

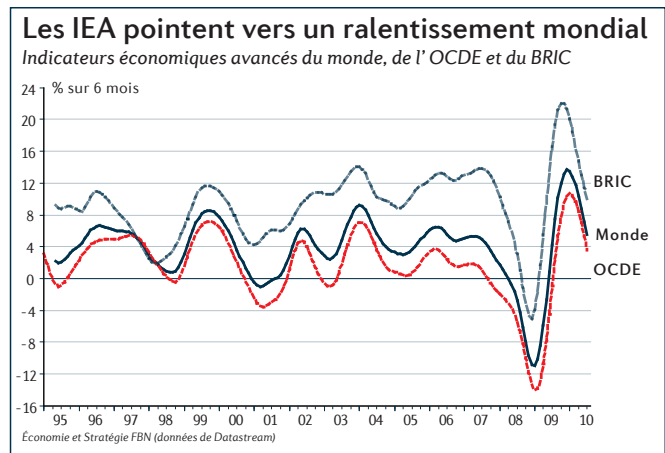
Stratégie de placement

Octobre 2010

Brouillard sur le chemin de la reprise

La progression des indicateurs économiques a considérablement ralenti par rapport à sa pointe de 2009, signalant une décélération de la croissance mondiale. Mais il est bien important de comprendre que décélération ne veut pas dire contraction. Dans l'état actuel des choses, nous continuons de penser que la reprise économique est en bonne voie dans la plupart des pays développés et que les pays émergents d'Asie poursuivront leur expansion vigoureuse. La politique monétaire reste favorable à la croissance, les bilans des sociétés n'ont pas été aussi sains depuis une génération, les tensions financières sont retombées, les banques commerciales assouplissent enfin les normes de prêt au commerce et à l'industrie, les regroupements d'entreprises se multiplient et le secteur privé embauche, ne serait-ce que modestement.

En revanche, on ne peut pas faire fi des récents événements aux États-Unis. Les révisions des statistiques du PIB des derniers trois ans et demi révèlent qu'il reste plus de capacités inutilisées et que l'inflation croît moins vite qu'on ne le pensait précédemment. Les données récentes sur l'immobilier résidentiel et les commandes de biens d'équipement témoignent d'une faiblesse peu caractéristique. Nous estimons qu'une grande partie du ralentissement de la demande intérieure américaine au troisième trimestre est due à la fin des mesures temporaires de stimulation, mais la reprise demeure fragile. Les autorités doivent



veiller à ce que la confiance ne s'érode pas et à ce que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées du côté positif.

La politique budgétaire aux États-Unis est une des grandes sources d'incertitude. Au moment de rédiger ces notes, le sort des réductions d'impôt de l'ère Bush, adoptés en 2001 et qui doivent expirer à la fin de cette année, n'est pas encore connu. L'administration américaine actuelle permettra-t-elle leur reconduction, ce qui aiderait à préserver le revenu disponible des ménages? Modifiera-t-elle ces réductions ou les laissera-t-elle expirer et par ricochet, laissera-t-elle remonter les impôts pour tous les contribuables? À quatre mois de la fin de l'année, beaucoup de ménages américains ne savent pas à quel point leur revenu disponible sera affecté. Le *Congressional Budget Office* estime que si les mesures expirent comme prévu, l'augmentation globale de la ponction fiscale en 2011 sera de 250 milliards \$, soit 1,7 % du PIB. Or, l'économie américaine est encore trop faible pour absorber un tel choc. Nous pensons que les responsables politiques feront ce qu'il faut pour l'économie, mais il est impossible de savoir quand. Les élections de mi-mandat devraient lever, du moins en partie, le voile d'incertitude.

Dans ce numéro

<i>Autour du monde: Brouillard sur le chemin de la reprise</i> ...	1
<i>Marchés financiers: L'incertitude persiste, mais tout n'est pas noir</i>	2
<i>Économies émergentes: Une nouvelle source de consommation</i>	2
<i>Répartition de l'actif: La brume est à couper au couteau? Conduisez prudemment et allumez vos phares!</i>	3
<i>Canada: De la reprise à l'expansion</i>	3
<i>Portefeuilles modèles: répartition de l'actif, diversification par pays et durée pour cinq profils d'investisseurs</i>	4
<i>Prévisions économiques</i>	4

