'oublions pas qu'il reste un bon potentiel de hausse en bourse. L'indice S&P500 se situe à 40 % sous son point culminant de novembre 2007 (1565) et l'indice S&P/TSX reste à près de 30 % sous son dernier sommet.

Le récent repli a fait baisser les évaluations des actions américaines à leurs plus bas niveaux depuis des années. Le ratio cours/bénéfice des 12 derniers mois du S&P 500 se situe maintenant à 14,7 seulement. Même chose au Canada, où ce ratio C/B est de 13,5. Les évaluations boursières nord-américaines demeurent donc acceptables même si les cours viennent de flamber.

Les bourses étant plus volatiles qu'auparavant, les inquiétudes économiques et géopolitiques pourraient en menacer le redécollage. La voie de reprise ne sera pas linéaire. Mais la récente remontée des cours n'est pas incompatible avec notre scénario pour l'économie mondiale. À moyen terme, les marchés boursiers devraient s'orienter à la hausse, alors que les investisseurs commencent à anticiper la prochaine expansion économique et le retour de la création d'emplois.

CANADA

Une récession inégale selon les secteurs et les régions

Le Canada n'a pas été épargné par la crise financière et par le retournement conjoncturel aux États-Unis, son PIB réel enregistrant son plus fort recul depuis la récession de 1990-1991. Plus de 360 000 Canadiens ont perdu leur emploi depuis le sommet d'avant la crise, et le taux de chômage reste orienté à la hausse. Néanmoins, la situation de l'emploi au Canada n'est pas aussi mauvaise que celle au sud de la frontière ni que pendant les récessions passées. Dans l'ensemble, l'hémorragie a été moins dévastatrice que durant les crises de 1990-1991 et de 1981-1982, qui avaient vu respectivement 3,5 % et 5,4 % des travailleurs canadiens perdre leur emploi, contre 2,1 % jusqu'à présent cette fois-ci.

La crise actuelle se distingue aussi par une grande asymétrie régionale et sectorielle. L'érosion du secteur de la fabrication a eu des répercussions inégales, parce que certaines provinces sont moins exposées aux chocs en provenance des États-Unis et aux difficultés financières et que certains secteurs d'activité sont plus vulnérables que d'autres. C'est ainsi que l'économie de l'Ontario a été durement ébranlée, à cause du marasme dans l'industrie automobile dont elle est le berceau au Canada.

Même si elle paraît extrêmement profonde à première vue, la récession que vit actuellement le Canada est beaucoup moins grave que les deux précédentes. Une des raisons qui a contribué à amortir le coup est que, contrairement aux autres grandes banques centrales, les autorités monétaires canadiennes ont commencé à réduire leur taux directeur dès que les États-Unis ont basculé. Aussi, la Banque du Canada a amorcé sa détente douze mois avant le retournement de conjoncture ici, alors que la Réserve fédérale avait commencé à le faire seulement quatre mois avant le début de la récession là-bas.

L'économie canadienne bénéficiera aussi de la vive remontée des prix des ressources naturelles au deuxième trimestre. En grande partie grâce aux politiques économiques les plus expansionnistes des 80 dernières années, les prix mondiaux des matières premières ont redécollé depuis quelques mois. Au moment de la rédaction de ces lignes, le pétrole brut se vendait à environ 70 \$US le baril, soit près de 125 % de plus que son plancher de février dernier. Il en a été de même pour les prix des produits non énergétiques, comme en témoigne l'indice des métaux du CRB (*Commodity Research Bureau*) qui a regagné plus de 25 % depuis son dernier creux.

NOS PRÉVISIONS

	PRÉVISIONS			
	2007	2008	2009	2010
Produit intérieur brut %				
Canada	2,7	0,5	(1,4)	2,5
États-Unis	2,0	1,1	(2,3)	2,4
Inflation %				
Canada	2,2	2,4	0,5	2,0
États-Unis	2,9	3,8	(0,9)	1,8
19 juin 2009 Juin 2010				
Taux à court terme (Bons du Trésor, 91 jours)				
Canada		0,30		1,42
États-Unis		0,19		1,67
Taux obligataires – 10 ans %				
Canada		3,51		4,08
États-Unis		3,79		4,44
Taux obligataires – 30 ans %				
Canada		3,96		4,45
États-Unis		4,54		4,94
Dollar canadien		0,88 \$U.S.		0,87 \$U.S.
S&P / TSX – Rotation sectorielle				
	Surpondérés		Sous-pondérés	
Consommation discrétionnaire			Énergie	
Finance			Matériaux	
Technologie de l'information			Services publics	

