

JANVIER 2012

## REVUE DE L'ANNÉE

Au début de chaque année, nous avons pour habitude de passer en revue nos *Prévisions sur les marchés financiers de l'année précédente* et les résultats de notre stratégie de placement, tout en gardant à l'esprit que les prévisions représentent un point de vue dans le temps et peuvent changer suivant les événements qui surviennent pendant l'année.

Les politiques monétaires et budgétaires des pays développés, trop expansionnistes, mais essentielles à une croissance économique durable, étaient le thème prédominant de nos *Prévisions sur les marchés financiers 2011*. Toutefois, ces politiques ne nous apparaissaient pas durables, et des stratégies de sortie seraient nécessaires tôt ou tard. Le moment et le degré du retrait de ces mesures trop expansionnistes auraient des conséquences déterminantes sur l'évolution de l'économie et des marchés financiers dans le monde. Et c'est ce qui s'est produit.

Au début de 2011, les autorités n'étaient pas d'humeur à normaliser leur politique, car un certain nombre d'événements avaient ralenti la croissance de l'économie mondiale, notamment les perturbations de la chaîne d'approvisionnement au Japon dans la foulée du séisme qui a dévasté le pays et la flambée des prix du pétrole survenue après

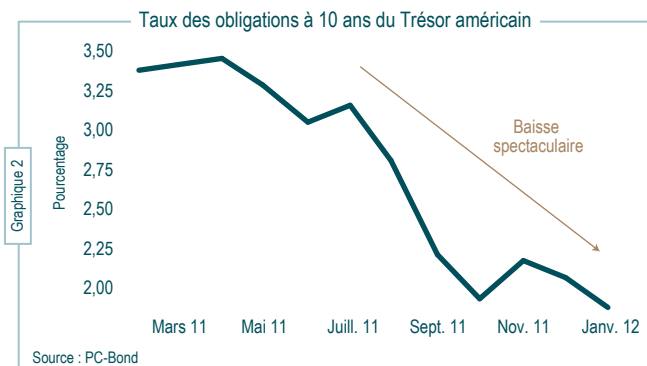
le printemps arabe. En Amérique du Nord, les marchés boursiers se sont d'abord redressés (graphique 1), tout comme les taux d'intérêt (graphique 2), avant de faire du surplace jusqu'à l'été lorsque les investisseurs sont devenus préoccupés par la crise de la dette en Europe et l'impasse politique aux États-Unis. Les marchés boursiers se sont alors repliés et les taux d'intérêt ont chuté (graphiques 1 et 2), alors que les investisseurs ont délaissé les actifs risqués en faveur de valeurs sûres. Encore une fois, ce sont principalement les facteurs macroéconomiques et, en particulier, l'action ou l'inaction des administrations publiques qui ont influencé les marchés financiers. Ces facteurs macroéconomiques (politiques monétaires) ont également dominé à la fin de l'année, puisque les injections massives de liquidités par la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale américaine ont calmé les investisseurs et stabilisé les marchés financiers.

Nos *Prévisions* annuelles étaient divisées en six parties indiquées ci-dessous (en jaune et en italique) et sont accompagnées des résultats (en vert).

