

JANVIER 2008

Dans ce numéro...

Page 1

- Autour du monde : Les États-Unis ne tirent plus l'économie mondiale
- États-Unis : L'expansion se poursuit mais les vents contraires s'intensifient

Page 2

- Marchés des capitaux : La volatilité est de retour
- Canada : Bien positionné face au ralentissement au sud de la frontière ?
- À quoi peut-on s'attendre pour 2008 ?

Page 3

- Répartition de l'actif : Reculer pour mieux sauter
- 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 États-Unis ne tirent plus l'économie mondiale

Bien que les États-Unis occupent le premier rang de l'économie mondiale de par leur taille, l'Asie émergente progresse tellement rapidement que, pour la première fois de l'Histoire, c'est bel et bien le tandem Chine et Inde qui contribuera le plus fortement à la croissance mondiale cette année. À elles seules, ces deux économies compteront pour 45 % de cette croissance, bien que leur poids combiné ne représente que 21 % de l'économie mondiale.

Malgré toute une série de mesures visant à éviter la surchauffe, le rythme de croissance de l'économie chinoise s'est accéléré par rapport à l'année dernière. Impressionnant, il dépasse maintenant les 11 % en glissement annuel. Parallèlement, bien que l'économie indienne commence à réagir aux mesures de resserrement prises par la banque centrale, l'expansion du cycle des affaires s'est poursuivie en 2007 et elle ne devrait guère s'essouffler en 2008. Devant la décélération attendue dans les pays de l'OCDE, l'Asie émergente dominera, pour une deuxième année consécutive, le palmarès de la croissance mondiale en 2008.

Toutefois, même si cette croissance reste robuste pour l'instant, des risques plus prononcés pèsent désormais sur les perspectives de l'économie mondiale. Un ralentissement dans les pays du G7 semble vouloir se dessiner au moment où l'économie américaine constitue un facteur de risque non négligeable à l'échelle internationale. Les turbulences financières observées depuis le mois d'août ont forcé plusieurs banques centrales à injecter des liquidités dans le système afin de stabiliser les marchés du crédit à court terme. À l'instar de la Réserve fédérale, qui a commencé à réduire son taux directeur, la Banque d'Angleterre a procédé à son premier assouplissement monétaire en deux ans. La

Banque centrale européenne a, quant à elle, mit son resserrement monétaire sur la glace. Sans compter qu'à la mi-décembre, la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne et trois autres banques centrales ont annoncé qu'elles allaient travailler de concert pour restaurer la liquidité sur les marchés, la première collaboration d'envergure depuis les événements de 2001.

Du côté de l'Europe, la combinaison d'une hausse antérieure des taux d'intérêt, d'un euro plus fort, du ralentissement prévu de l'économie mondiale et du renchérissement du crédit à cause des perturbations sur les marchés financiers fait en sorte que des risques assombrissent les perspectives de croissance en 2008. La BCE devra se montrer vigilante. Les attentes inflationnistes sont en hausse en Europe et il y a un risque au niveau des salaires, car le marché du travail s'est encore tendu alors que l'inflation dépasse la cible de 2 %. L'autorité monétaire devra donc surveiller attentivement l'évolution des salaires pour s'assurer que sa crédibilité en regard de l'inflation demeure intacte.

Cela dit, il est évident que les risques s'accumulent pour l'économie mondiale : les indicateurs avancés montrent davantage de signes de faiblesse, le prix du pétrole frôle les 100 dollars le baril, les turbulences financières ne sont pas complètement apaisées et la plus grosse économie du monde rétrograde à la vitesse inférieure. Ainsi, après avoir connu sa meilleure séquence en plus de trente ans, la performance de l'économie mondiale, bien que fort respectable, sera un peu moins spectaculaire en 2008. Le taux de croissance devrait être de quelque 4 % l'année prochaine, soit un point de pourcentage de moins qu'en 2007.

