

JARISLOWSKY FRASER LIMITÉE

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

4^e trimestre 2011

Sommaire exécutif

Revue économique

- L'Europe demeure le centre d'intérêt des marchés financiers.
- L'inquiétude majeure ne consiste pas dans le défaut de certaines économies européennes, mais dans l'impact sur les banques qui détiennent leurs dettes et dans l'effet de contagion possible sur le système bancaire mondial.
- La croissance économique globale continue d'être contrainte par la réduction de l'endettement de la part des gouvernements et des consommateurs.

Perspectives d'investissement

- La diminution de l'effet de levier prendra du temps et, en conséquence, nous prévoyons une période prolongée de croissance économique lente.
- Les ratios cours/bénéfices de plusieurs compagnies de grande qualité sont attractifs et les actions procurent de meilleurs rendements que les obligations des gouvernements tout en attendant que la croissance revienne.
- Lorsqu'on doit détenir des obligations, les émissions corporatives de qualité sont privilégiées.

Perspectives économiques

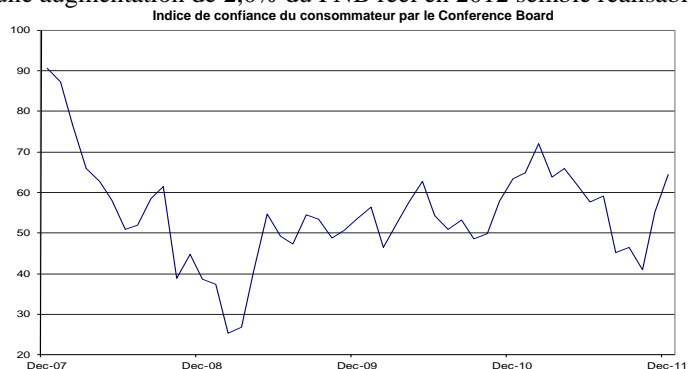
Alors qu'une année 2011 tumultueuse du point de vue de la politique et l'économie se termine, les investisseurs demeurent centrés sur l'Europe. La forte probabilité d'une récession engouffre maintenant la plus grande partie de l'Union européenne puisque la mise en œuvre de restrictions fiscales par plusieurs de ses membres entraînera une croissance plus lente dans un proche avenir. L'impact sur la croissance dans le reste du monde pourra varier. Comme seulement 16 % des exportations américaines et 10 % des exportations canadiennes sont dirigées vers l'Europe, les probabilités d'une récession en Amérique du Nord sont quelque peu réduites. Toutefois, le potentiel de contagion dans le système bancaire mondial demeure un point d'inquiétude important.

La faillite de la Grèce ne s'avère pas un évènement majeur pour l'Allemagne ou la France, cependant, les impacts sur leurs banques sont plus inquiétants, puisque les bilans financiers de celles-ci sont truffés de crédits souverains de la Grèce, de l'Italie et d'autres pays en difficulté. Un défaut, d'une portion significative de ces obligations, déclencherait certainement une crise, car elle pourrait provoquer la faillite de plusieurs banques. Il en résulte que les partenaires majeurs de l'Union européenne désirent émettre et garantir de nouvelles obligations qui soutiendront les pays les plus faibles.

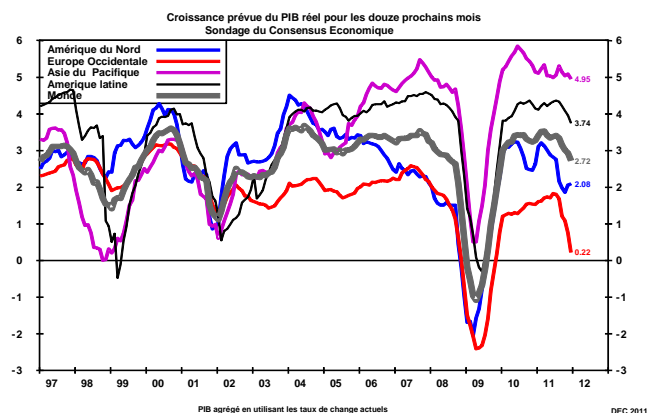
L'interrelation entre les banques rend les développements en Europe si importants pour le système financier global, et plus particulièrement en Amérique du Nord où plusieurs grandes banques mondiales sont situées. Il ne s'agit pas simplement du montant de dettes souveraines européennes détenues par les autres banques, mais aussi des garanties et des risques de contreparties qu'elles ont encourus. L'étendue des relations est peut-être difficile à quantifier, mais la crise de l'immobilier et des hypothèques aux États-Unis en 2008-2009 a eu un impact significatif sur plusieurs grandes banques européennes.

