

AVRIL 2008

## Dans ce numéro...

### Page 1

- Autour du monde : Le monde a changé !
- États-Unis : Une récession, certes, mais pas de scénario d'apocalypse en vue

### Page 2

- Marchés des capitaux : Ne pas confondre volatilité et potentiel de baisse
- Canada : Pas de récession en vue, mais fortes disparités régionales

### Page 3

- Répartition de l'actif : Le point d'inflexion n'est pas loin
- Nos prévisions

### Page 4

- Portefeuilles modèles, répartition de l'actif, diversification par pays et durée pour cinq profils d'investisseurs différents

## AUTOUR DU MONDE

### Le monde a changé !

Alors que les États-Unis enregistrent une décélération rapide de leur activité économique depuis six mois, la croissance mondiale est restée relativement robuste grâce à la forte poussée de l'activité économique des pays en émergence, comme ceux faisant partie du BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine). Bénéficiant pour les uns (Russie et Brésil) de la flambée des cours des matières premières et pour les autres (Chine et Inde) du déplacement des unités de production des industries fortement intensives en main d'œuvre, ce sont 2,8 milliards d'habitants (40 % de la population mondiale) qui ont vu depuis quelques années leur niveau de vie progresser de façon fulgurante. D'ailleurs, même si les pays du BRIC représentent actuellement à peine 21 % de l'activité économique mondiale, ils ont contribué à hauteur de 42 % à la croissance du PIB mondial en 2007. Il n'en fallait pas plus au camp des optimistes pour clamer haut et fort, au début de 2008, que ce découplage allait durer et que ces pays étaient relativement à l'abri d'une éventuelle récession américaine. Qu'en est-il vraiment ?

Même si la tendance de fond dans les pays en

émergence rapide, comme le BRIC, est incontestablement haussière, nous sommes sceptiques à l'égard de cette théorie du découplage étant donné le degré d'intégration de l'économie mondiale et les signes croissants d'un ralentissement économique important dans la zone euro. En effet, même si les pays émergents continuaient d'afficher des taux de croissance très élevés en regard des normes des pays industrialisés, on devrait observer un ralentissement marqué de leurs exportations, pavant la voie au retour, en 2008, d'un taux de croissance de l'économie mondiale plus compatible avec son rythme de croissance à long terme (autour de 3,5 %). Dans la foulée, nous croyons que les prix des ressources naturelles ne demeureront pas insensibles à cette décélération de l'économie mondiale. Des baisses non négligeables de l'ordre de 25 % à 40 % sont à prévoir sur plusieurs matières premières (pétrole, cuivre, céréales, etc.), d'autant plus que les autorités réglementaires envisagent la possibilité de resserrer les règles de couverture de marge sur la bourse des marchandises pour freiner l'activité des spéculateurs et la demande de nature financière.

## ÉTATS-UNIS

### Une récession, certes, mais pas de scénario d'apocalypse en vue

Au premier trimestre, plusieurs indicateurs économiques se sont détériorés aux États-Unis, poussant nombre d'experts à déclarer que le pays était déjà en récession. Il faut dire que les ménages américains connaissent une forte dégradation de leur situation financière dans le sillage de la poussée du prix de l'essence et de la baisse de la valeur des maisons. Au cours de la dernière année, nous avons fait part, à maintes reprises, de nos inquiétudes quant aux conséquences de l'éclatement de la bulle immobilière au pays de l'oncle Sam. C'est pourquoi, il ne faut pas s'étonner si notre scénario de base prévoit une contraction de l'activité économique au premier semestre 2008 et une remontée du taux de chômage aux alentours de 6 % (contre 4,8 % actuellement). Pour mettre les choses en perspective, rappelons qu'une récession est un phénomène cyclique normal contribuant à purger les excès ou déséquilibres survenus pendant la phase d'expansion. Ce phénomène (à ne pas confondre avec une dépression) est survenu à sept reprises au cours des 50 dernières années.