ÉTATS-UNIS

L'expansion se poursuit mais les vents contraires s'intensifient

Après plusieurs années consécutives d'euphorie, durant lesquelles nombre de ménages américains en sont venus à considérer leurs actifs immobiliers comme des valeurs mobilières très liquides, l'année 2007 a marqué le début du retour à la réalité. Pour preuve, aux États-Unis, on dénombre quelque trois millions d'unités de logement invendues et

inoccupées actuellement, un record, et le prix médian des maisons enregistre une baisse nominale d'environ 10 % sur son récent sommet, une première en près de 50 ans.

Heureusement, la débâcle immobilière a eu jusqu'à ce jour assez peu de répercussions sur le reste

(SUITE À LA PAGE 3)

À quoi peut-on s'attendre pour 2008?

L'éclatement de la bulle immobilière et ses dommages collatéraux ont fait couler beaucoup d'encre, et cela risque de continuer au cours des prochains mois. Plus que jamais, les experts se trouvent divisés quant à l'avenir.

Au moment d'écrire ces lignes, Wall Street espère que la Réserve fédérale continuera de voler au secours des marchés financiers en utilisant toute la panoplie d'outils disponibles, y compris une baisse drastique des taux d'intérêt. Or, ce serait agir de façon imprudente en espérant que quelqu'un d'autre réparera les dégâts. D'ailleurs, les injections répétées de liquidités par les banques centrales et la baisse de 100 points de base du taux directeur de la Fed ont permis aux divers indices de regagner la majeure partie du terrain perdu.

Les investisseurs ne devraient pas surestimer la capacité des banques centrales à réussir un atterrissage en douceur, surtout dans un contexte d'éclatement d'une bulle immobilière, et à éliminer les risques inhérents à la détention d'actifs financiers. Comme le disait récemment le président de la Réserve fédérale, les autorités monétaires sont là pour mettre en place des conditions favorables à la poursuite d'un cycle des affaires non inflationniste, et non pour éviter ou limiter les pertes de participants ayant pris, consciemment ou non, trop de risques.

À ce stade, le principal risque réside dans le fait que le marasme de l'immobilier résidentiel aux États-Unis pourrait se propager au secteur de la consommation et à d'autres secteurs de l'économie par le biais d'un resserrement des conditions de crédit pour les ménages et les entreprises. Au moment où le marché obligataire américain et un nombre croissant d'économistes envisagent l'éventualité d'une récession au sud de la frontière, les analystes des grandes firmes de courtage américaines continuent de faire preuve d'un optimisme inébranlable. En effet, en dépit des radiations et des derniers résultats décevants, ces analystes n'ont guère modifié leurs prévisions de bénéfice pour 2008. Ils s'attendent à ce que la croissance des profits des entreprises composant l'indice S&P 500 s'accélère en 2008 pour atteindre pratiquement 15 %! Au Canada, malgré une économie très dépendante de son partenaire commercial américain, la croissance prévue des bénéfices est de l'ordre de 12 %. Par contre, il faut mentionner que les profits du secteur des ressources naturelles, soit près de 40% de la capitalisation boursière canadienne, sont davantage tributaires de la Chine et des autres pays émergents que du pays de l'oncle Sam.

MARCHÉS DES CAPITAUX

La volatilité est de retour

Dans son ensemble, 2007 aura été une année fertile en émotions et en rebondissements. Le premier semestre a été un prolongement des années précédentes : la tendance haussière est demeurée intacte. Les bénéfices des entreprises ont continué de croître à un rythme supérieur à 10 %, les liquidités abondantes et les taux d'intérêt bas ont mené à une vague de fusions et acquisitions sans précédent, tant au Canada qu'à l'étranger.

