



Le Contact

 FINANCIÈRE
BANQUE NATIONALE
GESTION DE PATRIMOINE

DAVID GILBERT RICHARD BRUNET
418-649-2565 418-649-2509
ADRIANA POPA JULIE MESSIER
GAËTAN TURMEL

1-800-463-2635
www.fbn.ca/fr/brunetgilbert

14 mars 2014
Volume 20 Numéro 1

Rendement quinquennal de nos Paniers Conseiller

Morneau Shepell publiait les performances des fonds communs des gestionnaires de caisses de retraite au 31 décembre 2013. Le rapport, sans être exhaustif, offre un aperçu représentatif de l'ensemble des catégories d'actif. Nous attribuons une attention particulière aux chiffres couvrant l'équivalent d'un cycle de cinq années.

Morneau Shepell utilise respectivement les indices S&P/TSX et S&P500 pour les fonds canadiens et américains alors que les deux paniers se comparent à des indices de référence quelque peu distincts. Nous les décrivons aux pages suivantes.

La performance du Panier Valeur-actions surpasse près de

80% des gestionnaires alors que celle du Croissance VEA se classe en second quartile.

De plus, nos honoraires se mesurent avantageusement avec ceux de nos concurrents.

Performance 5 ans Annualisé

	Actions canadiennes	Actions américaines
Panier Valeur-actions	14,34%	-----
Panier Croissance VEA	-----	12,49%
Indice de référence	11,24%	12,41%

Stratégie Marché boursier

Le Panier Croissance VEA effectuait deux transactions. D'abord, il disposait d'Exxon Mobil (XOM) à l'heure d'un achat supplémentaire d'actions de la Compagnie Pétrolière Impériale (IMO). La mise en production du gisement Keartl à

l'automne et des phases subséquentes d'ici 2020 permettront de connaître une croissance supérieure à celle de la maison-mère.

Ensuite, il ajoutait à sa participation dans AT&T Corp. (T). Les fournisseurs de services de

télécommunications se comportent de manière rationnelle à l'égard des prix et avec un rendement de dividende de 5,6%, le titre semble intéressant au cours actuel.

Stratégie Taux fixe

Échéance	Actuel	15 janvier 2014	15 mars 2013
1 an	1,45%	1,46%	1,65%
2 ans	1,82%	1,80%	1,95%
3 ans	1,92%	2,10%	2,05%
5 ans	2,55%	2,81%	2,45%
10 ans	3,48%	3,51%	3,02%
15 ans	4,07%	4,19%	3,66%

Note : taux annuels de titres gouvernementaux ou certificats de dépôt (en date du 12 mars 2014)

La courbe des taux conserve son allure des derniers temps. Les écarts de rendement sur les titres gouvernementaux entre les échéances à deux et dix ans restent autour de

140 points de base (1,40%) au Canada et de 240 aux États-Unis. Elle traduit la confiance des marchés du crédit à l'égard de la croissance économique au cours des prochains mois.

Par ailleurs, le paradoxe « Amazon » offre un point de vue captivant aux observateurs. D'un côté, la Réserve Fédérale ne ménage aucun effort afin de stimuler l'économie et hausser le taux d'inflation autour de 2%. Elle considère ce niveau idéal pour entretenir la confiance des travailleurs, consommateurs et épargnants. Quant à Amazon.com,

elle fait tout en son pouvoir pour réduire les prix allant même jusqu'à renoncer aux profits sur l'ensemble de ses opérations. On croirait Karl Marx réincarné en Jeff Bezos le grand patron de la compagnie. Alors que l'industrie de la vente au détail subit cette pression constante de couper les prix, l'action d'Amazon atteint de nouveaux sommets. Ainsi, selon les volontés de la FED, l'inflation se fait sentir, mais sur les marchés financiers plutôt que sur les prix à la consommation!

Panier Valeur-Actions

(À la fermeture du 28 février 2014)

Rendements* (au 28 février 2014)	1 mois	Cumulatif annuel (2 mois)	3 mois:	1 an :	3 ans (Annualisé) :	5 ans (Annualisé) :	Depuis le début (1er décembre 2005) (Annualisé) :
Panier Valeur-actions	3,76%	4,80%	5,04%	23,38%	11,71%	18,22%	7,01%
Indice de référence**	3,58%	4,36%	6,39%	16,11%	5,40%	14,39%	5,91%

(*Tous les rendements et indices de référence ont été convertis en \$CAD et sont calculés avant frais)

(**L'indice de référence est composé comme suit : 75% de l'Indice S&P/TSX, 15% de l'Indice S&P500 et 10% des Bons du Trésor 91 jours)

La Banque Royale (RY) mise sur la croissance interne et les activités à faible intensité en capital pour augmenter sa valeur au prix d'un risque raisonnable. L'orientation « banque d'affaires », plus prononcée à l'extérieur du Canada, fait en sorte que son portefeuille de prêts constitue un peu moins de la moitié des actifs contre 60% au tournant du siècle. Depuis 2009, elle figure parmi les négociants principaux de la New York Federal Reserve. La banque prend part aux financements des agences du gouvernement américain. Pour ce faire, elle engageait alors des employés de firmes disparues ou en

déclin telles Lehman Brothers, Bear Stearns et Merrill Lynch.