À notre avis, la récession au sud de la frontière devrait être plutôt « modérée », et ne pas perdurer au-delà de 6 à 9 mois, grâce aux interventions musclées sans précédent des autorités monétaires et fiscales. Outre des mesures budgétaires dépassant les 150 milliards de dollars (quelque 1,5 % du PIB), mentionnons que la Réserve fédérale a abaissé son taux directeur de quelque 300 points de base depuis août dernier et annoncé récemment une série d'initiatives pour réduire les primes de risque exceptionnelles sur les différents instruments du marché du crédit. Dans la mesure où l'une des particularités importantes de cette « crise de liquidités » provient d'une ré-intermédiation financière (c.-à-d. le retour aux bilans des banques et des courtiers de prêts antérieurement vendus aux participants), nous pensons que le recours à des outils non traditionnels a sans doute un impact beaucoup plus important qu'une simple réduction du taux directeur.

Parmi ces outils, mentionnons tout d'abord la

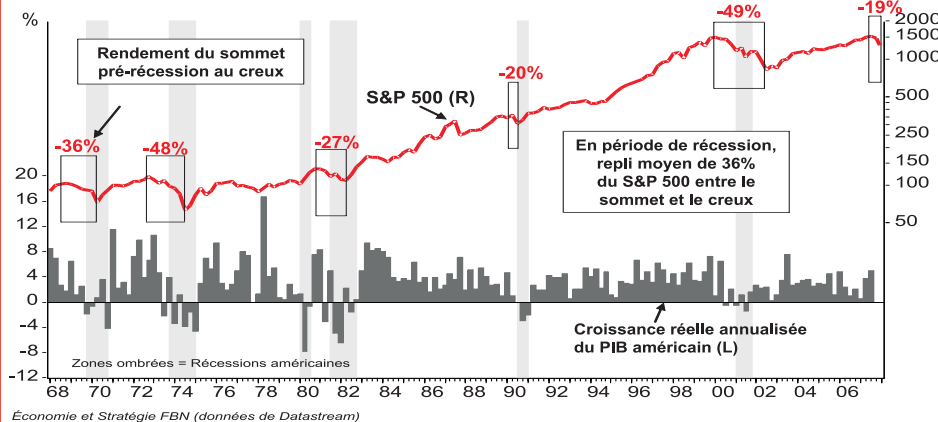
(SUITE À LA PAGE 3)

## Ne pas confondre volatilité et potentiel de baisse

Depuis l'éclatement de la crise des hypothèques à haut risque aux États-Unis l'été dernier, les marchés financiers sont devenus nettement plus volatils et la Bourse a écopé. En effet, tant New York (S&P 500) que Toronto (S&P/TSX) ont enregistré un repli de près de 20 %. Outre le fait que les banques commerciales et les maisons de courtage se voient maintenant obligées d'effectuer d'importantes radiations d'actifs (près de 200 milliards de dollars à ce jour), les titres cycliques ont subi une forte correction, car les investisseurs sont de plus en plus convaincus que les États-Unis sont vraiment entrés en récession. Comme on peut le constater sur le graphique ci-contre, la bourse américaine enregistre des replis d'au moins 20 % chaque fois que les États-Unis sont en récession. De fait, sur les 43 corrections de plus de 10 % observées depuis la Deuxième Guerre mondiale, seules 11 d'entre elles ont dégénéré en véritable marché baissier. Cependant, en raison de leur incidence sur les bénéfices des entreprises, toutes les récessions américaines (sept au total depuis 50 ans) ont été accompagnées de corrections boursières dépassant les 20 %. Donc, il ne faut pas s'étonner du repli actuel de la cote. Que

### Récession aux États-Unis : Répercussions sur la Bourse

Indice S&P 500 et croissance réelle du PIB américain



faire ? Le pire est-il derrière nous ?

