

Octobre 2009

Dans ce numéro...

Page 1

- Autour du monde : Les pousses vertes s'enracinent
- États-Unis : La récession se termine

Page 2

- Marchés financiers : Une plus grande tolérance du risque mène les investisseurs à la croissance
- Canada : Prêt pour la croissance

Page 3

- Répartition de l'actif : À la recherche de l'insaisissable point d'entrée
- Nos prévisions

Page 4

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

AUTOUR DU MONDE

Les pousses vertes s'enracinent

Les signes de renaissance timides font enfin place à des preuves tangibles de renouveau. Après s'être enfoncée pendant des mois même quand on la croyait déjà au plus bas, l'économie mondiale étonne maintenant par sa vigueur retrouvée. Le revirement est attribuable à une très nette amélioration des marchés du crédit des pays tant développés qu'en développement. L'activité économique reste bien en deçà des niveaux d'avant la crise, mais les filets de sécurité que les États ont tendus plus tôt cette année ont permis aux banques commerciales de recommencer à jouer leur rôle de courroie de transmission de la politique monétaire.

Sur le front économique mondial, le dernier indicateur économique avancé (IEA) de l'OCDE des principaux pays industrialisés a fait un bond de 1,4 % en juillet, ce qui constitue la plus forte augmentation en 34 ans. Résultat, le taux de variation sur six mois (notre indicateur préféré de l'élan économique) a viré au positif pour la première fois depuis 2007. En juillet, les IEA de l'OCDE et des économies du BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) sont aussi été positifs en même temps pour la première fois. Maintenant que la variation sur six mois de notre indicateur IEA composé

(70 % OCDE, 30 % BRIC) est en expansion au rythme annuel de 7 %, une croissance supérieure à la tendance du PIB de l'économie mondiale jusqu'au début de 2010 est très possible.

Les économies émergentes auront un rôle important à jouer dans le maintien de la reprise mondiale. Les mesures de relance budgétaire massives de la Chine, combinées à une poussée de l'activité de prêt des banques de dépôt chinoises, ont contribué à faire rebondir son PIB au deuxième trimestre de son pire niveau en une décennie, sur fond de vigueur de la demande intérieure. La construction d'automobiles en Chine a connu une croissance stupéfiante de 50 % sur un an. Les quatre économies émergentes asiatiques qui ont publié leur PIB du deuxième trimestre (Chine, Indonésie, Corée du Sud, Singapour) affichent pour la période une croissance annualisée moyenne de plus de 10 %. Comme la fabrication pèse lourd dans ces économies, celles-ci sont bien positionnées pour profiter d'une reconstitution des stocks dans les économies arrivées à une plus grande maturité au cours des prochains mois, ce qui limitera le risque de baisse des cours de nombreux produits industriels.

ÉTATS-UNIS

La récession se termine

Au sud de la frontière, la conjoncture s'est nettement améliorée au cours des derniers mois, à tel point que l'on prévoit maintenant une croissance du PIB au troisième trimestre, les entreprises commençant à regarnir leurs stocks.

La vitesse du retour à la normale du marché du travail sera un des deux plus importants déterminants de la reprise. À cet égard, si les États-Unis continuent de perdre des emplois, le rythme de l'érosion diminue rapidement. L'emploi salarié s'est contracté de 216,000 postes en août (contre plus de 700,000 plus tôt cette année), son plus faible recul en 12 mois. La donnée la plus encourageante est le nombre total d'heures travaillées, qui a augmenté pour la première fois depuis environ un an. À ce stade-ci du cycle, les entreprises répondent à une reprise des commandes en demandant à leur personnel de travailler plus d'heures par jour. Cet accroissement de l'intensité du travail précède normalement la réembauche.

Bien sûr, l'avantage économique d'une augmentation du salaire net sera miné si les maisons continuent de se déprécier. Les chiffres les plus récents donnent cependant à penser que les prix des maisons se stabilisent enfin. Selon l'indice Case-Shiller, ils ont augmenté de 0,7 % en juin, leur plus forte progression depuis décembre 2005. C'est une bonne nouvelle pour les propriétaires de maisons américains très endettés, puisqu'il est difficile d'avoir confiance dans l'avenir quand la valeur marchande de son actif le plus important ne cesse de baisser. Comme les prix des maisons se stabilisent et que la masse salariale ne se contracte plus, une reprise durable semble probable.