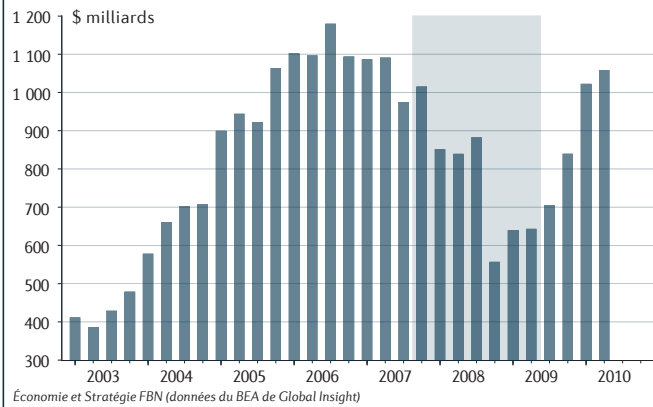
L'incertitude persiste, mais tout n'est pas noir

Même si la volatilité a diminué ces derniers mois sur les marchés financiers, l'incertitude refroidit encore les ambitions des participants du marché. Mais, alors qu'il reste quelques semaines dans le troisième trimestre, il est rassurant de voir que le marché a su résister à ce que les autorités ont qualifié de « période d'incertitude inhabituelle ». L'indice S&P/TSX est déjà en hausse de plus de 7 % au troisième trimestre ce qui donne un bon coup de pouce à la performance depuis le début de l'année, équivalent à 4,4 % pour l'indice canadien. Les indices du marché mondial révèlent aussi une dynamique positive ce trimestre-ci et les marchés émergents ont pris la tête. Cela ne signifie pas que l'incertitude récente se dissipe, mais révèle plutôt que la conjoncture cyclique et l'état des liquidités continuent de soutenir une croissance des bénéfices.

Les résultats des sociétés publiés cet été étaient généralement positifs, particulièrement sur les marchés canadiens et américains. Ceux du deuxième trimestre de l'indice S&P/TSX ont gonflé de 47,4 % comparativement à l'année précédente alors que les ventes ont augmenté de 16,4 %. Aux États-Unis, l'indice S&P 500 a enregistré une progression des bénéfices par action de 54,2 % d'une année à l'autre au deuxième trimestre et les chiffres d'affaires ont gagné 12 %. Mais surtout, l'augmentation était généralisée dans tous les secteurs des deux pays.

États-Unis: les bénéfices continuent de s'améliorer

Bénéfices intérieurs des sociétés non financières au T2, sur la base des comptes nationaux



Il sera difficile de maintenir une croissance des chiffres d'affaires de plus de 10 % à l'aube de 2011. Cependant, l'étendue de la décélération de la croissance des bénéfices dépendra de l'ampleur des mesures de stimulation budgétaires ou monétaires supplémentaires visant à relancer la demande intérieure aux États-Unis.

Une nouvelle source de consommation

Les marchés émergents continuent de devancer le reste du monde. Leur progression est stimulée par le poids croissant de leurs consommateurs dans la demande mondiale. Au cours des trois dernières années, le commerce de détail a augmenté de moins de 5 % dans les économies développées, mais il a fait un bond de 60 % dans le monde

émergent. Les économies émergentes enregistrent maintenant plus de 30 % du total des ventes au détail dans le monde. Leur découplage des économies développées deviendra probablement plus apparent au cours des prochains trimestres, à mesure qu'elles continueront de s'écarter des modèles d'expansion fondés sur les

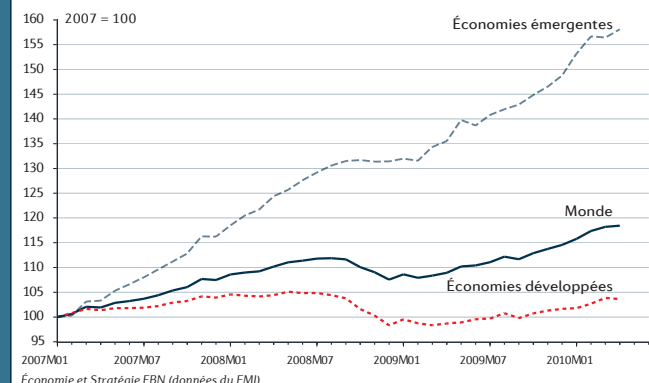
exportations. Selon le Fonds monétaire international (FMI), la production des économies émergentes et en développement devrait croître de 6,5 % en 2011. Par comparaison, celle des économies avancées devrait progresser de 2,4 %.