Alors que les dirigeants politiques en Europe semblent s'adresser à la crise de la zone euro par petites étapes, le reste du monde veille aussi à mitiger le risque d'une récession et d'une croissance plus lente. Aux États-Unis, la bataille politique pour réduire la dette et les déficits n'est pas encore résolue, l'idéologie républicaine qui

consiste à réduire les dépenses continue d'être en conflit avec l'approche du président (démocrate) qui préconise des impôts plus élevés pour les plus riches. En dépit de l'impasse, les indices précurseurs, incluant la montée de la confiance des consommateurs, démontrent que la prévision du consensus quant à une augmentation de 2,0% du PNB réel en 2012 semble réalisable.

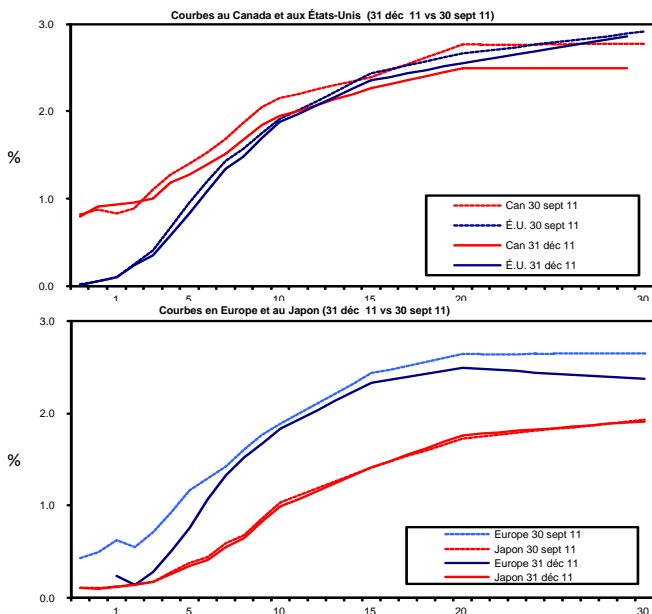


Plusieurs des grandes économies de marché, en particulier celles de la Chine, de l'Inde et du Brésil, ont vécu l'année 2011 sous le joug d'une politique monétaire et de mesures fiscales plus restrictives, car l'inflation et la croissance excédaient les limites du confort. La croissance plus faible qui a eu un impact sur leurs consommateurs des pays développés, accompagnée de certains succès de leurs programmes internes, a entraîné des diminutions des taux de croissance économique. Les politiques en 2012 pourraient provoquer un retournement pour ces pays, alors que les taux seront abaissés et que les dépenses gouvernementales pourront croître. Le Japon a définitivement adopté un mode fiscal expansionniste au moment où son économie poursuit sa reconstruction à la suite des impacts du tremblement de terre et tsunami.



Puisque 80 % des exportations canadiennes sont dirigées vers les États-Unis, le taux de croissance de l'économie canadienne demeure intimement lié à notre voisin du Sud. Cependant, les vents de face prévalent encore, surtout une demande plus faible pour les ressources et un marché immobilier surchauffé par l'endettement, lequel semble imperméable aux tendances globales. Dans l'ensemble, nos prévisions quant à une croissance économique globale plus lente demeurent intactes, alors que le processus de diminution de l'effet de levier de la part des gouvernements de plusieurs pays développés et des consommateurs du monde occidental se poursuit sans arrêt. Le potentiel d'une crise déclenchée par les banques européennes est l'un des risques qui subsistent.

Marchés obligataires



Les graphiques ci-dessus démontrent que les taux d'intérêt de long terme ont faibli durant le dernier trimestre de l'année, de même que pour toute l'année 2011. Ces mouvements traduisent les tentatives de stimuler la croissance économique dans la plupart des pays développés au cours de la dernière année. Les taux d'intérêt de court terme étaient déjà peu élevés en début d'année et les banques centrales ont été moins actives dans ce secteur. Toutefois, l'achat d'obligations de long terme par la Réserve fédérale américaine et les agences monétaires européennes a contribué à abaisser les courbes de rendements.

Les écarts corporatifs, soit l'excès de rendement reçu par rapport à celui des obligations gouvernementales d'échéance équivalente, se sont élargis au cours du quatrième trimestre, tout comme au troisième trimestre. Bien que ceci reflète et soit typique d'un environnement de croissance lente, on peut ironiser sur le fait que ce sont les bilans financiers des gouvernements qui se sont détériorés durant ce cycle économique, alors que ceux de plusieurs entreprises se sont améliorés.