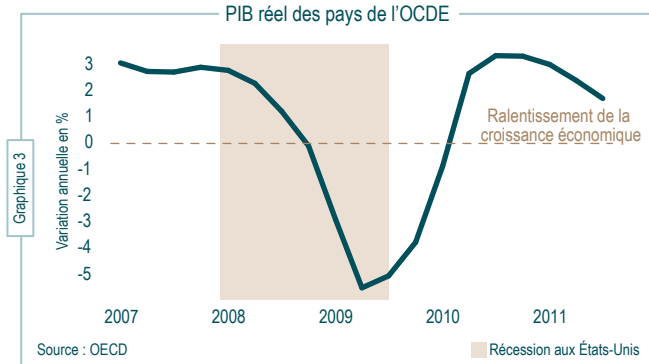
## ÉCONOMIE

*Nous avons prévu une baisse du taux de la croissance mondiale en 2011, aux environs de 4,2 %, imputable essentiellement à l'Europe et au Japon. Un certain ralentissement dans les marchés émergents était attendu, mais la Chine et l'Inde devaient afficher une croissance appréciable de 9,2 % et 8,2 % respectivement. Les perspectives pour l'économie américaine n'étaient guère réjouissantes il y a un an, étant donné le chômage élevé, les niveaux considérables des stocks, la morosité du marché du logement et la nécessité d'un désendettement continu (consolidation des dettes). Nous nous attendions à ce que la prodigalité des administrations publiques et la politique monétaire expansionniste se poursuivent et qu'elles jouent un rôle crucial en empêchant une nouvelle récession aux États-Unis. Nous pensions qu'au Canada, la meilleure situation de l'emploi, l'augmentation des exportations vers les États-Unis et les prix élevés des produits de base (prix moyen du pétrole de 95 \$ le baril) soutiendraient la croissance de l'économie.*

*Nous avons dressé une liste d'événements peu susceptibles de se produire, mais tout de même possibles : 1) événements géopolitiques imprévus, 2) défaillance de l'Espagne ou de l'Italie, ou des deux, 3) éclatement de la zone euro, 4) effondrement du dollar américain et 5) flambée des prix de l'or et du pétrole.*



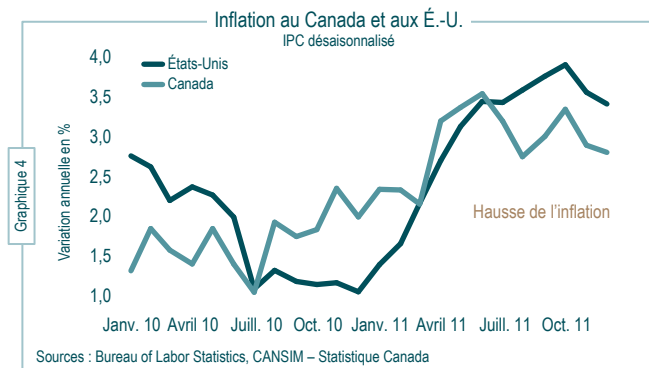
Les données définitives sur la croissance économique ne sont pas encore disponibles pour 2011, mais tout indique que nos prévisions étaient assez justes dans l'ensemble (graphique 3). La plupart des événements peu susceptibles de se produire ne sont pas survenus, à l'exception de quelques « événements politiques imprévus », à savoir le printemps arabe qui a entraîné une forte poussée des prix du pétrole, ce qui a freiné la croissance économique au premier semestre et fait augmenter les primes de risque sur les marchés financiers.



## INFLATION

*Nous pensons que l'inflation serait plus ou moins un problème dans les pays en développement et que les autorités interviendraient en resserrant leur politique monétaire. La hausse de l'inflation dans ces pays était imputable à la hausse des coûts des intrants, à la vigueur de la croissance économique et au caractère expansionniste de leurs politiques monétaires et budgétaires. Nous n'avions toutefois pas prévu que l'inflation serait un problème en Amérique du Nord où un large écart de production existait alors. Nous avons mentionné que l'inflation de base pourrait se replier à 0,5 % et l'indice des prix à la consommation (IPC), à 1,5 %.*

Comme prévu, l'inflation a constitué un problème dans les pays en développement, et les banques centrales ont resserré leur politique monétaire. Pour ce qui est de l'Amérique du Nord, nous nous sommes trompés, puisque l'IPC au Canada comme aux États-Unis a grimpé à 3 % alors que notre prévision était de 1,5 % (graphique 4).

