



Le Contact

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

15 juillet 2014
Volume 20 Numéro 3

Stratégie Taux fixe

Échéance	Actuel	15 mai 2014	15 juillet 2013
1 an	1,71%	1,65%	1,75%
2 ans	2,06%	1,90%	1,85%
3 ans	2,21%	2,10%	2,15%
5 ans	2,55%	2,61%	2,65%
10 ans	3,31%	3,29%	3,48%
15 ans	3,83%	3,88%	3,98%

Note : taux annuels de titres gouvernementaux ou certificats de dépôt (en date du 11 juillet 2014)

En ce milieu d'année, la **courbe des taux ressemble à une mer d'huile**. L'absence de mouvement se dessine sur une toile de fond économique en croissance stable et régulière. La FED amenuise l'étendue de la stimulation instaurée en 2008 en réponse à la création d'emplois plus vigoureuse. **On s'approche d'un taux de chômage qui devrait amener l'inversion de sa politique monétaire** (hausser son taux d'escompte par exemple).

Stratégie Marché boursier

Le 30 juin dernier, le panier Valeur-Actions disposait de Saputo Inc. (SAP) à 64,00\$. Puisque ce titre franchissait notre cible de vente

Cependant, ses commentaires deviennent plus flous. Elle accorde, à ses dires, davantage d'emphase sur un « juste jugement » et moins sur les statistiques.

Comme je l'écrivais récemment, ces dernières font souvent l'objet d'ajustements notables entre leurs premières versions et les révisions subséquentes. Toutefois, il faut garder en mémoire les **difficultés à reconnaître un virage de cycle** au moment même où il prend forme. Je cite l'incapacité de la FED à réaliser la bulle immobilière de 2006-2007 tout comme celle de comprendre la gravité de la crise financière de l'année suivante. Le temps permettra de saisir l'impact du choix d'essentiellement abolir les taux d'intérêts.

En sus de la reprise au chapitre de l'emploi, **l'écart TED indique la confiance** des marchés quant à la stabilité du système financier dans les

pays industrialisés. Les écarts de taux entre le court et le long terme tout comme ceux entre les différentes catégories d'emprunteurs vont dans le même sens. Pour sa part, **l'indice précurseur de l'économie américaine** maintient sa **prévision de croissance modérée**. Par ailleurs, on observe une **diminution palpable des réserves bancaires** libres. Cette tendance confirme une plus grande volonté des banques à charte et des entreprises à contracter des emprunts.

En somme, l'économie de nos voisins du sud se porte bien et la nôtre devrait en ressentir les bienfaits. Cependant, il **reste à connaître l'ampleur et le moment où les prêteurs jouiront d'une récompense** raisonnable sous forme de taux couvrant au minimum l'inflation et les impôts.

établie selon sa fourchette depuis son arrivée en bourse, nous encaissons le profit. Dans l'attente de bonnes

occasions, la proportion d'encaisse du portefeuille se monte 25,3%.

=====

Les investisseurs chevronnés nous donnent parfois l'opportunité de mieux comprendre les sources de leurs succès. Dans son bouquin « My own story », **Bernard Baruch** raconte ses dispositions d'esprit en tant qu'investisseur modèle **des années 1920-1930**.

« **Les gens en veulent toujours trop**. Quand tout va trop bien, je me rappelle que $2 + 2 = 4$. On ne connaît pas encore la méthode de tout avoir à partir de rien. À l'inverse, pendant les périodes de déprimés boursières, je me souviens que $2 + 2$ font encore 4 et que l'on ne peut garder l'humanité avec le moral dans les talons bien longtemps. L'investissement s'avère **un combat continu entre la raison et l'émotivité**.

Alors que je commençais à connaître du succès au cours de ma jeunesse, on me percevait comme un joueur. Au fur et à mesure que mes opérations prenaient de l'envergure, on me décrivait comme un spéculateur. Maintenant devenu riche, on me dit investisseur. Pourtant, je ne vois pas le prétendu changement.

Le véritable investisseur observe le futur et agit avant qu'il ne se produise.

Juste un peu de connaissances me semble une chose bien **dangereuse**. Je crains les gens supposément versatiles. Je connais peu d'individus réussissant très bien dans plus d'un domaine.

Un « tuyau » ou de l'information dite privilégiée constituent les

moyens parfaits pour paralyser les capacités de raisonnement d'un investisseur. Il oublie tout ce qui contribue à prendre des décisions éclairées.

Enfin, l'une des plus communes et **pires erreurs** des épargnants consiste à **vendre** leurs titres à profit et conserver ceux à perte en attendant leur remontée. Ce type de décision ne s'appuie sur aucune logique et analyse sérieuse.»

