

Dans ce numéro...

Page 1

- Autour du monde : Un facteur de risque pour l'expansion mondiale
- États-Unis : Probabilité accrue d'un retournement de conjoncture

Page 2

- Marchés des capitaux : Les banques centrales réussiront-elles à sauver la mise ?
- Canada : L'activité demeure robuste au Canada, mais pour combien de temps encore ?

Page 3

- Répartition de l'actif : On ne peut pas gagner sur tous les plans
- Nos prévisions

Page 4

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

AUTOUR DU MONDE

Un facteur de risque pour l'expansion mondiale

La peur subite du risque, en réaction à l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis, vient de provoquer sur les places financières la pire crise de crédit en plus d'une décennie. Afin de pallier un manque de liquidité, les principales banques centrales de la planète ont dû prêter main-forte aux banques privées en injectant de façon synchronisée de la liquidité sur les marchés interbancaires. Jusqu'à quel point les autres économies pourront-elles éviter les contrecoups de la débâcle immobilière en sol américain ? Pour l'instant, la crise du crédit ne menace pas trop l'expansion économique mondiale, mais celle-ci est assurément soumise à des risques accrus, à cause d'un effet de contagion de plus en plus plausible si la consommation américaine se tasse.

Il est vrai que la croissance mondiale n'est plus tirée uniquement par les États-Unis et que la Chine et l'Inde sont devenus des acteurs de premier plan. Mais le consommateur américain pèse encore très lourd dans la balance. Avec l'essor rapide du commerce international des dernières années, les économies du monde sont aujourd'hui beaucoup plus imbriquées qu'auparavant. Il faut souligner que les États-Unis restent le premier débouché des produits étrangers, absorbant près de 20 % des marchandises échangées à l'échelle du globe. Ainsi, un essoufflement de la consommation au sud de notre frontière nuira à

toute la chaîne de production et ce, jusqu'en Asie. Cela pourrait notamment créer une surcapacité en Chine, dont les exportations dépendent du cycle américain. Bref, malgré leur vive croissance, les économies asiatiques n'ont pas une résistance à toute épreuve à la conjoncture aux États-Unis.

En Europe, l'expansion se poursuit, mais on assiste à une érosion de la confiance des consommateurs au moment même où l'activité économique ralentit. Les données toutes fraîches n'ont signalé qu'une croissance de 0,3 % de l'activité au deuxième trimestre, alors que dans le climat tendu actuel, plusieurs observateurs s'entendent pour dire que le resserrement monétaire de la BCE tire à sa fin. L'incertitude quant à la solidité de la reprise au pays du soleil levant augmente également, et la croissance japonaise demeure encore en bonne partie tirée par les exportations. Il sera donc difficile pour les économies du globe de faire contrepoids à un ralentissement prononcé en provenance des États-Unis.

Somme toute, l'économie mondiale sera encore tributaire de la vitalité des économies d'Asie en 2008, mais cette région ne sera pas complètement immunisée contre une baisse de régime aux États-Unis. L'expansion mondiale devrait se poursuivre mais est appelée à perdre de la vigueur : la croissance risque d'être plus près de la barre des 4 % l'an prochain, ce qui marquerait une décélération par rapport aux années récentes.

ÉTATS-UNIS

Probabilité accrue d'un retournement de conjoncture

Même s'il n'y a jusqu'à présent que peu de signes de propagation de la crise financière à l'économie réelle, la débâcle du secteur du logement américain et les défauts de paiement sur les prêts hypothécaires à risque ont eu un grave effet de contagion sur le reste des marchés financiers. Bien des investisseurs sont ainsi revenus à la réalité, passant d'un goût excessif pour le risque à une plus grande prudence, ce qui a engendré une forte volatilité sur les places financières et une

élévation importante des primes de risque sur plusieurs catégories de titres de sociétés.

Or, de toute évidence, la crise de l'immobilier aux États-Unis persistera au cours des prochains trimestres. Malgré la chute de la construction résidentielle, le déséquilibre du marché du logement s'aggrave malheureusement encore. Le parc de maisons invendues continue à gonfler, atteignant 9,2 mois de ventes pour les logements

(SUITE À LA PAGE 3)

Les banques centrales réussiront-elles à sauver la mise ?