Toutefois, au milieu de l'année, l'éruption d'une crise du crédit hypothécaire aux États-Unis est venue brouiller les cartes. D'une part, on a observé une forte hausse de la prime de risque : les institutions financières, qui doutaient de la qualité des actifs de leurs concurrentes, sont devenues réticentes à leur prêter des fonds. D'autre part, la chute de la valeur des actifs immobiliers a provoqué une série de radiations de la part des institutions financières. Résultat, la volatilité, à peu près absente depuis 2003, a fait un retour en force et l'indice phare du marché américain a récemment connu sa première correction de plus de 10 % en 1154 jours. Il y a eu pas moins de 43 corrections (baisse de 10 % ou plus) depuis la fin de la deuxième Guerre mondiale, dont le quart environ ont annoncé une baisse du marché de

20 % ou plus.

Cela dit, les interventions répétées de la Réserve fédérale, soit trois baisses de taux (septembre, octobre et décembre), ont rassuré les investisseurs. Au moment de la rédaction de ces lignes, la majorité des indices boursiers américains avaient regagné une bonne partie du terrain perdu. Même chose du côté canadien, avec un marché boursier sur le point d'enregistrer une cinquième année consécutive de rendements positifs, du jamais vu en près de 20 ans. Qui plus est, lorsqu'on tient compte des variations du taux de change, la Bourse canadienne arrive en tête, pour les investisseurs canadiens, en termes de performance relative par rapport à son homologue américaine. Au cours des cinq dernières années, la Bourse canadienne a enregistré un rendement annuel composé de 17,9 %. Sur la même période, le S&P 500 a grimpé de 11,8 % en monnaie locale, mais de 2,5 % seulement après conversion en dollars canadiens. D'ailleurs, pour un investisseur canadien, l'appréciation du huard a pratiquement annulé les rendements nominaux, très respectables, enregistrés par la bourse américaine sur une période de 12 mois, 3 ans, 5 ans et 10 ans.

CANADA

Bien positionné face au ralentissement au sud de la frontière ?

L'économie canadienne tourne à plein régime et continue d'alimenter l'expansion. Il s'est créé 226,000 nouveaux emplois au Canada au cours des six derniers mois seulement. Le taux de chômage est à son plus bas en plus de 30 ans et les emplois à temps plein affichent un niveau record. Actuellement, l'économie canadienne tourne légèrement au dessus de sa capacité.

Face au ralentissement de l'économie américaine, le Canada devrait mieux tirer son épingle du jeu que lors des cycles précédents. Contrairement à son homologue américain, le secteur immobilier canadien se porte bien et les prix des maisons continuent de grimper de 10 % ou plus par an au niveau national, ce qui soutient la consommation. Qui plus est, l'économie canadienne continue de bénéficier de son statut d'exportateur net de matières premières, alors que les prix des denrées se trouvent encore à des niveaux historiquement élevés. D'ailleurs, les affaires vont toujours très bien dans l'Ouest canadien et cette région

devrait maintenir son avance confortable sur le centre du pays en 2008. Sur le plan budgétaire, le Canada bénéficie toujours d'une position enviable et le gouvernement fédéral dispose d'un levier important pour amortir le choc d'un ralentissement de l'activité économique au sud de la frontière.

Cela dit, l'économie canadienne reste arriérée au cycle des affaires américain. En conséquence, le secteur manufacturier canadien devra, une fois de plus, relever bon nombre de défis l'année prochaine, alors que le huard est presque à parité avec le billet vert et que le consommateur américain semble être au bout du rouleau. Le Canada devrait rester dans le peloton de tête du G7, mais, dans le climat actuel, il est légitime de s'attendre à une décélération de son économie en 2008. Une croissance de quelque 2,0 % est attendue, accompagnée d'une légère détente monétaire (un demi point) qu'autorisent les effets désinflationnistes de la montée en flèche du huard.