Le président Gord Nixon tire sa révérence après plus d'une décennie à la tête de la Royale. Son remplaçant Dave McKay devrait perpétuer le modèle d'affaires.

La marge nette d'intérêts, la différence entre le taux moyen chargé sur les prêts moins celui consenti sur les dépôts, demeure sous pression. Tant que les taux à moyen et long terme resteront au niveau courant, la banque devra composer avec cette réalité. En revanche, la performance de l'économie amoindrit les pertes sur prêts.

Les analystes tendent à sous-évaluer les profits de la division des Marchés des capitaux à l'instar de ceux de ses concurrentes. Et pourtant, ils fluctuent de moins en moins au gré d'une réduction des activités transactionnelles pour son propre compte. La banque met l'accent sur ses rôles de conseillère aux entreprises, d'émettrice de nouveaux titres et autres services générant des honoraires réguliers.

Après une pause durant la tourmente de 2008-2009, la Royale augmentait son dividende à quelques reprises. Il se situe à 0,71 cents par trimestre versus 0,50 cents à l'époque.

Les membres du conseil d'administration ont confiance en l'avenir. L'actionnariat médian parmi eux s'élève à 15 000 actions.

On établit nos cours cibles à l'achat et à la vente sur un amalgame de multiples en rapport avec la valeur aux livres et les profits, le rendement en dividende et la capacité de profit à long terme (une décennie).

La Banque Royale demeure sensible aux cycles et sa croissance dépend en bonne partie des marchés étrangers, États-Unis et Europe, où il s'avère difficile de répéter le succès tiré des activités bancaires traditionnelles au Canada. Néanmoins, nous apprécions sa stratégie d'affaires et partageons la confiance des administrateurs.

=====
Canadian Natural Resources (CNQ) domine l'industrie de la production pétrolière et gazière au pays. L'an prochain, son volume représentera plus du double de celui de l'Imperiale et sera de 40% supérieur à Suncor (Pétro-Canada).

CNQ produit du pétrole lourd dont les prix subissent le **goulot d'étranglement** en Oklahoma. Malgré les embûches causées par l'absence d'acceptation à ce jour du pipeline Keystone XL par le président Obama, la **situation se résorbe de façon graduelle.** L'utilisation du rail, l'inversion du pipeline Seaway vers le golfe du Mexique et l'ouverture récente de Keystone Sud contribuent à réduire l'escompte par rapport à ceux du Texas et du Dakota.

Elle tire les **trois-quarts de sa production du pétrole et le reste du gaz naturel.** Depuis cinq ans, elle ne consentait que peu d'efforts au développement de ses propriétés gazières. Les dirigeants prétendaient, et le temps leur a donné raison, qu'il faudrait un bon moment avant d'obtenir des prix intéressants.

L'été dernier encore, elle désirait vendre une partie de ses actifs. En l'absence d'acheteurs prêts à verser un montant acceptable, CNQ les retirait du marché. Dans un volte-

face, elle achetait des propriétés contigües lui permettant d'augmenter sa production de plus de 10% à peu de frais.

Depuis 2003, elle augmente ses livraisons de 5%-6% par année sans diluer son capital-actions.

Les **membres du conseil d'administration** démontrent leur **foi à l'égard** des opérations par un niveau d'actionnariat élevé. Huit d'entre eux possèdent des actions valant plus d'un million de dollars.

En cinq mois, CNQ triplait son dividende. Elle prévoit maintenir ses investissements annuels au niveau actuel. Ainsi, les hausses de revenus, fruits des récentes décisions augurent bien pour d'autres bonnes nouvelles de ce genre.

Nous évaluons le titre en fonction de ses revenus et flux monétaires par action. Nous croyons qu'il recèle un **potentiel intéressant**, malgré sa progression à ce jour.

Panier VEA

(À la fermeture du 28 février 2014)

Rendements* : (au 28 février 2014)	1 mois :	Cumulatif annuel (2 mois)	3 mois :	1 an :	3 ans (Annualisé) :	5 ans (Annualisé)	Depuis le début (1 ^{er} février 2006) (Annualisé) :
Panier Croissance VEA	3,10%	3,05%	4,57%	32,44%	16,16%	17,70%	6,85%
Indice de référence**	3,74%	4,56%	7,01%	26,11%	13,12%	16,39%	5,59%

(*Tous les rendements et indices ont été convertis en \$CAD et sont calculés avant frais)

(**L'indice de référence est composé comme suit : 25% de l'Indice S&P/TSX, 60% de l'Indice S&P500, 5% de l'Indice EAFE et 10% des Bons du Trésor 91 jours)

Thomson Reuters (TRI) fournit des banques de données aux avocats, comptables, fiscalistes, sociétaires sur les places financières et gestionnaires de portefeuille. Dans notre domaine, elle crée de la valeur

ajoutée par le biais de logiciels d'analyses et des revues d'annonces corporatives via un département de journalistes.