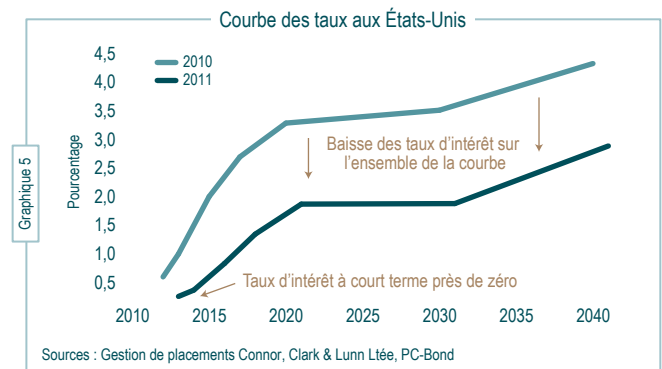


## POLITIQUE MONÉTAIRE

*Les perspectives concernant la politique monétaire en Amérique du Nord étaient essentiellement les mêmes. Nous nous attendions à ce que la Réserve fédérale américaine conserve sa politique*

*monétaire très expansionniste et laisse les taux d'intérêt à court terme inchangés, la courbe des taux demeure accentuée et l'expansion du crédit bancaire soit encouragée. Aucune stratégie de sortie de la part de la Fed n'était anticipée et, en fait, nous estimions que la courbe des prix des contrats à terme, qui intégrait une hausse de 1 % des taux à court terme, était incorrecte. Par ailleurs, selon nous, les primes de risque des actions resteraient élevées (c.-à-d. faible probabilité d'une augmentation des ratios C/B et d'un resserrement des écarts de taux).*

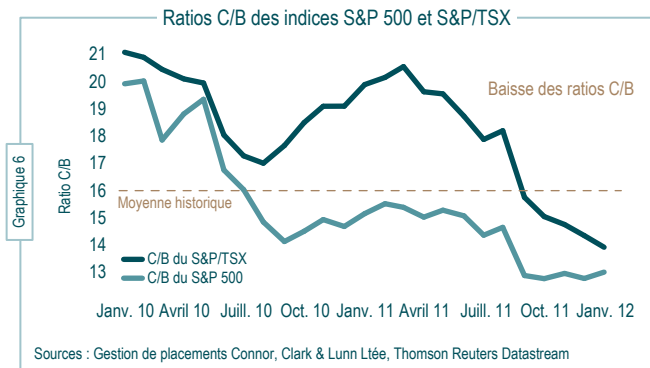
La politique monétaire en Amérique du Nord est demeurée très expansionniste; la Réserve fédérale américaine a maintenu ses taux d'intérêt à court terme près de zéro et adopté une deuxième série de mesures d'assouplissement quantitatif. La courbe des taux était donc relativement accentuée (graphique 5) et les primes de risque des actions, élevées.



## VALORISATIONS

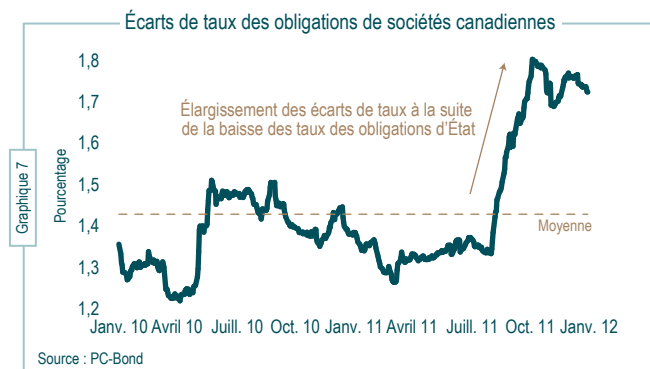
*Nos perspectives à l'égard des bénéfices des sociétés étaient excellentes au début de 2011, en raison de la hausse des ventes et des marges élevées. Nous avons tablé sur un bénéfice par action de 92 \$ pour l'indice S&P 500 et de 940 \$ au Canada, qui profiterait des prix élevés des produits de base. Les valorisations boursières étaient intéressantes compte tenu de ces perspectives favorables et du niveau élevé des primes de risque. Cependant, notre enthousiasme à l'égard des actions était quelque peu tempéré du fait que les primes de risque ne s'amélioreraient pas beaucoup étant donné les déséquilibres structurels dans le monde et les importants risques perçus de pertes extrêmes. Les ratios C/B prévisionnels, soit 14,3 pour l'indice S&P/TSX et 15 pour l'indice S&P 500, nous paraissaient intéressants. Nous avons mentionné qu'après correction de l'inflation, les ratios C/B devraient normalement se situer aux environs de 17,5, mais que, dans un contexte où le taux de croissance des bénéfices diminuait, une augmentation des ratios C/B était peu probable.*

