

31 MARS 2012

### Commentaire sur le Fonds

Alors que les marchés pourraient grimper davantage, il est probable que les gains soient plutôt modérés et que la performance parmi les régions soit moins uniforme à l'avenir. Il convient de se rappeler des facteurs suivants :

- **Les « surprises » économiques risquent de s'atténuer** : Maintenant que les attentes sont plus élevées, la portée des surprises économiques est plus limitée pour le trimestre en cours.
- **Les marchés ont atteint leur pleine valeur** : Bien que les actions semblent être bon marché à première vue, leur prix est beaucoup moins intéressant après avoir tenu compte de la conjoncture de faible croissance et de risque élevé en vigueur au sein du marché.
- **La croissance des bénéficiaires sera plus modeste** : Après la crise, les profits des sociétés ont monté en flèche. Comme la hausse des revenus est toujours restreinte et les marges se situent près des sommets antérieurs, la croissance des profits devrait maintenant ralentir.
- **Portée restreinte des politiques d'assouplissement** : Comme l'économie réelle et les marchés des capitaux prennent du mieux, il sera de plus en plus difficile pour les initiatives politiques d'être efficaces. Il est peu probable que les actifs risqués aient le même soutien sur le plan des politiques au cours du trimestre en cours.

Les actifs risqués en général et, plus particulièrement, les marchés des actions, se sont remarquablement redressés au cours des trois premiers mois de l'année, le S&P 500 ayant affiché ses meilleurs résultats depuis 1998. Un certain nombre de données économiques meilleures que prévues, l'atténuation de la menace d'une implosion dans la zone euro et un engagement des décideurs monétaires de faire le nécessaire pour prévenir l'écroulement de l'économie sont autant de facteurs qui ont contribué à ce départ fulgurant. Compte tenu de la baisse apparente, quoique lente, du taux de chômage aux États-Unis, de la résurgence des activités de prêts des banques et des signes de vie du marché de l'habitation dans la foulée de la plus importante dépression immobilière en plus de 50 ans, il semble que les conditions régnant au sein de l'économie réelle et du système financier reviennent finalement à la normale.

Le nouveau contexte « normal » des placements continuera d'être défini par les éléments suivants :

- Ajustements continus des bilans dans les secteurs publics et privés
- Perspectives de croissance limitée dans la majorité des pays développés
- Période prolongée de politiques monétaires extrêmement accommodantes
- Accès de faiblesse et craintes de soubresauts, qui menaceront périodiquement l'expansion
- Volatilité supérieure à la normale et marchés corrélés

Donc, même si l'amélioration des conditions cycliques et l'apaisement des tensions financières signalent qu'une pondération plus équilibrée parmi les catégories d'actif est de mise, les défis qui se présentent sont toujours assez nombreux pour justifier une approche délibérée et sélective à l'égard de la réintégration des marchés.

Après la reprise vigoureuse engendrée par l'engouement des investisseurs pour les actifs risqués au premier trimestre, les perspectives de rendement sont susceptibles de devenir plus modérées et moins uniformes pendant le trimestre en cours. De plus, avec la hausse de plus de 25 % des actions depuis leur creux du mois d'octobre dernier, un certain repli est non seulement possible, mais probable.

À notre avis, trois enjeux notables représentent la plus importante menace potentielle aux perspectives de croissance, aux rendements des placements et au positionnement de notre portefeuille à moyen terme :

31 MARS 2012

- **Conflit Israël-Iran** : Si les tensions s'intensifient, le prix du pétrole pourrait grimper à 150 \$ le baril ou plus.
- **Atterrissage brutal de la Chine** : La Chine devant déjà composer avec une transition chaotique de ses dirigeants, la hausse des coûts de l'énergie et le virage consistant à délaissier le modèle de croissance axé sur les exportations et l'infrastructure, toute baisse additionnelle de la demande risque de déclencher un ralentissement important.
- **Recrudescence de la crise dans la zone euro** : Le début d'une attitude de « lassitude » à l'égard des plans de sauvetage dans le cœur de la zone euro ou l'évidence d'autres dérapages pour ce qui est d'atteindre les objectifs de déficit (ou les deux) dans des pays comme l'Espagne et le Portugal représenteraient un défi de taille pour les ministres des finances de l'Union européenne.