Reculer pour mieux sauter

Dans la vie, il est souvent utile de prendre un peu de recul pour avoir une meilleure vue d'ensemble. Cela peut être valable autant pour apprécier une œuvre d'art que pour tenter de résoudre un problème technique complexe. D'où l'expression « voir la forêt derrière les arbres », dont l'appel au bon sens s'applique tout aussi bien à la gestion de portefeuille. Si vous êtes le type d'investisseur qui surveille de près son portefeuille, devore la presse financière ou écoute religieusement les bulletins économiques à la télévision, les derniers mois ont pu facilement vous causer des brûlements d'estomac ou pire. Le meilleur remède pour se sentir mieux est souvent de faire un grand pas en arrière.

C'est vrai, comme nous l'avons décrit dans notre perspective économique, les marchés sont volatils. Il est aussi vrai qu'un recul de 1 % en Bourse une journée donnée fera presque à coup sûr la une du cahier financier dans votre journal, sinon la une du journal lui-même. En revanche, le rebondissement correspondant de 1 % sera presque assurément perdu au milieu d'un petit article de la dernière page. Les rédacteurs en chef savent que les mauvaises nouvelles sont vendeuses et, si vous êtes un peu trop attentif aux manchettes, vous n'avez peut-être pas remarqué que les marchés canadiens des actions et des obligations sont en territoire positif cette année. Certes, les rendements des portefeuilles dans l'ensemble

sont actuellement très modestes, les gains sur les marchés américains et étrangers ayant été complètement effacés par la force du dollar canadien. Toutefois, même à ce stade-ci, les choses peuvent vite changer. Il y a un mois, le dollar canadien valait 1,10 \$US; aujourd'hui, les deux devises sont de nouveau à peu près à parité.

La démonstration que nous souhaitons faire, c'est que les investisseurs peuvent maîtriser leur anxiété en grande partie en s'intéressant aux questions plus importantes comme la répartition des actifs à long terme dans un portefeuille. Dans la colonne de la norme de référence de nos divers portefeuilles modèles sont indiquées les répartitions stratégiques (c'est-à-dire à long terme) qui nous paraissent appropriées pour nos différents modèles, selon la tolérance individuelle du risque. Dans la colonne des pondérations recommandées sont indiquées nos répartitions tactiques (à court terme) courantes. Vous remarquerez que, malgré la volatilité du marché, nous n'avons modifié aucune de nos recommandations par rapport au trimestre précédent. Il y a trois mois, nous avons augmenté la proportion des quasi-espèces dans tous nos modèles. Actuellement, nous sommes neutres dans notre répartition des titres à revenu fixe et nous sous-pondérons légèrement les actions, y compris les placements alternatifs. Cela signifie que nous avons un surplus de quasi-espèces dans tous nos portefeuilles

modèles, ce qui pourrait encore être utile si la volatilité reste aussi présente que nous nous y attendons.

En ce qui concerne les stratégies spécifiques dans les catégories d'actifs, nous sommes un peu partagés quant au secteur des services financiers. D'une part, il est encore trop tôt selon nous pour commencer à acheter massivement des titres de ce secteur, vu le risque de perturbations additionnelles sur le marché du crédit. Nous recommandons donc de sous-pondérer ce secteur. D'autre part, nous pensons que les primes de risque deviennent intéressantes pour certaines obligations du secteur financier, par exemple les débetures bancaires à court terme. Dans ce cas, l'écart de 1 % à 1,25 % que nous pouvons obtenir en achetant des obligations de banques canadiennes au lieu d'obligations fédérales semble raisonnable si l'on agit avec modération. Nous avons aussi indiqué précédemment notre penchant pour les actions de grandes sociétés qui sont solides financièrement et ont un bon historique de dividendes. Nous commencerions nos recherches du côté de la consommation - dans les secteurs des produits de consommation courante comme de consommation discrétionnaire.