Modifications à la composante Actions

La dernière page de *Stratégie de placement* présente une mine d'informations sur les répartitions d'actifs recommandées pour les portefeuilles modèles qui correspondent à nos cinq profils d'investisseurs. Nous commençons par une brève description du profil, puis nous précisons la pondération minimum et maximum de chaque catégorie d'actifs, ce qui détermine la latitude dont disposent nos stratégies pour adapter les portefeuilles aux conditions du marché. Ensuite, nous attribuons des pondérations cibles aux actifs, un processus parfois appelé répartition stratégique de l'actif. Dans des conditions de marché neutres, cette répartition cible doit permettre aux investisseurs correspondant à ces profils d'atteindre leurs objectifs à long terme, tout en respectant leur niveau de tolérance au risque. La répartition cible de l'actif sert en fait à communiquer notre vision de la structure de portefeuille optimale pour chacun de nos cinq profils. Cette vision ne change pas très souvent, puisque nous pensons que, pour investir avec succès, il faut adopter une approche à long terme. En fait, nous n'avons pas modifié sensiblement nos répartitions cibles depuis près de dix ans.

À l'occasion, pour mieux positionner les portefeuilles modèles en fonction de l'état du marché, nos stratégies suggèrent de petits ajustements à la composition de l'actif. Ces recommandations sont plutôt d'ordre tactique, puisqu'elles portent sur des ajustements qui, selon nous, vous permettront de tirer parti d'occasions à plus court terme ou de réduire le risque en prévision d'une correction. Par conséquent, nos pondérations recommandées varieront d'un trimestre à l'autre, mais les changements seront relativement mineurs – habituellement de l'ordre de 2 à 3 % dans un sens ou dans l'autre. Après tout, mieux vaut avoir à peu près raison que tout à fait tort.

Ce trimestre-ci, nous modifions la répartition géographique de la composante Actions de cette répartition cible de l'actif en augmentant la pondération des actions canadiennes et en réduisant proportionnellement notre exposition aux placements alternatifs et aux actions des États-Unis et de la région EAEO. Deux raisons motivent ces changements.

Premièrement, Banque Nationale Groupe financier a récemment effectué une importante restructuration, créant trois secteurs d'activités distincts. L'un d'entre eux est la Gestion de

patrimoine qui regroupe notre société de gestion de portefeuilles institutionnels, l'ensemble de nos fonds communs de placement et responsables de produits à gestion déléguée, notre société de fiduciaire, notre division de services aux particuliers et un certain nombre d'autres unités opérationnelles. La mise en commun de tout ce savoir-faire vise à améliorer l'efficacité et à mieux employer notre bassin de talents. Un des premiers avantages de cette restructuration a été la création d'un comité de répartition de l'actif qui fait la synthèse des idées de nos unités de Gestion de patrimoine ainsi que de notre équipe Économie et Stratégie et donne des orientations pour l'ensemble de Banque Nationale Groupe financier. Nous sommes heureux d'annoncer que les décisions concernant la répartition de l'actif présentées dans *Stratégie de placement* émaneront désormais de ce comité. Les petits changements à la répartition cible de l'actif mentionnés ci-dessus traduisent le transfert des décisions de répartition d'actifs à ce nouveau comité.

Deuxièmement, l'économie mondiale a subi une profonde transformation au cours de la dernière décennie, et l'effet doit être intégré dans nos portefeuilles modèles. Des pays comme la Chine et l'Inde développent rapidement leurs infrastructures et leur base manufacturière et, comme leurs immenses populations aspirent à

des biens de consommation que nous tenons pour acquis en Occident, la demande d'énergie et de matières du Canada devrait être très forte au cours des prochaines années, une fois que nous émergerons de la récession mondiale actuelle. En outre, le système bancaire canadien a gagné une crédibilité formidable dans le monde au cours de la crise, ce qui, à notre avis, placera les institutions bancaires canadiennes en meilleure posture par rapport à leurs concurrentes sur le marché mondial. L'énergie, les matériaux et les services financiers représentent plus de 70 % de la capitalisation de l'indice S&P/TSX et nous prévoyons qu'à l'avenir, le marché boursier du Canada retiendra de plus en plus l'attention des investisseurs institutionnels du monde.

Dans les retouches apportées à nos répartitions cibles d'actifs, nous avons cherché à maintenir notre division entre les actions et les obligations, de façon à ne pas altérer les caractéristiques globales de risque/rendement de nos portefeuilles modèles. Cela veut dire bien sûr que l'augmentation de notre proportion d'actions canadiennes se fait au détriment des autres catégories d'actions ou d'actifs représentatifs d'actions – en l'occurrence, les actions américaines et celles de la région EAEO, de même que les placements alternatifs.