**Les marchés ont atteint leur pleine valeur** – Contrairement au mois d'octobre, moment où les marchés des actions ont fait l'objet d'une survente à la lumière des craintes voulant que la crise de la dette souveraine s'intensifie dans la zone euro, les évaluations se rapprochent actuellement de leur juste valeur. Les actions américaines ne sont pas coûteuses, mais elles se situent dans la fourchette supérieure de leurs évaluations d'après crise selon les bénéfices normalisés. La majorité des actions mondiales offertes à bon prix se trouvent en Europe, ce qui semble être justifié compte tenu des risques structurels. Cette situation laisse entendre que les perspectives d'une vaste réévaluation des actions sont limitées et que toute possibilité de gain additionnel dépendra grandement des bénéfices des sociétés.

**La croissance des bénéfiques sera plus modeste** – Après la crise, les profits des sociétés ont grimpé en flèche à la lumière de perspectives d'affaires améliorées, des efforts soutenus visant à couper les coûts et d'un certain relâchement des tensions exercées sur le système financier. Alors que le PIB a continué d'afficher une croissance modérée, les bénéfices des sociétés se sont accrus à un taux supérieur à 10 %.

**Portée restreinte des politiques d'assouplissement** – Les mesures extraordinaires des décisionnaires monétaires ont été un élément catalyseur clé à l'amélioration généralisée des perspectives cycliques et à la reprise des actifs risqués. Honnêtement, nous avons fortement sous-estimé les répercussions des opérations de refinancement à long terme de la BCE sur le marché. Bien que ces programmes n'aient pas résolu la crise de la dette dans la zone euro ni réduit le besoin d'un redressement budgétaire, ils ont permis au système bancaire de gagner le temps dont il avait grandement besoin pour tenter d'assainir son bilan. Toutefois, comme l'économie réelle et les marchés des capitaux prennent nettement du mieux, il sera de plus en plus difficile pour les initiatives politiques d'être efficaces et il est peu probable que les actifs risqués aient le même soutien sur le plan des politiques pendant le trimestre en cours.

### **Une approche plus sélective est nécessaire**

Comme la probabilité de dégager des gains additionnels pourrait être plus modérée après la reprise explosive découlant de l'engouement des investisseurs pour les actifs risqués et que les risques de pertes sont limités par la volonté des décisionnaires de faire appel à des politiques extraordinaires, l'attention devra être tournée vers une approche intrasectorielle plus sélective plutôt que vers des mouvements directionnels viables du marché. Dans ce contexte, nous continuons de positionner le portefeuille en fonction des secteurs et régions qui recèlent des perspectives de croissance intéressantes à long terme et des évaluations attrayantes et qui sont assortis d'un profil de rendement moins volatil et d'une exposition plus limitée à la hausse des taux d'intérêt. Considérez les faits suivants :

**Penchant pour les actions des marchés émergents, au détriment de celles des marchés développés** : Des perspectives de croissance toujours solides, des politiques monétaires toujours accommodantes et des évaluations intéressantes prêteront probablement main-forte aux marchés émergents au cours des 6 à 12 prochains mois. Comme les marchés des actions de la zone euro semblent être bon marché, et ce, tant sur une base relative que selon les normes antérieures, les perspectives de piètre croissance à moyen terme et les risques d'une récurrence de la crise de la dette souveraine justifient une approche prudente.

31 MARS 2012

**Actions d'infrastructure de croissance, au détriment de celles axées sur la valeur :** Nous préférons toujours, de façon générale, les titres de croissance par rapport à ceux de valeur. Les actions de croissance se négocient toujours moyennant un rabais important selon les normes antérieures, et il est possible que cet écart se resserre. Sur le plan sectoriel, nous estimons que les sociétés exploitant leurs activités dans les secteurs des pipelines pour gaz, des pylônes et des communications par satellite recèlent les meilleures perspectives de croissance des bénéfices à long terme et des évaluations raisonnables. Dans le secteur des télécommunications : pylônes destinés aux services sans fil et sociétés de télécommunications desservant les entreprises et les régions rurales. Dans le secteur des services publics : services axés sur la transmission.

**Principales conclusions :** Une croissance mondiale plus faible que la normale demeure notre scénario de base, mais les probabilités d'une reprise solide se sont améliorées et l'économie mondiale a moins de chance de sombrer dans une récession qu'il y a trois mois. Les États-Unis ont agréablement surpris et les marchés émergents demeurent robustes. La récession dans la zone euro semble maintenant plutôt modérée et le Japon se tire de son marasme.