Mais le débat se poursuit sur la fiabilité des signaux qu'envoient les indicateurs économiques avancés. Pour certains, comme la montée de l'IEA composé depuis la fin de mars est attribuable en majeure partie à des variables financières (marché boursier, masse monétaire, différentiels de taux d'intérêt),

(SUITE À LA PAGE 3)

Une plus grande tolérance du risque mène les investisseurs à la croissance

Les bourses du monde avancent au galop depuis mars. Les actions se redressent toujours vivement vers la fin d'une récession, et ce n'est guère différent cette fois-ci. La hausse cumulative des indices S&P 500 et S&P/TSX depuis le 9 mars dépasse les 50 %.

Les évaluations boursières ont ainsi fortement augmenté. En mars, l'indice S&P 500 valait 10,7 fois les bénéfices prévus pour les douze mois suivants. Au Canada, l'indice S&P/TSX affichait un ratio cours/bénéfice de 10,2 à ce moment-là. Ce ratio a augmenté à près de 14 fois les bénéfices de l'an dernier.

Malgré ce puissant rebondissement, on ne peut pas dire que la reprise soit exagérée. Elle n'a rien d'anormal pour une période de sortie de crise; au plus fort des 14 dernières récessions aux États-Unis, le ratio C/B prévisionnel de l'indice S&P 500 avait atteint en moyenne 13,4, contre 11,2 au creux du cycle boursier. Et un an plus tard, le ratio était supérieur à 16.

Lors des cinq dernières crises américaines, le ratio cours/bénéfices déclarés de l'indice

S&P/TSX avait régressé, de 12,9 en moyenne en début de récession à 10,5 au creux du marché, puis était remonté à 12,7 à la fin de la récession et à 15,1 un an plus tard.

Par conséquent, la récente augmentation des ratios suit bien la tendance observée lors de la phase finale des crises du passé. Donc, si l'histoire se répète, les ratios C/B auraient de la marge pour croître encore au fil des prochains mois. Dans l'état actuel des faibles taux directeurs, les évaluations qui ont cours ne nous semblent pas surfaites.

Outre les évaluations, les investisseurs gardent aussi un œil sur les bénéfices. Au deuxième trimestre, les bénéfices de l'indice S&P 500 ont dépassé les attentes de 10,0 %, ce qui est plus qu'au premier trimestre (+7,5 %) et beaucoup plus que la moyenne d'après 1994 (+1,6 %). Au Canada, la surprise a été presque aussi bonne, avec des résultats supérieurs de 9,4 % aux prévisions. Mais l'attention des investisseurs se tourne maintenant vers le troisième trimestre, et la question qui se pose est de savoir si on peut s'attendre à une autre bonne surprise du côté des bénéfices.

Les bénéfices nettement supérieurs aux prévisions du deuxième trimestre faisaient suite à d'importantes compressions des coûts. En ce qui concerne les chiffres d'affaires, le facteur de surprise était inférieur à la moyenne historique. Maintenant que tous les coûts possibles ont été ramenés au plus bas, nous nous attendons à ce que, au troisième trimestre, les regards se portent vers la croissance du volume des affaires. Si la croissance économique reprend au troisième trimestre et si les ménages - c'est-à-dire les 90 % de la population active qui ont encore du travail - sont à l'aise avec leur nouveau taux d'épargne, plus élevé, la consommation croîtra au diapason du revenu disponible.

Changement de vecteurs de croissance en vue

En Amérique du Nord, les actions financières, surtout les bancaires, flambent depuis le 9 mars. L'indice des valeurs bancaires des États-Unis a explosé à plus de 150 % et celui du Canada a doublé.