Marchés boursiers

Rendements des marchés - périodes terminées le 31 décembre 2011

(%)	3 mois	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	3.6	-8.7	1.3	7.0	7.0
S&P 500 (\$C)	9.3	4.6	-2.9	-1.6	3.4
S&P 500 (\$US)	11.8	2.1	-0.3	2.9	5.5
Russell 2000 (\$US)	15.5	-4.2	0.2	5.6	6.3
DJIA (\$C)	9.4	8.1	-3.1	-2.5	2.3
DJIA (\$US)	12.0	5.5	-0.4	2.0	4.4
MSCI EAEO Net (\$C)	1.0	-10.0	-7.2	0.1	1.4
MSCI EAEO Net (\$US)	3.3	-12.1	-4.7	4.7	3.4
Shanghai (\$US) Chine	-5.5	-16.5	1.8	7.5	8.0
BSE Sensex (\$US) Inde	-13.3	-35.7	-0.1	17.6	8.5
EAEO marchés émergents (\$US)	4.5	-18.2	2.7	14.2	7.1
Univ. oblig. DEX	2.1	9.7	6.4	6.5	6.7
Bons du Trésor 91 jrs	0.2	1.0	2.0	2.4	3.1
\$C/\$US	2.3	-2.4	2.7	4.6	2.0

Converti en dollars canadiens au taux de 16 heures à Londres.
Rendements annualisés pour les périodes supérieures à 1 an.

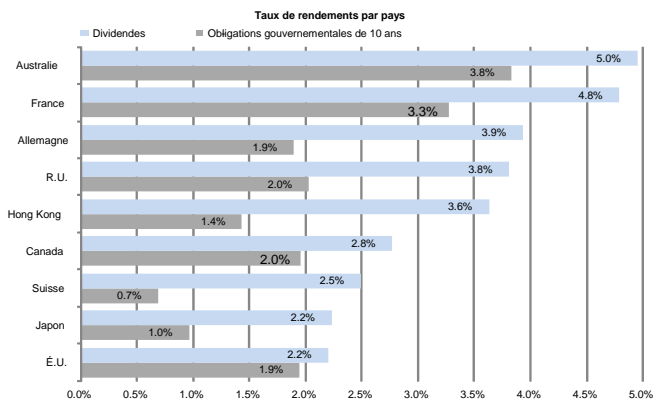
L'optimisme quant aux mesures entreprises par les dirigeants européens a permis d'obtenir des rendements positifs dans la plupart des marchés boursiers durant le quatrième trimestre de 2011. Pour l'ensemble de l'année cependant, les rendements sont

presque tous négatifs lorsque les marchés ont reconnu que les facteurs qui ont affecté la croissance au cours de la dernière année pourraient subsister pendant encore un certain temps. Les plus forts reculs sont survenus dans les marchés émergents plus surévalués, là où les secteurs des ressources et services financiers dominent les indices. Des gains modestes ont été réalisés par les titres de grande capitalisation américains puisqu'ils sont perçus comme ayant plus de capacité de gérer les périodes de ralentissement économique.

Stratégie d'investissement

La réduction de l'effet de levier est un processus qui requiert du temps et, en conséquence, un environnement de croissance économique lente demeure notre scénario le plus probable. Nous devons aussi tenir compte que les taux d'intérêt, dans le court terme et le long terme, demeureront relativement faibles pour quelques années à venir. Nous ne nous sommes pas étendus outre mesure sur la question de l'inflation dans ce sommaire, mais il suffit d'ajouter que les pressions à la hausse s'avèrent très modérées dans l'ensemble du monde développé. Les banques centrales toléreront sans doute certains mouvements haussiers au-delà de la fourchette du 1 à 2 % au moment où les bilans financiers des banques et des gouvernements sont perturbés par l'endettement et que les taux d'intérêt peu élevés réduisent le potentiel de défauts. Les consommateurs nord-américains continuent d'être endettés malgré les récentes améliorations des taux d'épargne.

Les rendements obligataires actuels ne procurent que peu ou pas de rendement sur une base absolue et un rendement négatif si l'on tient compte de l'inflation et de l'impôt. Les taux de rendement des obligations corporatives sont meilleurs, mais sont vulnérables aux taux d'inflation de long terme. Les marchés boursiers procurent aujourd'hui des rendements en dividendes qui sont compétitifs avec les rendements obligataires.



Le risque d'une érosion additionnelle des prix incite certainement plusieurs investisseurs au détail et institutionnels à délaisser les actions, mais les ratios cours/bénéfices actuels, pour la plupart, semblent attractifs. Ils n'ont auparavant atteint ces niveaux que lorsque les taux d'intérêt et les taux d'inflation étaient nettement plus élevés. Nous préférons les actions d'entreprises qui comportent des dividendes assurés. Encaisser un rendement en dividendes et attendre que la croissance accélère de nouveau représente notre stratégie principale. Les gains de capitaux prendront peut-être un peu de temps à être réalisés, mais nous préférons attendre plutôt que d'être immobilisés dans des obligations gouvernementales de long terme dont le rendement est faible. Lorsque des obligations doivent être détenues, nous privilégions les obligations corporatives de qualité qui comportent un degré élevé de certitude quant au remboursement du capital.