Suite à une carrière remarquable où il devint fortuné dans les années '20, il sut éviter le krach et conserva son patrimoine pendant la décennie suivante.

Panier Valeur-Actions

(À la fermeture du 30 juin 2014)

Rendements* (au 30 juin 2014)	3 mois :	Cumulatif annuel : (6 mois)	1 an :	3 ans (Annualisé) :	5 ans (Annualisé) :	Depuis le début : (1er décembre 2005) (Annualisé) :
Panier Valeur-actions	5,03%	12,19%	29,47%	13,16%	15,86%	7,57%
Indice de référence**	5,08%	10,82%	25,58%	8,89%	10,87%	6,42%

(*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)

Enerflex (EFX) dessine, fabrique, installe et entretient des **équipements de compression, purification, entreposage et livraison de gaz naturel** des puits jusqu'aux gazoducs. Quoique la compagnie ne s'implique pas dans la construction d'usines de gaz naturel liquéfié, cette industrie naissante pourrait accélérer la croissance de ses affaires.

Elle opère dans **cinq régions du globe**. Au Canada et dans le nord des États-Unis, Enerflex dessert les producteurs de gaz non-conventionnels. En Amérique Latine et dans le sud des États-Unis, elle

s'occupe de producteurs traditionnels. Au Moyen-Orient, la compagnie installe et gère des usines. En Europe, elle fait le pont entre le gaz russe et les réseaux de transport nécessitant des travaux étendus de modernisation. Enfin, la demande pour de nouvelles usines en Océanie présente de bonnes opportunités.

L'an dernier, l'entreprise mettait au point une **méthode d'exploitation de sables bitumineux** par système de gravité assistée (extraction **en sous-sol**) à l'aide de ses compétences liées au gaz naturel. Le départ semble prometteur. Par ailleurs, elle tente d'appliquer ses compétences à la

production d'électricité en régions éloignées.

En juin, elle **acquiert un commerce de compression** et de traitement à contrat ainsi que des services connexes d'entretien. Cette transaction augmente la part des revenus récurrents, étend sa portée géographique et ajoute à sa polyvalence. Notamment, Enerflex **gagne l'accès aux marchés du Brésil** en forte expansion dû aux découvertes récentes et celui du Mexique suite à l'ouverture aux fournisseurs étrangers. De plus, elle permettrait des ventes croisées de produits et services complémentaires.

La société peut subir des cycles négatifs à la baisse, des fluctuations de **taux de change** en sa défaveur (plus des trois-quarts de ses revenus proviennent de l'étranger), des **conditions climatiques** difficiles et de la **compétition** irrationnelle vu la fragmentation élevée de l'industrie.

Ses opérations exigent peu d'immobilisations physiques, mais d'importants inventaires de pièces de rechange et des comptes à recevoir qu'elle doit supporter pendant de longues périodes dans les cas de fabrications d'usines.

Un bilan sain et des actifs liquides placent Enerflex dans une situation propice pour augmenter son dividende au cours des prochains exercices. Toutefois, le titre s'approche de notre cible de vente. S'il devait l'atteindre, notre discipline prévaudrait sur les qualités entreprise.

Intact Financial Corp. (IFC) assure les automobiles, biens immobiliers et responsabilités professionnelles. Son territoire se

compose surtout de l'Alberta, de l'Ontario et du Québec.

Elle récolte la majeure partie de ses revenus de primes auprès des particuliers et dans une moindre mesure d'entreprises commerciales et industrielles.

Depuis 2004, l'industrie de l'assurance de dommages vit des conditions difficiles. D'abord, des surplus de capitaux parmi les assureurs entraînaient des baisses de primes. Ensuite, une série de catastrophes conduisait à une augmentation des réclamations.

Afin de parer à ces défis, Intact instaurait une série de mesures pour redresser sa rentabilité. Outre des hausses de primes, elle réduit la couverture pour les tremblements de terre et lie davantage sa tarification à la prévention. En sus, elle augmente les franchises et raccourcit la durée des polices lorsqu'elles dépassent plus d'un an. Grâce à sa taille grandissante, elle fait une utilisation accrue d'évaluateurs internes. L'assureur récompense les conducteurs prudents qui acceptent

l'introduction de la télématique à bord de leurs véhicules. Dans le but de limiter l'inflation des coûts de réparation, elle fait appel à des réseaux de carrossiers connus. Enfin, elle collabore avec le gouvernement ontarien dans l'espoir de réduire la fraude dans cette province.

Intact investit les primes dans des actifs liquides et sécuritaires. Elle conserve 80% de ses placements en titres garantis et la plupart en échéances à court terme. Il va s'en dire que la baisse des taux affecte toute l'industrie.