Même si les services financiers devaient encore bien se tenir dans la première phase de l'expansion économique, leur récente appréciation a beaucoup réduit leur potentiel de dépasser l'ensemble du marché. L'indice des valeurs bancaires du Canada n'est plus qu'à 17 % de son sommet de 2007. À titre de comparaison, l'indice bancaire mondial est encore inférieur de 49 % à son dernier sommet.

Qui plus est, les actions des banques canadiennes ne sont plus aussi abordables qu'avant. La reprise a hissé leur ratio cours/valeur comptable à 2,1, presque le double de ceux de la plupart des pays industrialisés. Mais rendons justice aux banques canadiennes, qui servent encore des taux de dividende bien supérieurs à ceux des banques d'autres grands pays : 4,4 %, contre 2,7 % pour l'indice bancaire mondial. À ce stade-ci, nous conseillons la prudence à l'égard du secteur des services financiers. Après tout, personne ne s'est jamais appauvri en empochant des profits.

Depuis que le marché a touché son creux du 9 mars, les investisseurs boudent les titres défensifs et se ruent sur les actions qui avaient le plus chuté pendant le cycle baissier. Celles à coefficient bêta élevé sont plus prisées que les autres. Ce sont aussi les actions de sociétés dont les bénéfices se sont le plus redressés en 2009, principalement les services financiers et les technologies. Comme souvent dans les reprises de fin de récession, ces deux secteurs ont été cette fois encore les vedettes de l'indice S&P/TSX, avec à la fois la meilleure croissance des bénéfices et la meilleure appréciation en bourse.

CANADA

Prêt pour la croissance

Le marché du travail du Canada n'est pas encore rétabli, mais selon les données récentes son économie a commencé à prendre du mieux cet été. Après une compression cumulative de 462,000 postes depuis le début de la récession, le secteur privé a, pour la première fois, créé des emplois en août; l'augmentation était la plus forte depuis janvier 2008, plusieurs mois avant le déclenchement de la récession. Cela indique que les entreprises commencent à accroître leurs effectifs, signe qu'une reprise économique est amorcée au Canada.

Bonne nouvelle aussi du côté de l'immobilier résidentiel. L'Association canadienne de l'immeuble a annoncé récemment que les ventes de maison ont enregistré une sixième augmentation mensuelle d'affilée en juillet (de 2,5 %). De plus, depuis que les ventes ont commencé à augmenter au début de l'année, les nouvelles inscriptions ont poursuivi leur tendance à la baisse. Cela a fait passer le marché de largement favorable aux acheteurs en janvier à équilibré récemment et devrait permettre d'éviter une déflation des prix des maisons et des appartements.

La détente monétaire est un des facteurs qui ont aidé à remettre le marché immobilier résidentiel sur les rails. Mais l'accès facile au crédit qui en a découlé a aussi favorisé un regain des dépenses de consommation. La situation de la production manufacturière, qui reste extrêmement déprimée,

pourrait s'améliorer nettement au cours des prochains mois à mesure que les économies de nos partenaires commerciaux renouent avec la croissance. Nous prévoyons une expansion du PIB réel du Canada au troisième trimestre.

Même si les perspectives s'améliorent, la vigueur du dollar canadien continue de gêner les exportateurs. L'appréciation récente du huard à 0,94 \$U.S. semble légèrement exagérée puisque certains produits de base clés, notamment le gaz naturel, qu'exporte le Canada sont sous pression. De plus, la vigueur du dollar canadien s'explique en partie par l'affaiblissement du dollar américain. Maintenant que la fin de la crise financière est proche, nous croyons que les marchés cesseront bientôt de négocier l'USD en fonction de l'aversion ou de l'appétence pour le risque pour revenir aux données fondamentales et se concentrer sur le contexte cyclique de l'économie américaine. Le retour imminent de statistiques de l'emploi positives au sud de la frontière est la pierre de touche de notre scénario monétaire. Il forcera les marchés financiers à intégrer dans les cours des hausses des taux directeurs clés de la Fed. Ces forces cycliques devraient suffire pour donner à l'USD un deuxième souffle, du moins à court terme.