L'entreprise forme un **duopole avec Bloomberg.** L'ampleur des

infrastructures en technologie et des coûts fixes élevés posent des barrières à l'entrée.

Thomson Reuters se bute à des **revenus stagnants.** Le ralentissement en Europe entraîne

des fusions et faillites parmi les institutions financières. Il s'ensuit des pupitres de négociation amincis. Par ailleurs, les marchés émergents ne répondent guère aux attentes. Enfin, l'internet crée un torrent d'informations gratuites et, effet pervers, l'attente d'encore plus sur cet aspect. Ainsi, une pression à la baisse sur les prix s'exerce pour les produits peu sophistiqués.

À l'inverse, la croissance du commerce international oblige les professionnels à recourir à des banques de données fiables. Les lois et réglementations varient d'un pays à l'autre pour toutes les professions.

Ses **revenus** proviennent d'**abonnements** et d'**ententes contractuelles**. La nature fixe de la plupart de ses dépenses constitue un bel effet de levier.

À l'automne, elle effectuait une **contribution spéciale** de cinq cents millions de dollars dans le **fonds de pension** des employés afin d'effacer le déficit.

Le **dividende** récemment augmenté procure un rendement de **3,5%**. Enfin, des **rachats d'actions** plutôt que des acquisitions et une **attention** accrue aux **coûts** militent en faveur du titre.

Leader américain de la sidérurgie, Nucor (NUE), connaît un succès relatif. Ses résultats surpassent ceux des vieilles aciéries fonctionnant avec de hauts-fourneaux. Cependant, les surplus de capacité à l'échelle mondiale mettent un plafond sur les prix. De nouvelles usines, surtout en Asie, font plus que combler les fermetures en Amérique.

Dans ce contexte, la compagnie choisit l'**intégration verticale** qui lui accorde flexibilité et moyens de produire des aciers de spécialité et/ou de qualités supérieures. Pour ce faire, elle ajoutait des activités de cueillette et de traitement sommaire d'acier de rebut. De plus, ses opérations de courtage lui donnent un accès privilégié aux matières premières.

Grâce à des **usines à arc électrique**, ses coûts d'énergie figurent parmi les plus bas du domaine. Ainsi elles coûtent moins chères à construire et à entretenir au fil de leur vie. Les dernières fonctionnent selon un procédé par injection directe pouvant opérer à une température inférieure.

La **faiblesse des prix du gaz naturel** en Amérique lui confère un autre atout. À cet égard, elle signait l'an dernier une entente

d'approvisionnement à long terme avec Encana pour une nouvelle aciérie dans le sud des États-Unis.

Les **employés participent** de façon active au **processus de gestion**. Un programme de partage des profits, l'absence de fonds de pension et de syndicats ajoutent aux avantages opérationnels.

Tout de même, Nucor écope des **importations asiatiques** dont les faibles coûts de main-d'œuvre, le peu de contraintes environnementales et les frais de transport abordables accablent le marché américain.

Nucor maintient un **bilan solide** et un nombre d'actions en circulation stable. Elle verse un **dividende** donnant un rendement de **3%**. Le titre s'avère le seul à fort caractère cyclique dans le portefeuille. Nous l'évaluons selon une combinaison de ratios de valeur aux livres et de revenus. Nous maintenons notre participation, malgré la progression limitée du titre depuis son acquisition.

Gaétan Turmel, F.C.S.I.

Conseiller sénior

Gestionnaire de portefeuille

Nous avons rédigé le présent commentaire afin de vous donner notre avis sur différentes solutions et considérations en matière d'investissement susceptibles d'être pertinentes pour votre portefeuille de placements. **Ce commentaire reflète uniquement les opinions des conseillers en placement, Richard Brunet et David Gilbert, et peuvent ne pas refléter celle de Banque Nationale Groupe Financier.** En exprimant ces opinions, nous nous efforçons d'appliquer au mieux notre jugement et notre expérience professionnelle du point de vue d'une personne appelée à suivre un vaste éventail de placement. Par conséquent, le présent rapport représente notre opinion éclairée et non une analyse de recherche produite par le Service de recherche de la Financière Banque Nationale. Les titres mentionnés dans cette chronique ne s'adressent pas à tous les types d'investisseurs et ne devraient en aucun cas être considérés comme une recommandation, veuillez consulter votre conseiller en placement.

Financière Banque Nationale Inc. (La Firme) est une filiale indirecte en propriété exclusive de Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la bourse de Toronto (NA : TSX).

FCPE

MEMBRE