Premièrement, il ne faudrait surtout pas confondre les concepts de volatilité et de potentiel de baisse. À notre avis, en raison du manque de transparence au sujet du risque exact encouru par les différents acteurs financiers (banques, courtiers, assureurs hypothécaires, fonds spéculatifs, etc), les marchés resteront très volatils au cours des prochains mois, les investisseurs se demandant

quelles seront les prochaines victimes. Ceci dit, après ce repli important des indices boursiers, et compte tenu de la réaction musclée des autorités monétaires, fiscales et réglementaires, il se pourrait fort bien que le gros de la correction soit déjà derrière nous. En effet, les baisses d'impôt, la réduction substantielle des taux et les facilités de crédit consenties aux banques et aux courtiers par les banques centrales ajoutent beaucoup de liquidités dans le système financier, de sorte que la récession devrait être modérée et de courte durée. Or, il importe de garder à l'esprit que la bourse a toujours rebondi avant même que l'activité économique ait atteint son creux cyclique (trois mois de décalage en moyenne).

Nous pensons qu'il est trop tard pour céder à la panique ou modifier radicalement sa stratégie de placement pour devenir plus défensif (une stratégie recommandée à maintes reprises par l'auteur de ces lignes avant l'éclatement de cette crise en août 2007). Nous conseillons plutôt à nos clients d'attendre encore un peu et de se préparer à saisir les opportunités sur les marchés lorsqu'elles se présenteront, tout en restant très diversifiés entre les principales catégories d'actifs. N'oublions pas que les Rockefeller et Rothschild de ce monde ont bâti leur fortune en investissant dans de grandes entreprises au moment où les autres investisseurs avaient cédé à la panique ou avaient été obligés de vendre à un prix dérisoire pour répondre à leurs appels de marge. Peu importe le type de mesure de valorisation utilisé, la plupart des experts s'entendent maintenant pour dire que les actions sont bon marché et que les obligations fédérales, canadiennes ou américaines, sont très chères (taux de rendement inférieur à 3 %

(SUITE À LA PAGE 3)

## CANADA

### Pas de récession en vue, mais fortes disparités régionales

Alors que les ménages américains sont aux prises avec une détérioration marquée de leur pouvoir d'achat et la plus grande destruction de richesse en 30 ans, la situation est tout autre pour les ménages canadiens. Premièrement, en raison de pratiques bancaires plus prudentes (peu de prêts à haut risque), l'activité reste fébrile dans l'immobilier et des hausses de prix modérées sont enregistrées. Deuxièmement, grâce à l'assainissement des finances publiques ces dernières années, plusieurs gouvernements ont pu abaisser leurs impôts et taxes, stimulant ainsi l'activité économique. Troisièmement, même si le cours du pétrole devait se replier en 2008, il resterait suffisamment élevé pour ne pas compromettre les investissements en cours dans ce secteur. Du même coup, l'activité économique devrait rester robuste dans les provinces de l'Ouest. À l'opposé, les provinces centrales (Ontario et Québec), où l'on retrouve une concentration plus forte du secteur manufacturier et qui sont dépourvues d'hydrocarbures, devraient enregistrer une croissance très anémique en 2008 (inférieure à 1 %). En somme, même si

près de 30 % de notre PIB est lié à nos échanges avec les États-Unis, nous pensons qu'une récession est peu probable au Canada (probabilité de quelque 30 % contre 80 % aux États-Unis) en raison du dynamisme de notre demande intérieure. Cependant, de fortes disparités régionales et sectorielles devraient être observées au pays en raison de la répartition géographique inégale des ressources naturelles.

Sur le plan de la politique monétaire, même si l'économie canadienne devrait, selon toute vraisemblance, mieux se comporter que l'économie américaine, l'absence de tensions inflationnistes et la persistance de la crise du crédit qui plane au-dessus du système bancaire nord-américain militent en faveur d'un assouplissement additionnel du taux directeur de la Banque du Canada (cible de 2,75 %). Quant au dollar canadien, il devrait quelque peu écopé de la correction appréhendée dans le secteur des matières premières pour osciller dans une fourchette des 92 à 97 cents au cours des prochains trimestres avant de retrouver la parité en 2009-2010.