À la recherche de l'insaisissable point d'entrée

L'été a confirmé que les pousses vertes de ce printemps annonçaient effectivement l'amorce d'une reprise économique, et les principaux indices boursiers ont regagné près de 50 % en six mois. Cela soulève une question importante : est-il trop tard pour augmenter la part des actions dans les portefeuilles afin de bénéficier de la hausse qu'enregistre généralement la Bourse une fois que la fin d'une récession est en vue ? Beaucoup d'investisseurs attendent un « point d'entrée » pour s'engager - un repli passager des cours quand la tendance générale à la hausse est confirmée. Le risque, c'est que ce repli ne se produise jamais et que le point d'entrée vous échappe si bien que vous soyez obligé d'acheter des titres après les « gains faciles » ont été réalisés. Nous pensons que cela pourrait bien être le cas aujourd'hui.

Tout en mettant le lecteur en garde contre le danger d'un manque de prudence après l'émergence des pousses vertes, dans notre dernier *Stratégie de placement*, nous sommes passés d'une position neutre en actions à une position surpondérée. Pour le dernier trimestre de 2009, nous maintenons cette surpondération sans état d'âme, même avec la vigueur du rebondissement du marché des six derniers mois. Notre répartition des actifs du quatrième trimestre reste inchangée comparativement à celle du troisième. À titre de rappel,

pour notre portefeuille modèle équilibré, nous surpondérons notre répartition cible en actions (+3 %) et sous-pondérons les liquidités (-1 %) et les obligations (-2 %). Le tableau de la page suivante présente les répartitions recommandées actuellement pour nos quatre autres portefeuilles modèles.

En termes de répartition géographique, nous demeurons positifs pour les États-Unis, car nos voisins du sud bénéficieront le plus de la fin de la crise du crédit. Comme le marché canadien est concentré sur l'énergie, les matériaux et les services financiers, il continue de nous intéresser, bien que, comme nous l'avons dit, nous croyons qu'une grande partie du potentiel de hausse des actions financières canadiennes a déjà été réalisée. Nous sommes généralement moins positifs pour l'Europe et l'Extrême-Orient à ce stade-ci, bien que nous pensions que les marchés émergents continuent d'offrir un bon potentiel. Plus tôt cette année, nous avons adopté une stratégie de « fin de récession », privilégiant les titres cycliques précoces et les valeurs financières, qui se comportent généralement bien à ce stade du cycle. Comme nous l'avons dit plus haut, nous pensons qu'il est temps de s'intéresser à des secteurs qui ont de bonnes chances de dépasser les autres au cours de la prochaine phase de la reprise. À ce stade-ci, nous surpondérons

l'énergie, la technologie de l'information et la consommation discrétionnaire, maintenons une pondération neutre pour les valeurs industrielles, les matériaux et les services financiers, et sous-pondérons la consommation de base, les services de télécommunications et les services publics.

Pour la composante revenu fixe de notre portefeuille modèle, notre légère sous-pondération est conjuguée à une durée neutre comparativement à celle de l'indice DEX Universel de 5,9 ans. Depuis un certain temps, nous surpondérons les obligations de sociétés et sous-pondérons les titres fédéraux, stratégie qui nous a bien servis jusqu'à présent. Tout en comptant maintenir une surpondération des obligations de sociétés, nous pensons qu'il est temps de réduire le coefficient bêta de notre composante obligations, d'empêcher les bénéfices sur ces titres et d'en transférer le capital vers les émissions provinciales.

(SUITE DE LA PAGE 2 « Marchés financiers »)

On peut s'attendre à ce que l'attention des investisseurs se déplace des bénéfices de 2009 vers ceux de 2010 au cours des prochaines semaines. À mesure que l'expansion économique prendra son essor, différents secteurs se passeront le flambeau de la croissance. La plupart des analystes prévoient que c'est dans les secteurs de l'énergie, des matériaux et de la consommation discrétionnaire que l'augmentation des bénéfices sera la plus forte.