Au premier semestre de 2007, les investisseurs ont été très encouragés par les résultats financiers des entreprises, largement supérieurs aux attentes, par une vague de fusions et d'acquisitions et par la perspective d'un cycle économique prolongé malgré le marasme du marché immobilier résidentiel aux États-Unis. Un coup de semonce est survenu en juin après que deux fonds de couverture se sont effondrés à la suite de pertes liées au marché des prêts hypothécaires à risque. Tout à coup, les investisseurs ont jugé que le rendement des titres d'emprunt ne semblait plus à la hauteur des risques encourus. Depuis, les primes de risque n'ont cessé d'augmenter. En août, la tourmente du crédit a fait trébucher les bourses nord-américaines et mis fin à une absence très longue de correction pour la moyenne des valeurs industrielles du Dow Jones : le 16 août, quand cet indice a perdu à la clôture plus de 10 % par rapport à son pic du 19 juillet, il avait traversé 1662 séances sans correction – un record des 40 dernières années.

Les indices boursiers mondiaux ont rebondi quand la Fed a retranché un demi-point au taux d'escompte, le 17 août, et promis d'utiliser tous les moyens pour calmer le jeu sur les marchés financiers. La réaction rapide des banques centrales, qui ont tout de suite injecté de la liquidité – plus que jamais depuis le 11 septembre 2001 – au profit des intervenants classiques que sont les banques et maisons de courtage, a été un pas dans la bonne direction et a aidé les marchés des capitaux à se stabiliser, du moins temporairement. Dans la même veine, la Fed a abaissé le taux d'escompte d'un demi-point, le 18 septembre, et en a profité pour réduire le taux des fonds fédéraux d'un pourcentage équivalent. Mais le pire est-il derrière nous ?

Pour l'instant, on ne peut exclure que la volatilité récente des marchés financiers durera encore un certain temps, d'autant plus que les placements des fonds de couverture ne sont pas tous divulgués et qu'on ne sait donc pas à quel point certains ont usé ou abusé du levier financier. Les interventions des banques centrales ont visé à répondre aux besoins quotidiens de liquidités des institutions financières réglementées, mais banquiers et courtiers n'ont

pas été forcés de secourir les agents financiers qui avaient pris trop de risques de crédit et de marché quand tout allait bien.

Wall Street espère que la Réserve fédérale volera au secours des marchés financiers par une importante réduction des taux d'intérêt. Or il s'agit là d'un cas d'aléa moral – ce risque qui naît de ce qu'on peut agir sans retenue ni mesure parce qu'on a une assurance tacite que quelqu'un d'autre paiera les pots cassés. À en juger par le passé, les investisseurs ne de-

vraient pas trop se fier à la capacité des banques centrales de bien gérer le cycle économique, même par des baisses de taux et surtout lorsqu'une bulle immobilière éclate comme c'est le cas aux États-Unis. Un changement de cap ne produisant ses effets sur l'économie qu'avec un retard de 6 à 18 mois, l'outil de la politique monétaire n'est pas assez sophistiqué pour endiguer l'impact d'un changement d'état d'esprit qui saute de l'engouement à l'aversion pour le risque.

CANADA

L'activité demeure robuste au Canada, mais pour combien de temps encore ?

Le Canada a réalisé une très belle performance économique en première moitié d'année. Le taux de chômage atteint presque un plancher record, la croissance des revenus des ménages va bon train et la consommation affiche une forte progression; même l'immobilier résidentiel continue de briller car les prix des logements sont toujours en hausse de ce côté-ci de la frontière, contrairement à ce qui se passe au sud.

Les bases économiques du Canada restent donc très saines, mais cela n'empêche pas que la crise de liquidité mondiale sur les titres adossés à des actifs a nettement resserré les conditions financières canadiennes ces dernières semaines. Personne ne peut dire avec certitude combien de temps durera la saignée sur le marché du papier commercial adossé à des actifs. Or, ces titres constituent une part importante des emprunts à court terme des sociétés (51 %).

Heureusement, les termes de l'échange demeurent favorables et l'absence de déflation des prix résidentiels ici donne plus de ressort aux consommateurs canadiens. En outre, notre pays est relativement bien outillé pour faire face à un ralentissement aux États-Unis. La bonne santé des finances fédérales et la timidité de l'inflation donnent toute la latitude nécessaire à la banque centrale et au gouvernement du Canada pour intervenir afin de soutenir l'activité. À preuve, Ottawa est en passe de dégager un excédent budgétaire encore une fois plus important que prévu et ce, bien que la réduction de la taxe sur les produits et services lui cause

un manque à gagner de quelque 5 milliards de dollars.