Les bénéfices ont dépassé nos attentes aux États-Unis (S&P 500 : 98 \$ l'action), tandis qu'au Canada, ils ont été inférieurs à notre prévision (S&P/TSX : 840 \$ l'action). Au pays, cet écart conjugué à la diminution des ratios C/B (graphique 6) a fait reculer l'indice S&P/TSX pendant l'année (rendement total de -9 %), alors que l'indice S&P 500 est demeuré presque stable grâce à la très forte croissance des bénéfices en dépit d'un recul des ratios C/B.



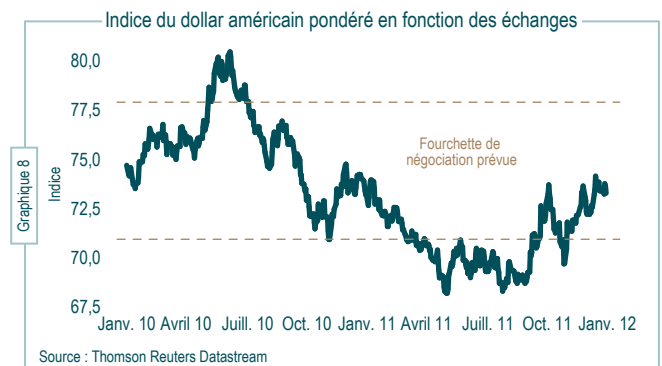
*Nous anticipions une hausse des taux obligataires étant donné la hausse prévue de l'inflation, l'accroissement des taux obligataires réels, l'augmentation de l'offre et la fin de la deuxième phase d'assouplissement quantitatif. De plus, les taux des obligations gouvernementales étaient inférieurs au taux de croissance du PIB nominal, ce qui n'est pas la norme et laissait entrevoir une hausse des taux d'intérêt. Les écarts de taux des obligations de sociétés diminueraient légèrement, en raison de la baisse des taux de défaillance, de l'accroissement des liquidités, de la quête de revenu et des écarts de taux nettement au-dessus de la norme historique.*

Nous nous sommes trompés au sujet des taux obligataires. Non seulement les taux obligataires n'ont-ils pas augmenté, mais ils se sont effondrés complètement (graphique 2), car les investisseurs, de plus en plus préoccupés par la crise de la dette en Europe, ont délaissé les actifs risqués (actions) en faveur des obligations d'État, plus précisément les bons du Trésor américain. Cela a également provoqué un élargissement des écarts de taux (graphique 7).



*En ce qui concerne les devises, nous avons prévu que les problèmes en Europe et au Japon entraîneraient une appréciation du dollar américain (à partir de 0,72 \$ US selon l'indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges). Par ailleurs, le billet vert était sous-évalué de 20 % selon la parité du pouvoir d'achat. Nous nous attendions à ce que le huard demeure lui aussi relativement vigoureux en raison de l'excellente situation budgétaire du pays, de la structure de taux plus élevés et de la fermeté des prix des produits de base (fourchette de négociation comprise entre 0,98 \$ US et 1,04 \$ US).*

Le dollar américain pondéré en fonction des échanges s'est en effet apprécié (graphique 8), tandis que le dollar canadien n'a pas évolué comme prévu, l'affaiblissement des prix des produits de base l'ayant maintenu à un niveau inférieur à notre fourchette de négociation pendant la plus grande partie de l'année.