RÉPARTITION DE L'ACTIF

Pousses vertes – Gare à l'indigestion

Il est difficile d'ouvrir un journal sans tomber sur des références aux fameuses pousses vertes popularisées par le président de la Réserve fédérale américaine. Dans ce contexte, ces pousses évoquent les signes précurseurs d'un redressement des économies d'Amérique du Nord et, dans une moindre mesure, du reste du monde. Bien sûr, la perspective d'une sortie de crise est saluée avec enthousiasme – la récession a eu un impact brutal sur de nombreux secteurs de notre économie et toute information annonçant sa fin est un motif de réjouissance.

Cela dit, les investisseurs ne devraient pas faire de ces signes précurseurs le principal déterminant de la répartition des actifs de leur portefeuille. Rappelons que les marchés financiers sont des indicateurs avancés – on sait, par exemple, que les actions ont tendance à repartir à la hausse au moins six mois avant que l'économie se redresse. Dans le cas présent, l'indice

S&P/TSX a bondi de près de 35 % depuis le 9 mars, donc ceux qui penseraient que ces pousses vertes signalent une occasion de faire le plein d'actions pour réaliser quelques profits rapidement arrivent un peu tard. La fête n'est pas finie, mais il reste beaucoup moins à gagner qu'il y a quatre mois, lorsque les titres boursiers avaient atteint leur niveau le plus bas en 5 ans.

Nous avons mentionné les changements que nous avons apportés à notre portefeuille cible – ou nos répartitions stratégiques d'actifs à long terme. Expliquons maintenant nos recommandations à plus court terme, d'un point de vue tactique. Nous avons actuellement une position légèrement surpondérée en actions et, sur le plan géographique, nous favorisons le Canada et les États-Unis et sous-pondérons l'Europe et l'Extrême-Orient. À ce stade-ci, nous privilégions les sociétés cycliques précoces dans les

(SUITE À LA PAGE 4)

PORTEFEUILLES MODÈLES

Portefeuille revenu

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.

Catégorie d'actifs	Minimum/Maximum	Repère	Pondération recomm.
Encaisse	0 % à 20 %	10 %	10 %
Revenu fixe (durée : 5,8 ans) ¹	60 % à 100 %	70 %	68 %
Actions – Canada	0 % à 30 %	10 %	11 %
Actions – États-Unis		5 %	6 %
Actions – pays étrangers		5 %	5 %

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 %	4 %
Revenu fixe (durée : 5,8 ans) ¹	50 % à 80 %	60 %	58 %
Actions – Canada	20 % à 45 %	20 %	22,5 %
Actions – États-Unis		7,5 %	9,5 %
Actions – pays étrangers		7,5 %	6 %

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 %	4 %
Revenu fixe (durée : 5,8 ans) ¹	30 % à 65 %	45 %	43 %
Actions – Canada	30 % à 65 %	25 %	28 %
Actions – États-Unis		10 %	12 %
Actions – pays étrangers		10 %	8 %
Placements alternatifs ²	0 % à 15 %	5 %	5 %

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 %
Revenu fixe (durée : 5,8 ans) ¹	25 % à 45 %	35 %	30 %
Actions – Canada	40 % à 75 %	25 %	30 %
Actions – États-Unis		15 %	18 %
Actions – pays étrangers		15 %	12 %
Placements alternatifs ²	0 % à 20 %	10 %	10 %

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 %
Revenu fixe (durée : 5,8 ans) ¹	0 % à 30 %	20 %	15 %
Actions – Canada	55 % à 100 %	25 %	29 %
Actions – États-Unis		20 %	23 %
Actions – pays étrangers		20 %	18 %
Placements alternatifs ²	0 % à 25 %	15 %	15 %

1) Comprend les obligations traditionnelles et à rendement réel. Repère = 75 % Indice SC 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

(SUITE DE LA PAGE 3 « Répartition de l'actif »)

services financiers, la technologie de l'information, la consommation discrétionnaire et les télécommunications. Bien que les ressources naturelles soient habituellement à la traîne dans les reprises de fin de récession, la Chine a augmenté sa production en prévision d'un redémarrage aux États-Unis; nous surveillons donc ce secteur de près, à l'affût de points d'entrée. Les ressources naturelles pourraient commencer à

dépasser le reste du marché plus tôt que dans les reprises antérieures.

Avec une position en encaisse neutre, la légère surpondération des actions que nous préconisons se fait au détriment des titres à revenu fixe, que nous avons réduits dans des proportions correspondantes. Avec la remontée boursière, les valeurs refuges ont perdu de leur attrait, ce qui a considérablement réduit la demande d'obligations d'État, et en particulier

d'obligations fédérales, d'où notre manque relatif d'intérêt pour ces titres. Dans la composante Revenu fixe, nous préférons les obligations de sociétés. Comme nous pensons que les taux d'intérêt tendront à la hausse, nous avons conservé la durée générale de la composante obligataire à 5,8 ans, légèrement inférieure à celle de l'indice de référence, qui se situe à 5,96 ans.

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.