**Qu'est-ce que notre économiste dirait? D'une part, nous avons...**

**Des perspectives de croissance qui dépassent largement les points de données négatifs :**

- Alors que la zone euro est aux prises avec une récession relativement mineure, la reprise aux États-Unis semble avoir pris assez d'élan pour dégager une croissance positive, quoique faible.
- Les pressions causées par le processus de désendettement maintiendront la croissance sous les normes antérieures dans la plupart des pays développés, le taux de chômage demeurant considérablement supérieur aux niveaux qu'il occupait avant la crise financière.
- La croissance au sein des marchés émergents dépasse toujours celle dans les marchés développés, mais son rythme est inférieur à la moyenne également.

**Et les possibilités d'expansion :**

- Des politiques monétaires accommodantes et une résolution crédible de la crise dans la zone euro pourraient rétablir les flux de crédit. La confiance des consommateurs et des entreprises s'améliore, ce qui entraîne une augmentation des dépenses.
- Les améliorations au sein du marché de l'emploi et de celui de l'habitation ouvrent la voie à une reprise plus dynamique de la consommation.

**Et les chances de stagflation :**

- Le choc du prix de l'énergie ou les prévisions inflationnistes, ou les deux causent des pressions inflationnistes. Des prix supérieurs diminuent le pouvoir d'achat des consommateurs, ce qui freine à son tour la demande. La croissance aux États-Unis ralentit.
- La combinaison prix élevés et faibles perspectives de croissance représente un défi majeur pour la majorité des actifs financiers.

**Et qu'en est-il des possibilités d'une deuxième récession? Elles sont minces**

- Le désendettement des banques et le redressement budgétaire ont créé une boucle de rétroaction négative, ce qui a entraîné l'Europe dans une plus profonde récession.
- Les tensions au sein des marchés du financement bancaire ont entraîné une crise mondiale du crédit, ce qui a forcé les consommateurs et les entreprises à réduire leurs dépenses aux États-Unis et partout ailleurs.
- La faiblesse de la demande entraîne des pressions déflationnistes.

31 MARS 2012

	PERSPECTIVES	PRINCIPAUX PROBLÈMES
<b>ÉTATS-UNIS</b>	<p>Nous nous attendons à une croissance du PIB de 2,1 % en 2012 et de 2,2 % en 2013. Sur une base trimestrielle, la croissance devrait ralentir, pour passer de 3,0 % au T42011 à 2,1 % au T12012. On estime qu'elle s'établira dans la fourchette de 2,0 à 2,5 % jusqu'à la fin de 2013. À notre avis, le taux de chômage diminuera légèrement au cours des deux prochaines années, pour s'établir à 8,2 %. L'important écart de production devrait se traduire par la recrudescence de la désinflation, ce qui aura des répercussions sur l'inflation de base, qui devrait toucher un taux de 1,5 % d'ici la fin de 2013.</p>	<p>Après une longue série de nouvelles économiques supérieures aux attentes, nous voyons toujours des raisons justifiant une croissance modeste à court terme. La croissance du PIB a été faible au T4, les dépenses des consommateurs s'étant affaiblies et le flux des données ayant récemment commencé à être plus mitigé. Cela dit, les États-Unis pourraient prendre de l'expansion si les conditions financières continuent de s'améliorer.</p>
<b>JAPON</b>	<p>Nous nous attendons à une croissance du PIB réel de 2,1 % et de 1,6 % en 2012 et 2013, respectivement. Propulsée par la demande du secteur public provenant des projets de reconstruction, l'économie commencera graduellement à se redresser à partir du T12012, à notre avis. Nous voyons également une solidité soutenue dans la consommation. Il y a des signes que l'économie mondiale commence à planchonner, et nous nous attendons à ce que les exportations se redressent graduellement à mesure que le yen tombera de son perchoir très élevé.</p>	<p>Lors de sa rencontre du mois de février, la Banque du Japon a surpris les marchés en annonçant des mesures d'assouplissement additionnelles et un taux d'inflation cible de 1 %. La Banque a poursuivi ses initiatives lors de sa rencontre en mars en élargissant son programme de prêts axés sur la croissance, y compris une augmentation de son budget d'une somme de 2 billions de ¥. Ce faisant, cependant, la Banque du Japon a dévié de son processus normal de prise de décision, et nous sommes d'avis qu'elle a été fortement influencée par le gouvernement et les pressions d'ordre politique.</p>
<b>EUROPE</b>	<p>L'économie de la zone euro a stagné au cours des derniers mois, et nous y prévoyons une récession au début de l'année, laquelle sera suivie d'une période prolongée de faiblesse. Toutefois, des données de base plus</p>	<p>Les récentes données laissent entendre que les opérations de refinancement à long terme ont aidé à stabiliser les marchés plus rapidement que prévu; en outre, nous nous attendons à une période initiale</p>