## Le point d'inflexion n'est pas loin

Comme nous l'avons prédit il y a un an déjà, la volatilité du marché est revenue en force. Les baisses généralisées du marché boursier ont été entrecoupées de plusieurs hausses d'une journée, qui ont été de l'ordre de 4 % ces derniers jours à peine. Au cours des trois derniers mois, la Réserve fédérale américaine a réduit son taux de financement à un jour 3 fois, pour un total de deux points de pourcentage. Le taux actuel de 2,25 % des fonds fédéraux est maintenant inférieur de 3 points au niveau du début de la détente, en septembre. Chez nous au Canada, le taux de financement à un jour se situe maintenant à 3,5 %, soit un point de pourcentage en dessous du niveau de décembre où notre banque centrale a commencé à le réduire.

Avec toute l'incertitude qui règne sur le marché boursier, nous sommes heureux d'avoir recommandé de réduire les proportions d'actions dans deux de nos quatre commentaires trimestriels l'an dernier. Bien entendu, ces réductions ont fait monter nos liquidités bien au-dessus du niveau neutre, ce qui nous donne des munitions pour profiter des

occasions qui se présenteraient sur le marché.

Même si les corrections boursières ont fait baisser les cours des actions en général, il est toujours risqué d'essayer de saisir au vol un couteau qui tombe. Alors que les rumeurs de récession aux États-Unis et de ralentissement mondial possible continuent, nous préférons attendre un peu plus avant de réduire notre position surpondérée en liquidités et d'injecter cet argent dans le marché boursier. Toutefois, même si nous ne modifions pas encore nos portefeuilles modèles en conséquence, nous pensons que le point d'inflexion n'est pas très loin. Du côté des titres à revenu fixe, nous avons décidé de réduire la durée recommandée de nos portefeuilles de 0,5 année à 5,5 ans. Puisque les taux à court terme ont baissé sous l'effet de la réduction des taux directeurs des banques centrales, les obligations à court et à moyen termes ont suivi. Maintenant que l'obligation du gouvernement du Canada de 5 ans rapporte moins de 3 % et celle de 10 ans, 3,5 %, le marché obligataire se révèle relativement peu attrayant. Nous continuons de recommander une pondération neutre dans cette catégorie

d'actifs, plus pour sa valeur de havre sûr pendant cette période trouble que pour toute autre raison. Nous réitérons aussi nos commentaires du dernier trimestre selon lesquels les obligations de sociétés de grande qualité de 5 ans (les banques par exemple) deviennent plus intéressantes alors que les écarts de crédit continuent de se creuser.

En ce qui concerne notre stratégie d'actions canadiennes, nous n'avons pas de grands changements à annoncer. Nous continuons d'apprécier le secteur des biens de consommation de base pour ses caractéristiques défensives, qu'on trouve aussi dans certains titres moins « discrétionnaires » du secteur de la consommation non essentielle. Enfin, nous continuons de sous-pondérer les composants les plus cycliques du marché comme l'énergie et les matériaux, puisque nous croyons qu'un ralentissement entraîné par les États-Unis finira par se faire sentir chez nous, quelle que soit la force de l'effet de découplage de la Chine et des autres marchés émergents. La seule exception reste le sous-secteur de l'or, qui, comme les obligations, demeure un secteur refuge en attendant que la situation se calme et que l'horizon s'éclaircisse.

**(SUITE DE LA PAGE 2 « Marchés des capitaux »)**

sur un terme de 5 ans). Paradoxalement, étant donné le spectre d'une récession aux États-Unis, nous sommes nettement plus à l'aise avec le marché américain qu'avec le marché canadien à cause de la prédominance du secteur des

ressources dans l'indice de la Bourse de Toronto. Nous craignons que l'activité économique des pays asiatiques (consommateurs importants de matières premières) soit tôt ou tard touchée par une chute de la consommation américaine vu le degré d'intégration de l'économie mondiale.