Cela dit, il serait plutôt naïf de penser que notre cycle économique est à toute épreuve dans le contexte actuel. Malgré ses bases solides, l'économie canadienne n'est malheureusement pas à l'abri d'une décélération marquée de la consommation aux États-Unis qui, rappelons-le, achètent environ le tiers de notre production. Les exportations risquent donc d'écooper si les ménages américains délient moins les cordons de leur bourse. Selon le FMI, un ralentissement d'un point de pourcentage aux États-Unis retranche habituellement un demi-point au taux de croissance au Canada. Nos exportations nettes devraient donc peser plus que prévu sur notre expansion au cours des 18 prochains mois.

Le resserrement des conditions financières découlant de la détérioration des marchés mondiaux du crédit, conjugué à des prévisions plus timides pour l'économie américaine, fait désormais pencher l'équilibre des risques au Canada d'une accélération de l'inflation vers un tassement de la croissance. Ce basculement des risques devrait persuader la Banque du Canada d'abaisser son taux directeur d'environ 50 points de base dans les prochains trimestres, à mesure que l'économie commencera à tourner en dessous de sa pleine capacité. Nous nous attendons maintenant à une croissance du PIB réel canadien de l'ordre de 2,2 % en 2008, contre 2,8 % auparavant.

Un peu plus de prudence est de mise

Étant donné les turbulences du marché de cet été qui pourraient se prolonger dans l'immédiat, nous avons apporté quelques ajustements à nos modèles de portefeuilles. Pendant de telles périodes d'incertitude, détenir une trop forte proportion de liquidités représente rarement un problème. Dans cet esprit, nous avons décidé de diminuer modestement nos positions en titres à revenu fixe et en actions afin d'augmenter le compartiment des quasi-espèces. Même si les titres à revenu fixe se sont bien comportés ces derniers mois, le niveau général des taux d'intérêt est relativement bas. Pour cette raison, nous avons réduit notre recommandation de légère surpondération à une position neutre pour nos différents portefeuilles modèles.

Pour ce qui est des actions, nous étions déjà prudents, toutes nos positions étant sous-pondérées. Cependant, jusque-là, notre recommandation de légère sous-pondération

ne visait que le marché canadien. Nous préconisons maintenant aussi de sous-pondérer un peu les actions américaines et autres actions étrangères. Comme pour notre réduction des pondérations dans le secteur des titres à revenu fixe, le produit de toutes nos réductions des actions sera conservé en liquidités.

Pour être plus précis, dans notre portefeuille Équilibré, nous retirons 2% de titres à revenu fixe pour ramener leur pondération au neutre, à 50%. De la même manière, les compartiments des actions américaines et des autres actions étrangères sont chacun réduits de 1% aux niveaux recommandés de 14% et de 9% respectivement. Les 4% débloqués au total sont conservés en liquidités ce qui augmente la pondération de cette catégorie-ci d'actifs à 7%. Des changements proportionnels sont aussi apportés aux portefeuilles Revenu et Conservateur, plus modérés, ainsi

qu'aux portefeuilles plus dynamiques Croissance et Croissance maximum.

Nos recommandations sectorielles dénotent aussi d'une plus grande prudence. Nous pensons que les secteurs plus défensifs tels que la consommation de base et les services publics rapporteront des résultats supérieurs dans le contexte actuel. Même les sous-secteurs de la consommation discrétionnaire les moins « discrétionnaires » pourraient bien s'en sortir. Cela comprend notamment la radiodiffusion, la câblodistribution et l'édition. À l'inverse, nous recommandons actuellement une réduction de l'exposition aux secteurs plus cycliques que sont l'énergie et les matériaux. Parmi ces derniers, nous faisons une exception pour les valeurs aurifères, qui pourraient bien jouer leur rôle traditionnel de valeurs refuges.

Comme toujours, un portefeuille bien diversifié dans les limites de votre propre tolérance du risque permettra de mieux traverser cette période de volatilité accrue.

(SUITE DE LA PAGE 1 « États-Unis »)

existants et même 11,9 mois pour les copropriétés. Cette amplification du déséquilibre de l'immobilier ouvre la voie à de nouvelles baisses des prix résidentiels, qui affichent déjà un repli de quelque 9 % en valeur réelle depuis leur sommet de la fin de 2005. La Réserve fédérale commence d'ailleurs à s'inquiéter des conséquences économiques de cette débâcle.