Les marchés obligataires ont assuré de solides rendements aux investisseurs au cours des derniers mois. Le rendement des obligations du Trésor américain de 10 ans a baissé d'environ 140 points de base depuis que les problèmes de dette souveraine européens ont émergé en avril 2010. Les obligations de sociétés de bonne qualité ont également baissé, atteignant en août le rendement mensuel moyen le plus bas depuis 2004. Dans le contexte actuel d'inflation timide, une remontée brutale des rendements obligataires n'est pas probable. Le marché du travail américain demeurera de toute évidence le facteur primordial dans les perspectives pour l'économie, l'inflation et les rendements obligataires mondiaux.

Lorsque nous considérons les issues possibles pour le marché boursier à la lumière de nos hypothèses pour les prochains mois, les pour et les contre s'équilibrent.

Monde: Une nouvelle source de consommation

Commerce de détail



La brume est à couper au couteau? Conduisez prudemment et allumez vos phares!

Au dernier trimestre, sur la route de la reprise, nous avons frappé notre première nappe de brouillard quand les investisseurs ont boudé les bonnes nouvelles émanant de nombreux secteurs de l'économie mondiale pour se concentrer sur l'Europe et ses problèmes d'endettement. Par la suite, la crise des dettes publiques de la zone euro ayant été reléguée au second plan, ce sont les statistiques économiques décevantes des États-Unis qui ont fait les manchettes, et embrouillé la vision sur les bons résultats financiers des entreprises.

Cependant, une nappe de brouillard implique plus souvent un ralentissement qu'un arrêt complet en bordure de route. Ainsi, en juin 2009 nous avons opté pour une surpondération en actions et son maintien par la suite jusqu'en juin 2010, quand l'incertitude outre-Atlantique nous a fait réduire leur proportion. Ce rééquilibrage a ramené la part des actions à une pondération pratiquement neutre. À ce stade-ci, nous restons d'avis que les risques et les rendements du marché se valent, et nous maintenons à peu près la même pondération.

Sur le plan géographique, nous continuons à préférer l'Amérique du Nord, en particulier le Canada, à l'Europe et à l'Extrême-Orient. Nous pensons aussi qu'il existe de belles occasions à découvrir dans les pays émergents en raison du rôle croissant que ceux-ci jouent sur l'échiquier économique planétaire.

Dans le cadre de notre stratégie de prudence au volant, nous adoptons une attitude légèrement plus défensive pour nos pondérations sectorielles. Nous avons ainsi accru les proportions des titres des télécommunications, des services publics et des biens de

consommation pour les rapprocher de celles du marché, tout en restant légèrement sous pondéré dans ces secteurs. Nous maintenons pour l'instant une petite surpondération des titres du secteur des matières premières, car l'économie mondiale croîtra, selon nous, de plus de 3,5% au cours de l'année qui vient.

Enfin, pour la portion de titres à revenu fixe de notre portefeuille de référence, anticipant que la crise des dettes souveraines en Europe allait favoriser les titres de qualité, nous avons légèrement ajusté la sous pondération des obligations fédérales le trimestre dernier. Nous avons pour cela réduit la proportion d'obligations des provinces et des sociétés tout en maintenant la surpondération de chacune de ces deux catégories. Alors que les écarts des titres

provinciaux ont été réduits considérablement par rapport à leur niveau du début de 2009, nous croyons qu'elles sont cotées à leur juste prix, considérant la situation financière des provinces. Nous ne prévoyons pas un rétrécissement des écarts dans les mois qui viennent, mais dans un environnement de taux relativement bas, nous ne voulons pas sacrifier l'écart supplémentaire qu'elles procurent par rapport aux titres du gouvernement du Canada. Puisque selon nous, la croissance économique canadienne se poursuivra et qu'il ne devrait pas y avoir de récession en « W » aux États-Unis, nous maintenons également notre biais positif sur les obligations corporatives. Pour le moment, nous préférons afficher notre vision sur l'avenir des taux d'intérêt en adoptant une durée proche du père.