**(SUITE DE LA PAGE 1 « États-Unis »)**

décision récente de la Fed d'autoriser une enveloppe de 200 milliards de dollars sous forme de prêts aux courtiers en valeurs mobilières (limités aux banques commerciales à ce jour) en acceptant en contrepartie des titres hypothécaires et des valeurs mobilières de grande qualité. De plus, la décision des autorités de régulation d'assouplir les règles de base des agences fédérales Fannie Mae et Freddie Mac devrait rendre plus facile l'accès au crédit hypothécaire pour un plus grand nombre de ménages américains et paver la voie à une baisse des taux hypothécaires. Plusieurs experts, dont l'ancien président de la Réserve fédérale, s'entendent d'ailleurs pour dire qu'une stabilisation du marché immobilier américain constitue une condition préalable au retour de la confiance des ménages et des investisseurs. Comme le soulignait récemment le Secrétaire au Trésor américain, monsieur Paulson, les États-Unis prendront toutes les mesures nécessaires pour que les problèmes de Wall Street n'entraînent pas le pays

dans une dépression similaire à celle des années 30 ou dans une crise économique.

Outre la crise du crédit, d'autres facteurs de risque peuvent retarder ou, au contraire, accélérer la reprise économique prévue pour l'automne 2008. Parmi ces facteurs, mentionnons l'évolution du prix du pétrole et de la plupart des matières premières. En effet, la nouvelle flambée du prix du pétrole et des aliments depuis janvier dernier risque de réduire le pouvoir d'achat des consommateurs américains et de contrecarrer les efforts des autorités américaines pour stimuler l'économie. À l'opposé, une chute rapide du prix des ressources (quelle qu'en soit la cause) serait bénéfique pour les consommateurs américains, en plus de réduire les attentes inflationnistes des agents économiques. Quoiqu'il en soit, à moins d'un retour au protectionnisme après les élections présidentielles de novembre prochain, nous croyons que les vents contraires perdront de leur intensité au cours des prochains mois et que les mesures prises depuis décembre dernier commenceront à porter fruit.

### NOS PRÉVISIONS

	PRÉVISIONS			
	2005	2006	2007	2008
<b>Produit intérieur brut %</b>				
Canada	3,1	2,8	2,7	1,4
États-Unis	3,1	2,9	2,2	0,6
<b>Inflation %</b>				
Canada	2,2	2,0	2,1	1,2
États-Unis	3,4	3,2	2,9	3,3
<b>20 mars 07</b>				
<b>Déc. 2008</b>				
<b>Taux à court terme (Bons du Trésor, 91 jours)</b>				
Canada	1,48		2,41	
États-Unis	0,58		1,92	
<b>Taux obligataires – 10 ans %</b>				
Canada	3,45		3,84	
États-Unis	3,34		4,07	
<b>Taux obligataires – 30 ans %</b>				
Canada	3,94		4,29	
États-Unis	4,16		4,83	
Dollar canadien	0,98 \$US		1,00 \$US	
<b>S&amp;P / TSX – Rotation sectorielle</b>				
<b>Surpondérés</b>		<b>Sous-pondérés</b>		
Consommation de base		Énergie		
Consommation discrétionnaire		Matériaux (sauf or)		

## PORTEFEUILLES MODÈLES

### Portefeuille revenu

**Profil de l'investisseur :** Vous voulez préserver votre capital ou vous constituer une source de revenus périodiques pour financer des dépenses courantes. La volatilité du marché boursier ne vous attire pas, mais vous n'êtes pas contre l'idée d'investir une petite partie de votre portefeuille dans des actions, principalement pour contrer les effets de l'inflation. Votre tolérance au risque est très faible.

Catégorie d'actifs	Minimum/Maximum	Repère	Pondération recomm.	Variation
Encaisse	0 % à 20 %	10 %	14 %	–
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) <sup>1</sup>	60 % à 100 %	70 %	70 %	–
Actions – Canada	0 % à 30 %	10 %	8 %	–
Actions – États-Unis		5 %	4 %	–
Actions – pays étrangers		5 %	4 %	–

### Portefeuille conservateur

**Profil de l'investisseur :** Vous voulez principalement que votre portefeuille soit investi dans les titres à revenu fixe. Même si vous pouvez composer avec une volatilité restreinte pour faire fructifier votre actif, vous préférez que votre portefeuille soit surtout constitué de placements à revenu fixe pour des raisons de stabilité. Votre tolérance au risque est faible.