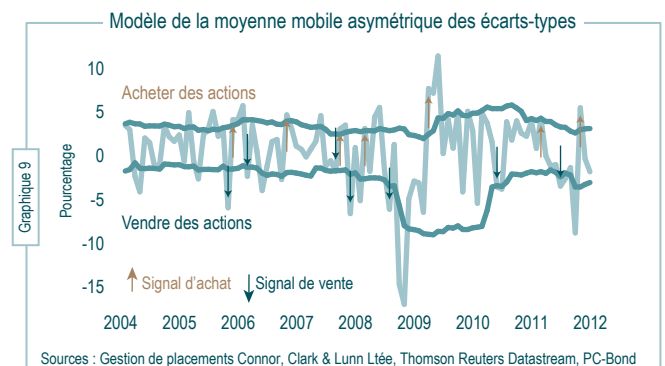
## ASPECTS TECHNIQUES

*Les marchés boursiers en Amérique du Nord paraissent intéressants étant donné que les actions se situaient à un écart-type au-dessous de leur tendance historique. Cependant, trois de nos cinq modèles techniques étaient baissiers, ce qui indiquait, selon nous, que le potentiel de hausse était limité et que les marchés pourraient subir une série de corrections. Les investisseurs nous semblaient trop optimistes.*

*Du côté des obligations, nous avons mentionné que les taux demeureraient confinés dans leur tunnel descendant à long terme et que rien ne laissait présager un changement décisif de cette tendance à long terme des taux.*

Nous nous attendions à ce que les obligations à 10 ans du gouvernement du Canada se négocient entre 2,9 % et 3,5 %.

Avec le recul, nous reconnaissons que nous aurions dû porter plus d'attention à nos indicateurs techniques qui ont mieux anticipé l'humeur changeante des investisseurs (ruée vers les valeurs sûres) que nos autres modèles fondamentaux plus traditionnels (graphique 9).



## STRATÉGIE ET COMPOSITION DE PORTEFEUILLE

*Dans notre scénario de base, les marchés boursiers devaient progresser tout au long de l'année, soutenus par les politiques budgétaires et monétaires expansionnistes, le faible taux d'inflation et les valorisations intéressantes.*

Notre scénario de base était juste en ce qui a trait aux prévisions des données fondamentales de l'économie, mais n'a pas prévu que les marchés boursiers seraient malmenés par l'augmentation des primes de risque des actions (diminution des ratios C/B) par suite des événements géopolitiques et de la crise de la dette en Europe (graphique 6).

*Sur le plan des rendements sectoriels, nous avons anticipé une meilleure tenue des actions à grande capitalisation par rapport à celles à petite capitalisation en raison de leurs valorisations supérieures et de leur potentiel de croissance grâce aux ventes à l'étranger. Les actions de croissance devaient surpasser les actions de valeur étant donné leurs meilleures valorisations et leur potentiel supérieur de croissance des bénéfices.*

Nous avons eu raison, car les actions de croissance ont en effet surpassé celles de valeur et les grandes capitalisations ont damé le pion aux petites capitalisations (-11,4 % pour l'indice S&P/TSX 60 et -18,4 % pour l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX).

*Les obligations se situaient à leur juste valeur selon nous, mais nous avons prévu une hausse généralisée des taux d'intérêt pour les raisons suivantes : la fin éventuelle de la deuxième phase d'assouplissement quantitatif, le manque important d'épargne nette, les craintes grandissantes quant aux déficits des gouvernements, l'augmentation prévue des émissions de titres d'emprunt par les banques par suite de l'accélération du crédit et une hausse des taux obligataires réels qui se rapprochaient de leur moyenne à long terme.*

Encore une fois, la plupart des prévisions relatives aux données fondamentales se sont révélées justes, mais nous n'avions pas anticipé le pessimisme extrême des investisseurs et la ruée vers les valeurs sûres, engendrés par l'incapacité des autorités européennes à contenir la crise de la dette.