Et pour cause. L'incertitude qui entoure l'éclatement de la bulle immobilière est grande et fait planer un risque majeur sur l'économie. À quel type d'atterrissage allons-nous assister ? L'expérience montre que partout dans le monde, l'implosion d'une bulle spéculative immobilière a plus souvent qu'autrement été suivie par un retournement de conjoncture : elle a habituellement deux fois plus d'impact sur l'économie réelle que l'éclatement d'une bulle boursière parce qu'elle frappe beaucoup plus fort la consommation, moteur de l'économie. Une des raisons principales tient à la réaction des institutions financières qui resserrent le robinet du crédit, ce qui a pour effet d'amplifier les fluctuations du cycle économique. Les consommateurs américains risquent bel et bien de moins faire sonner les tiroirs-caisses au cours des prochains

trimestres, un ralentissement des dépenses de consommation semblant presque inévitable.

Pour l'instant, les marchés financiers s'en remettent aux autorités monétaires pour sauver la mise, dans l'espoir qu'une série de baisses du taux directeur résorbera la crise et prolongera l'expansion économique. Certes, il ne faut pas s'attendre à ce que la Fed demeure passive, et une nouvelle phase d'assouplissement monétaire est probablement imminente au sud de la frontière. Toutefois, avec son seul taux directeur, la Réserve fédérale est mal armée pour garantir la poursuite du cycle économique lorsqu'éclate une bulle. D'une part, les diminutions des taux d'intérêt ne produisent pleinement leurs effets sur l'économie réelle que de 6 à 18 mois plus tard. D'autre part, une reconstitution de l'épargne des consommateurs enlèvera de l'efficacité à cet outil traditionnel de la politique monétaire.

C'est pourquoi il ne faudrait pas se surprendre si l'activité économique ralentit beaucoup au sud de la frontière durant la seconde moitié de 2007 et l'année 2008. L'ampleur de cette menace est telle que nous avons majoré à 50 % notre probabilité qu'il y ait une récession aux États-Unis. Notre scénario de base prévoit une croissance américaine de seulement 1,6 % en 2008.

NOS PRÉVISIONS

	2005	2006	2007	PRÉVISIONS 2008
Produit intérieur brut %				
Canada	3,1	2,8	2,5	2,2
États-Unis	3,2	3,3	1,8	1,6
Inflation %				
Canada	2,2	2,0	2,3	1,7
États-Unis	3,4	3,1	2,8	2,0
		19 sept. 07	Sept. 2008	
Taux à court terme (Bons du Trésor, 91 jours)				
Canada		4,11	3,80	
États-Unis		3,91	3,65	
Taux obligataires – 10 ans %				
Canada		4,40	4,27	
États-Unis		4,55	4,14	
Taux obligataires – 30 ans %				
Canada		4,47	4,37	
États-Unis		4,84	4,58	
Dollar canadien		0,99 \$US	1,00 \$US	
S&P / TSX – Rotation sectorielle				
	Surpondérés	Sous-pondérés		
	Consommation discrétionnaire	Énergie		
	Produits de consommation de base	Matériaux (sauf or)		
	Services publics	Produits financiers		

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 %	+5
Revenu fixe (durée : 6 ans) ¹	60 % à 100 %	70 %	70 %	-3
Actions – Canada	0 % à 30 %	10 %	8 %	–
Actions – États-Unis		5 %	4 %	-1
Actions – pays étrangers		5 %	4 %	-1

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 %	+5
Revenu fixe (durée : 6 ans) ¹	50 % à 80 %	60 %	60 %	-3
Actions – Canada	20 % à 45 %	10 %	8 %	–
Actions – États-Unis		10 %	9 %	-1
Actions – pays étrangers		10 %	9 %	-1
Placements alternatifs ²	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 %	+4
Revenu fixe (durée : 6 ans) ¹	30 % à 65 %	50 %	50 %	-2
Actions – Canada	30 % à 65 %	15 %	12 %	–
Actions – États-Unis		15 %	14 %	-1
Actions – pays étrangers		10 %	9 %	-1
Placements alternatifs ²	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 %	+4
Revenu fixe (durée : 6 ans) ¹	25 % à 45 %	35 %	35 %	-2
Actions – Canada	40 % à 75 %	20 %	16 %	–
Actions – États-Unis		15 %	14 %	-1
Actions – pays étrangers		15 %	14 %	-1
Placements alternatifs ²	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 %	+6
Revenu fixe (durée : 6 ans) ¹	0 % à 30 %	20 %	20 %	-2
Actions – Canada	55 % à 100 %	20 %	16 %	–
Actions – États-Unis		20 %	18 %	-2
Actions – pays étrangers		20 %	18 %	-2
Placements alternatifs ²	0 % à 25 %	20 %	16 %	–

¹) Comprend les obligations traditionnelles et à rendement réel. Repère = 75 % Indice SC 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.