Encaisse	0 % à 15 %	5 %	10 %	–
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) <sup>1</sup>	50 % à 80 %	60 %	60 %	–
Actions – Canada	20 % à 45 %	10 %	8 %	–
Actions – États-Unis		10 %	9 %	–
Actions – pays étrangers		10 %	9 %	–
Placements alternatifs <sup>2</sup>	0 % à 10 %	5 %	4 %	–

### Portefeuille équilibré

**Profil de l'investisseur :** Vous placez sur un pied d'égalité le revenu et la croissance du capital. Vous pouvez composer avec une volatilité modérée pour assurer la croissance du capital, mais vous préférez détenir dans votre portefeuille une concentration plus ou moins élevée de placements à revenu fixe pour des raisons d'équilibre. Votre tolérance au risque est moyenne.

Encaisse	0 % à 20 %	0 %	7 %	–
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) <sup>1</sup>	30 % à 65 %	50 %	50 %	–
Actions – Canada	30 % à 65 %	15 %	12 %	–
Actions – États-Unis		15 %	14 %	–
Actions – pays étrangers		10 %	9 %	–
Placements alternatifs <sup>2</sup>	0 % à 15 %	10 %	8 %	–

### Portefeuille de croissance

**Profil de l'investisseur :** Vous recherchez principalement la croissance du capital. Même si vous pouvez composer avec une grande volatilité de la valeur de vos placements, vous n'êtes pas disposé à investir en bourse la totalité de votre portefeuille. Votre tolérance au risque est élevée.

Encaisse	0 % à 25 %	0 %	9 %	–
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) <sup>1</sup>	25 % à 45 %	35 %	35 %	–
Actions – Canada	40 % à 75 %	20 %	16 %	–
Actions – États-Unis		15 %	14 %	–
Actions – pays étrangers		15 %	14 %	–
Placements alternatifs <sup>2</sup>	0 % à 20 %	15 %	12 %	–

### Portefeuille croissance maximale

**Profil de l'investisseur :** Vous voulez maximiser le rendement éventuel de votre capital en investissant la totalité ou la quasi-totalité de votre portefeuille sur le marché boursier. Ce faisant, vous acceptez que le rendement de vos placements soit très volatil dans l'espoir qu'il soit beaucoup plus élevé. Votre tolérance au risque est très élevée.

Encaisse	0 % à 30 %	0 %	12 %	–
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) <sup>1</sup>	0 % à 30 %	20 %	20 %	–
Actions – Canada	55 % à 100 %	20 %	16 %	–
Actions – États-Unis		20 %	18 %	–
Actions – pays étrangers		20 %	18 %	–
Placements alternatifs <sup>2</sup>	0 % à 25 %	20 %	16 %	–

<sup>1</sup>) Comprend les obligations traditionnelles et à rendement réel. Repère = 75 % Indice SC Univers, 25 % Indice SC RRB

<sup>2</sup>) Comprend les fonds de couverture et l'immobilier. Repère = 50 % Indice Fonds de couverture Tremont, 50 % Indice S&P TSX Cap REIT

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et interprétation de ces renseignements et ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation d'offre d'achat ou de vente des valeurs ci-mentionnées. La Firme peut agir à titre de conseiller financier, d'agent fiscal ou de souscripteur pour certaines des compagnies mentionnées aux présentes et peut recevoir une rémunération pour ses services. La Firme et/ou ses officiers, administrateurs, représentants, associés peuvent être détenteurs des valeurs mentionnées aux présentes et peuvent exécuter des achats et/ou des ventes de ces valeurs de temps à autre sur le marché ou autrement.