(SUITE DE LA PAGE 1 « États-Unis »)

de l'activité économique américaine, comme en témoigne le faible niveau du chômage. Cependant, selon une étude du FMI portant sur 14 pays et 20 éclatements de bulles immobilières depuis 1970, de telles implosions mettent rudement à l'épreuve la croissance de la consommation. Compte tenu de cette destruction de richesse et de la détérioration du pouvoir d'achat des ménages dans le sillage de la hausse des prix de l'essence et des aliments, il ne faut pas exclure la probabilité d'un repli de la consommation aux États-Unis au cours des prochains trimestres. D'ailleurs, Alan Greenspan, l'ancien président de la Réserve fédérale, mentionnait récemment que les risques d'une récession avaient sensiblement augmenté à cause de la crise de liquidité (et maintenant du crédit) qui sévit depuis le mois d'août. Malgré la baisse de 100 points de base du taux directeur de la Réserve fédérale, les ménages font subitement face à un resserrement des conditions des institutions prêteuses, moins

enclines à octroyer des prêts compte tenu de la forte diminution des activités de titrisation. Depuis 2002, la titrisation des hypothèques connaissait un certain essor aux États-Unis en tant qu'outil de gestion du risque, car elle consiste à transférer ni plus ni moins le risque de crédit aux détenteurs des titres en question. Avec l'implosion de la bulle immobilière et ses conséquences sur les taux de défaillance, l'intérêt des clients institutionnels pour ces produits a considérablement diminué.

Malgré tout, l'économie américaine a encore de bonnes chances (autour de 50 %) d'éviter la récession, grâce à la contribution des exportations, des dépenses publiques (surtout en nouvelles infrastructures) et des investissements des entreprises. Dans un tel contexte, le scénario le plus probable est celui de deux années de faible croissance. D'ailleurs, le PIB réel ne devrait progresser que de 1,1 % en 2008, soit la plus mauvaise prestation des pays du G7, une première depuis la récession de 2001.

NOS PRÉVISIONS

	PRÉVISIONS			
	2005	2006	2007	2008
Produit intérieur brut %				
Canada	3,1	2,8	2,5	2,0
États-Unis	3,1	2,9	2,1	1,1
Inflation %				
Canada	2,2	2,0	2,2	1,1
États-Unis	3,4	3,1	2,7	1,9
18 déc. 07 Déc. 2008				
Taux à court terme (Bons du Trésor, 91 jours)				
Canada	3,84		3,55	
États-Unis	2,99		2,92	
Taux obligataires - 10 ans %				
Canada	4,01		3,91	
États-Unis	4,10		3,96	
Taux obligataires - 30 ans %				
Canada	4,13		4,19	
États-Unis	4,53		4,49	
Dollar canadien	1,00 \$US		1,03 \$US	
S&P / TSX - Rotation sectorielle				
Surpondérés		Sous-pondérés		
Consommation de base		Énergie		
Consommation discrétionnaire		Finance		
Services publics		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 : 6 ans) ¹	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 : 6 ans) ¹	50 % à 80 %	60 %	60 %	–
Actions – Canada	20 % à 45 %	10 %	8 %	–
Actions – États-Unis		10 %	9 %	–
Actions – pays étrangers		10 %	9 %	–
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 %	–
Revenu fixe (durée : 6 ans) ¹	30 % à 65 %	50 %	50 %	–
Actions – Canada	30 % à 65 %	15 %	12 %	–
Actions – États-Unis		15 %	14 %	–
Actions – pays étrangers		10 %	9 %	–
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 %	–
Revenu fixe (durée : 6 ans) ¹	25 % à 45 %	35 %	35 %	–
Actions – Canada	40 % à 75 %	20 %	16 %	–
Actions – États-Unis		15 %	14 %	–
Actions – pays étrangers		15 %	14 %	–
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 %	–
Revenu fixe (durée : 6 ans) ¹	0 % à 30 %	20 %	20 %	–
Actions – Canada	55 % à 100 %	20 %	16 %	–
Actions – États-Unis		20 %	18 %	–
Actions – pays étrangers		20 %	18 %	–
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.