De la reprise à l'expansion

La croissance du PIB réel a ralenti de 5,8% au premier trimestre à 2% au deuxième. Mais l'essentiel de cette décélération était attribuable à un bond des importations : la demande intérieure a connu une forte progression de 3,5%. Le niveau du PIB réel dépasse maintenant le sommet d'avant la récession, ce qui implique que le Canada est passé de la reprise à l'expansion en un an à peine. C'est sur cette toile de fond que la Banque du Canada (BdC) a augmenté son taux directeur d'un quart de point une troisième fois de suite en trois séances le 8 septembre, pour le porter à 1%. Même si notre banque centrale admet que la faiblesse des récentes statistiques de l'économie américaine se traduira par un ralentissement de l'expansion des exportations canadiennes, elle considère que

le net recul des rendements obligataires mondiaux soutiendra la solide croissance de la consommation intérieure ainsi que les investissements des entreprises au cours des prochains mois. Devant la vigueur de l'économie intérieure qui ne se dément pas – production et emploi ont dépassé leurs niveaux d'avant la récession –, la stratégie la plus probable de la Banque du Canada sera de continuer à relever le taux directeur à un rythme modéré pendant le reste de l'année. Malgré les nouveaux tours de vis, les taux d'intérêt resteront inférieurs aux niveaux normalement associés à une politique restrictive. Nous prévoyons toujours que l'économie canadienne connaîtra une expansion de plus de 3% en 2010.

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 %	10 %	0
	Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	60 % à 100 %	70 %	69 %	0
	Actions – Canada		10 %	11 %	+ 1
	Actions – États-Unis	0 % à 30 %	5 %	5 %	- 1
	Actions – Pays étrangers		5 %	5 %	0

Portefeuille conservateur

	Catégorie d'actifs	Minimum/Maximum	Repère	Pondération recommandée	Variation par rapport au trimestre précédent
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 %	5 %	0
	Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	50 % à 80 %	60 %	60 %	0
	Actions – Canada		20 %	22 %	+ 1
	Actions – États-Unis	20 % à 45 %	7,5 %	8 %	- 1
	Actions – Pays étrangers		7,5 %	5 %	0

Portefeuille équilibré

	Catégorie d'actifs	Minimum/Maximum	Repère	Pondération recommandée	Variation par rapport au trimestre précédent
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 %	6 %	0
	Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	30 % à 65 %	45 %	45 %	0
	Actions – Canada		25 %	27 %	0
	Actions – États-Unis	30 % à 65 %	10 %	11 %	0
	Actions – Pays étrangers		10 %	6 %	0
	Placements alternatifs ²	0 % à 15 %	5 %	5 %	0

Portefeuille de croissance

	Catégorie d'actifs	Minimum/Maximum	Repère	Pondération recommandée	Variation par rapport au trimestre précédent
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 %	2 %	0
	Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	25 % à 45 %	35 %	33 %	0
	Actions – Canada		25 %	28 %	0
	Actions – États-Unis	40 % à 75 %	15 %	17 %	0
	Actions – Pays étrangers		15 %	10 %	0
	Placements alternatifs ²	0 % à 20 %	10 %	10 %	0

Portefeuille croissance maximale

	Catégorie d'actifs	Minimum/Maximum	Repère	Pondération recommandée	Variation par rapport au trimestre précédent
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 %	5 %	0
	Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	0 % à 30 %	20 %	17 %	0
	Actions – Canada		25 %	27 %	0
	Actions – États-Unis	55 % à 100 %	20 %	21 %	0
	Actions – Pays étrangers		20 %	15 %	0
	Placements alternatifs ²	0 à 25 %	15 %	15 %	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 2010		Décembre 2011		S&P / TSX Rotation sectorielle
	2009	2010	2011		Canada	États-Unis	Canada	États-Unis	
Produit intérieur brut %									Surpondérés
Canada	(2,5)	3,2	2,0	Court terme (bons du Trésor, 91 jours)	1,43	0,17	1,92	1,17	Énergie
États-Unis	(2,6)	2,7	2,3	Obligataire 10 ans	3,08	2,89	3,75	3,73	Matériels
Inflation				Obligataire 30 ans	3,64	3,89	4,11	4,53	Souspondérés
Canada	0,3	1,8	2,3	Dollar canadien	1,00 \$ U.S.		0,96 \$ U.S.		Consommation de base
États-Unis	(0,3)	1,6	1,9						Services publics

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.