Les titres des ressources naturelles devraient séduire les investisseurs. Ce secteur a certes déjà gagné 46% depuis son creux, mais les indicateurs prospectifs leur confèrent beaucoup de marge pour monter davantage. Comme il a déjà été indiqué, les indicateurs avancés pointent vers le haut à l'échelle du globe; des pays comme l'Allemagne, la France et le Japon ont surpris le marché avec une croissance de leur PIB au

deuxième trimestre.

De plus, la production industrielle mondiale a augmenté de 2% en juin, sa plus forte progression mensuelle depuis au moins 18 ans. Ces derniers mois, on craignait beaucoup qu'un redémarrage de la production, porté par les efforts de relance budgétaire ou par le vain espoir d'une reconstitution des stocks, s'essouffle si les échanges commerciaux mondiaux ne reprennent pas. Heureusement, il n'en est rien. Les marchandises produites semblent circuler de nouveau. Le volume du commerce international a repris vie en augmentant de 2.5% en juin, ce qui donne à penser que les jeunes pousses de la reprise s'enracinent. Nous croyons que les liquidités injectées massivement par les banques centrales et les États de diverses régions de la planète permettront une reprise mondiale viable qui soutiendra la demande de ressources naturelles.

(SUITE DE LA PAGE 1 « États-Unis »)

le signal de reprise pourrait être éphémère s'il n'est pas rapidement confirmé par des indicateurs non financiers. À cet égard, des données publiées récemment par le *Conference Board* sont très encourageantes : la contribution des composantes non financières à la variation sur six mois de l'IEA est devenue positive en juillet pour la première fois depuis le début de la récession aux États-Unis.

NOS PRÉVISIONS

	PRÉVISIONS			
	2007	2008	2009	2010
Produit intérieur brut %				
Canada	2,7	0,5	(2,1)	2,9
États-Unis	2,0	1,1	(2,3)	3,0
Inflation %				
Canada	2,2	2,4	0,4	1,9
États-Unis	2,9	3,8	(0,4)	2,2
23 sept. 2009 Sept. 2010				
Taux à court terme (Bons du Trésor, 91 jours)				
Canada	0,26		1,92	
États-Unis	0,10		1,92	
Taux obligataires – 10 ans %				
Canada	3,42		4,24	
États-Unis	3,42		4,29	
Taux obligataires – 30 ans %				
Canada	3,93		4,47	
États-Unis	4,20		4,53	
Dollar canadien	0,92 \$U.S.	0,92 \$U.S.		

S&P / TSX – Rotation sectorielle

Surpondérés	Sous-pondérés
Consommation discrétionnaire	Télécommunications
Énergie	Consommation de base
Technologie de l'information	Services publics

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 recom.
Encaisse	0 % à 20 %	10 %	10 %
Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	60 % à 100 %	70 %	68 %
Actions – Canada	0 % à 30 %	10 %	11 %
Actions – États-Unis		5 %	6 %
Actions – pays étrangers		5 %	5 %

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 %	4 %
Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	50 % à 80 %	60 %	58 %
Actions – Canada	20 % à 45 %	20 %	22 %
Actions – États-Unis		7,5 %	10 %
Actions – pays étrangers		7,5 %	6 %

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 %	5 %	4 %
Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	30 % à 65 %	45 %	43 %
Actions – Canada	30 % à 65 %	25 %	28 %
Actions – États-Unis		10 %	12 %
Actions – pays étrangers		10 %	8 %
Placements alternatifs ²	0 % à 15 %	5 %	5 %

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 %	0 %
Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	25 % à 45 %	35 %	30 %
Actions – Canada	40 % à 75 %	25 %	30 %
Actions – États-Unis		15 %	18 %
Actions – pays étrangers		15 %	12 %
Placements alternatifs ²	0 % à 20 %	10 %	10 %

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 %	0 %
Revenu fixe (durée : 5,9 ans) ¹	0 % à 30 %	20 %	15 %
Actions – Canada	55 % à 100 %	25 %	29 %
Actions – États-Unis		20 %	23 %
Actions – pays étrangers		20 %	18 %
Placements alternatifs ²	0 % à 25 %	15 %	15 %

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

2) 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.