Malgré ces contraintes, la compagnie maintient une marge de profit supérieure à celles de ses concurrents. Par le passé, les marchés accordaient des évaluations plus généreuses par temps de faibles ratios combinés (proportion des dépenses versus les revenus) et vice versa par périodes difficiles. En posant l'hypothèse, que des jours meilleurs arriveront éventuellement, nous estimons qu'Intact Financial recèle un potentiel intéressant.

Panier VEA Croissance

(À la fermeture du 30 juin 2014)

Rendements* : (au 30 juin 2014)	3 mois :	Cumulatif annuel : (6 mois)	1 an :	3 ans : (Annualisé)	5 ans : (Annualisé)	Depuis le début : (1 ^{er} février 2006) (Annualisé) :
Panier Croissance VEA	0,57%	6,66%	23,20%	17,60%	14,69%	7,01%
Indice de référence**	2,64%	8,04%	24,47%	14,96%	13,43%	5,77%

(*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)

UnitedHealth Group Inc. (UNH) offre des programmes privés d'assurance médicale et de services administratifs. Alors que les PME préfèrent les services d'assurances, les grandes entreprises optent surtout pour l'auto-assurance ne sous-contractant que la gestion

quotidienne. L'entreprise dessert aussi les médecins, administrations publiques et organisations de recherche.

Les assureurs jouent un rôle déterminant dans la réforme Obamacare visant à réduire la croissance des dépenses. Celle-ci met

une pression sur les revenus de l'industrie. Alors qu'une plus large couverture de la population crée un effet positif, la nouvelle réglementation a pour effet de standardiser les produits. Il devient plus ardu de se différencier des concurrents et les marges

bénéficiaires en subissent les contrecoups. Cependant, le vaste champ des différentes opérations d'UnitedHealth lui permet d'amortir les coûts fixes et de diversifier les risques.

Par ses modes de tarification, elle encourage les fournisseurs de services de santé à resserrer leurs dépenses. Ainsi, les assureurs jouent leur rôle pivot entre les gouvernements et le monde médical.

Le taux de **chômage influence les résultats** des assureurs. Pendant les récessions, les entreprises licencient des employés et réduisent leurs bénéfices marginaux. **Tout de même, le domaine demeure en croissance** puisque la population américaine croît à un rythme raisonnable, fruit d'une immigration positive. Afin de diversifier ses affaires, la firme prenait le contrôle de l'une des grandes organisations du genre au Brésil.

Depuis plusieurs années, UnitedHealth **rachète des** quantités importantes d'actions. Tandis qu'elle ne versait qu'un **dividende** symbolique jusqu'en 2009, elle le **rehausse** maintenant de façon **appréciable** à chaque exercice. Les

investisseurs reconnaissent la valeur de ses opérations et le titre se rapproche de notre point de vente.

=====
Parmi les grandes banques américaines, **Wells Fargo (WFC)** se compare avantageusement aux JPMorgan, Bank of America et Citigroup. **Au plus fort de la crise, elle achetait la banque Wachovia.** Ses actifs doubleraient, mais elle augmentait le nombre d'actions en circulation de seulement 60%. Wachovia se trouvait alors dans une situation précaire en raison d'un large portefeuille de prêts hypothécaires peu solvables. Par exemple, certains emprunteurs faisaient des versements inférieurs au coût des intérêts en supposant que l'appréciation de valeur de leur propriété compenserait de façon suffisante. Une combinaison de radiations, de refinancements et la reprise du marché immobilier lui permettent de soupirer d'aise à cet effet.

Wells Fargo **accumule les dépôts avec un zèle remarquable.** Cependant, la faiblesse des marchés du prêt nuit à son rendement. Elle doit en investir une part significative en obligations gouvernementales

dont les taux s'avèrent inférieurs ceux des prêts aux particuliers et aux entreprises. Un retour aux conditions vécues avant la crise contribuerait matériellement aux profits.

Par contre, ses efforts de ventes croisées (plusieurs produits et services à un même client) portent fruit.

Malgré sa réussite à percer le secteur du Nord-Est des États-Unis, la **Californie demeure son principal marché.**

Comme les autres banques, elle **doit conserver plus de capital** que par le passé. Le rendement sur l'avoire des actionnaires en souffre en conséquence.

À moyen terme, les dirigeants **souhaitent retourner plus de la moitié des profits aux actionnaires** sous forme de dividendes et de rachats d'actions. Cette perspective favorable de l'ensemble nous incite à conserver ce titre.

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
Fonds de placement
M E M B R E