*La surpondération des obligations de sociétés était justifiée à notre avis, en raison de la hausse de 1,25 % du taux courant par rapport aux obligations gouvernementales. De plus, la solidité des bilans, l'augmentation des bénéfices des entreprises et le fait que les écarts de taux étaient supérieurs aux normes historiques soutiendraient cette décision.*

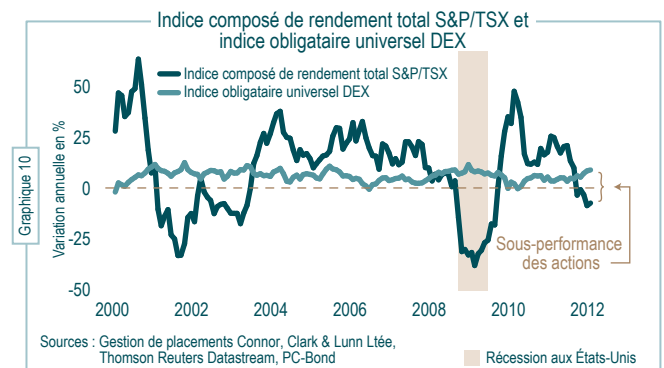
Notre prévision concernant les obligations de sociétés a souffert de la même mauvaise interprétation que dans le cas de la ruée vers les valeurs sûres (graphique 7).

*La courbe des taux au Canada devait s'aplatir, car la Banque du Canada devait hausser les taux d'intérêt à court terme au moins deux ou trois fois, tandis que la courbe des taux aux États-Unis devait s'accroître, parce que la Fed maintiendrait ses taux à court terme près de zéro et relèverait ceux à long terme.*

Les courbes des taux se sont aplaties tant au Canada qu'aux États-Unis. L'aplatissement a été plus marqué que prévu au Canada étant donné que les taux d'intérêt à court terme ont augmenté au premier semestre de l'année, tandis que les taux à plus long terme ont diminué par suite de la ruée vers les valeurs sûres (graphique 5). Aux États-Unis, les taux à court terme sont demeurés près de zéro, mais ceux à long terme ont fortement baissé. Après correction de l'inflation, les taux obligataires pour la plupart des échéances ont produit un rendement réel négatif.

*Sur le plan de la répartition de l'actif, nous nous attendions à ce que les actions devaient surpasser les titres à revenu fixe en Amérique du Nord, parce que les conditions financières s'amélioraient, la croissance de l'économie continuerait de s'accroître et les valorisations étaient intéressantes. Nous avons toutefois prévu qu'un atterrissage brutal en Chine ou une détérioration de la crise de la dette en Europe, ou les deux, pourrait faire chuter les marchés boursiers. Nous estimions plus précisément que le marché boursier canadien enregistrerait un rendement comparable à celui du marché américain grâce à la fermeté des prix des produits de base et à l'expansion de l'économie mondiale, même si les valorisations étaient plus intéressantes aux États-Unis. Par ailleurs, les États-Unis dameraient le pion à l'Europe, soutenus par ses meilleures perspectives de croissance et l'exposition limitée du pays aux problèmes de dettes en Europe.*

Nous nous sommes trompés considérablement en ce qui a trait à la surperformance des actions par rapport aux obligations (graphique 10), mais nous avons apporté des ajustements tout au long de 2011 pour tenir compte de l'évolution de la conjoncture. Par conséquent, la répartition de l'actif a très peu nuí aux rendements totaux des portefeuilles équilibrés.



*Finalement, nous avons souligné que 2011 comporterait sa juste part de surprises et avons fait des prévisions ponctuelles sur l'économie et les marchés financiers tout en étant conscients que les prévisions ne pouvaient prendre en compte les multiples facettes de la réalité telle qu'elle pourrait se dérouler et, par conséquent, nous étions prêts à rajuster le tir et l'orientation des portefeuilles selon l'évolution de la situation.*

Nous avons suivi notre propre conseil sur ce dernier point, mais pas autant qu'il aurait fallu.