31 MARS 2012

robustes et des opérations de refinancement à long terme plus fructueuses que prévu nous ont incités à réviser nos prévisions à la hausse pour 2012. Ainsi, nous anticipons une baisse du PIB de -0,4 %, laquelle sera suivie d'une croissance inférieure à la normale de 0,7 % en 2013. Les différences entre les pays demeurent le thème clé de ce scénario de référence, l'économie des régions périphériques témoignant, selon toutes attentes, d'une faiblesse plus marquée. À ce moment, nous ne nous attendons pas à ce que la BCE diminue les taux ou annonce des mesures additionnelles non conformes.

de turbulence pour forcer l'adoption des décisions politiques, mais en vain. Reste maintenant à savoir si cette dynamique positive tiendra le coup si les répercussions des décisions politiques fondamentales (programmes de réformes dans la zone périphérique, élaboration d'un nouveau régime de discipline macroéconomique entourant le pacte fiscal et partage du risque inhérent entre les pays de la zone dans le cadre d'un Fonds européen de stabilité financière et d'un Mécanisme européen de stabilité plus vastes) sont moins favorables que prévu.

### ASIE (SAUF LE JAPON)

Pour l'Asie (sauf le Japon), nous prévoyons une croissance de 7,2 % et de 7,6 % en 2012 et 2013, respectivement. En 2012, nous nous attendons à une croissance inférieure à la normale pour l'ensemble de la région, alors que pour 2013, les économies de la plus petite région de l'Asie (sauf le Japon) devraient se redresser à un taux plus normal à la lumière de l'amélioration du contexte externe. Selon nous, la majorité de la région n'aura pas à adopter des politiques accommodantes par mesure de précaution.

En Chine, nous prévoyons une croissance du PIB légèrement inférieure à la normale, laquelle s'établira à 8,6 % pour 2012 et à 8,7 % pour 2013. Partant de politiques extrêmement serrées, nous nous attendons toujours à ce que la Chine continue d'assouplir modérément ses politiques macroéconomiques (budgétaires et monétaires). Ces mesures devraient pouvoir aider à neutraliser les effets de l'accès de faiblesse des exportations nettes. Comme le taux de croissance est toujours inférieur à la normale, l'inflation devrait demeurer faible.

### AMÉRIQUE LATINE

Nous prévoyons que le PIB réel de l'Amérique latine ralentira en 2012, pour toucher la marque des 3,6 %, alors qu'il se redressera en 2013, pour s'établir à 4,5 %. Nous nous attendons à ce que les politiques monétaires continuent d'être mitigées

Au Brésil, nous avons récemment révisé nos prévisions à la hausse, estimant une croissance du PIB de 3,1 % et 4,6 % en 2012 et 2013, respectivement, comparativement à nos prévisions antérieures de 2,8 % et 4,1 %. Ce pays est déjà au cœur d'un

31 MARS 2012

dans la région, certains pays (comme le Brésil) procédant à des coupures agressives, alors que d'autres étant au milieu d'un cycle de resserrement (en Colombie).

cycle d'assouplissement, où les autorités ont baissé les taux d'intérêt et adopté des mesures macroéconomiques prudentes afin de relâcher les conditions de crédit, lesquelles, selon nous, se poursuivront dans les trimestres à venir.

### EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE, MOYEN-ORIENT ET AFRIQUE

En réponse à des données ayant surpris par leur vigueur, et ce, tant sur la scène mondiale que dans la région, et à l'effet stabilisateur des opérations de refinancement à long terme sur le système financier de la zone euro, nous avons récemment révisé nos prévisions en matière de croissance pour la région ECOMOA. Nous prévoyons maintenant une croissance plus favorable, bien que celle-ci soit plus lente qu'en Amérique latine et en Asie (sauf le Japon) compte tenu des risques que pose la crise qui règne dans la zone euro.

Dans la région, nous estimons que la robustesse du bilan et l'exposition à la zone euro continueront d'être des thèmes de différenciation macroéconomique clés pour la prochaine période de deux ans. Nous prévoyons que les petites économies ouvertes de la Tchécoslovaquie, de la Hongrie et de la Pologne, de même que l'économie de la Turquie, qui est plus endettée, ralentiront à un rythme plus important qu'ailleurs. En revanche, la Russie, l'Afrique du Sud et Israël devraient se montrer plus résilientes.