

AVRIL 2009

Dans ce numéro...

Page 1

- Autour du monde : Première contraction planétaire du PIB depuis la Deuxième Guerre mondiale
- États-Unis : Aux grands maux, les grands remèdes

Page 2

- Marchés financiers : Où iront tous les fonds gardés en réserve ?
- Canada : La première récession en 17 ans

Page 3

- Répartition de l'actif : Rester au neutre ... pour l'instant
- Nos prévisions

Page 4

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

AUTOUR DU MONDE

Première contraction planétaire du PIB depuis la Deuxième Guerre mondiale

Les problèmes de crédit se sont propagés des pays développés au reste du monde. L'économie de la planète est tombée en panne à une vitesse étonnante au quatrième trimestre et l'horizon rapproché reste bouché. Les indicateurs économiques avancés des pays de l'OCDE et du BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) sont devenus encore plus négatifs dernièrement, laissant entrevoir un ralentissement mondial très sévère.

Les économies d'Asie ont été éprouvées par l'effet combiné d'une récession des pays développés sur le commerce international et d'une crise financière mondiale. Le commerce asiatique a plus souffert que jamais. Pivotal des partenaires commerciaux asiatiques, la Chine importe 40 % de moins que l'an dernier. Les exportations de ses voisins accusent le coup, avec une baisse de 35 % au Japon et un repli sensiblement équivalent à Singapour. La Corée du Sud enregistre

un premier déficit du compte courant depuis 11 ans.

L'Europe ne s'en tire guère mieux. Le PIB allemand s'est contracté plus au quatrième trimestre 2008 qu'en tout autre trimestre depuis 1987. Pour les pays de l'OCDE dans leur ensemble, le ralentissement sera le plus fort depuis la Deuxième Guerre mondiale.

Heureusement, la réaction des États semblait à la hauteur des difficultés exceptionnelles. Presque toutes les grandes banques centrales ont fortement réduit les taux directeurs et la plupart appliquent maintenant des mesures quantitatives pour ranimer le crédit et faire baisser les taux d'intérêt commerciaux. La synchronisation des politiques monétaires et budgétaires est, elle aussi, inédite. Ainsi, malgré l'état alarmant de l'économie, cette importante dose de mesures de stimulation mondiale fera probablement effet plus tard cette année.

ÉTATS-UNIS

Aux grands maux, les grands remèdes

Les temps sont durs aussi au sud de la frontière. Le marché du travail y continue de se détériorer. Plus de 650,000 emplois salariés ont disparu en février, ce qui porte les pertes cumulatives de cette récession à 4,4 millions. Après 14 mois depuis le début du ralentissement, le pourcentage de contraction de l'emploi est plus élevé que pendant la récession de 1981-1982, qui avait poussé le taux de chômage à un niveau record depuis la Deuxième Guerre mondiale, à 10,8 %.

Les ventes de véhicules automobiles ont récemment plongé au taux annuel de 9 millions de véhicules, le plus bas depuis 1981. À ce rythme, il faudrait 25 ans pour renouveler le parc existant. Pourtant les dépenses des consommateurs en biens et services autres ont surpris par leur vigueur dernièrement. Le commerce de détail compte non tenu des véhicules et pièces automobiles a affiché la première hausse deux mois de suite en huit mois. Dans l'ensemble, les consommateurs américains sont encore très fragiles, en butte à de sévères pertes d'emploi. Mais, malgré leur morosité extrême et l'affaiblissement de leurs bilans par l'effondrement

des prix immobiliers et des cours boursiers, les consommateurs américains continuent de dépenser. Le commerce de détail laisse penser que la croissance des dépenses de consommation dans leur ensemble sera beaucoup moins négative au premier trimestre qu'au quatrième. La récession n'est certes pas terminée, mais le grave dérapage des ventes au détail du quatrième trimestre de 2008 ne se reproduira pas au premier de 2009.

Pendant ce temps, Washington ne reste pas les bras croisés. La banque centrale et l'État américains font tout pour redonner vie à l'économie. L'administration Obama et le Congrès ont adopté un plan de relance de 789,5 milliards \$ qui comprend à la fois des réductions d'impôts et des dépenses d'infrastructures. Cette injection de stimulant, qui doit être étalée sur deux ans, équivaut à 5,7 % du PIB annuel.

Pour combattre l'anémie de plus en plus grave de l'économie, la Réserve fédérale a décidé de prendre les grands moyens. Elle a réitéré l'intention d'utiliser tous les outils à sa disposition pour doper la croissance économique et a lancé une campagne

(SUITE À LA PAGE 3)

Où iront tous les fonds gardés en réserve ?

La volatilité est forte depuis six mois. Comme les marchés boursiers américains ont chuté de 47 % sous leur point culminant - un des plus importants replis depuis la crise des années 1930 -, l'aversion pour le risque était quasiment sans précédent. La différence est que, il y a 80 ans, les autorités ont tardé à réagir. Certaines mesures n'ont été adoptées que des années après le début de la débâcle boursière. Cette fois-ci les pouvoirs publics sont intervenus beaucoup plus vite et plus vigoureusement. Les risques de baisse sont aujourd'hui limités parce que le marché a déjà pris en compte une grande partie des mauvaises nouvelles et que l'effet des programmes publics massifs se fera bientôt sentir.

Bien entendu, un rebondissement des actions ne sera durable que s'il prend appui sur une base solide. Dans la conjoncture actuelle, il faut pour cela une stabilisation du marché immobilier résidentiel et du système financier américains. Les progrès récents sur les deux fronts sont très encourageants.

En ce qui concerne l'immobilier, nous sa- luons le programme de l'administration Obama qui vise à aider neuf millions de propriétaires à éviter la saisie. Le coût total en est estimé à 275 milliards \$. La première tranche de 200 milliards \$ servira à aider jusqu'à cinq millions de propriétaires qui ont peu d'avoir propre dans leur maison - ou doivent même un peu plus que ce qu'elle vaut - à refinancer des hypothèques par l'entremise de Fannie Mae et

Freddie Mac, les géants contrôlés par l'État. Les 75 milliards \$ restants seront utilisés pour encourager les prêteurs à modifier les conditions de prêt pour des propriétaires risquant la saisie ou contre lesquels une procédure de saisie est déjà engagée. Les prêteurs et l'État abaisseraient ensemble les mensualités à 31 % du revenu des propriétaires. Pour encourager les bailleurs de fonds, le plan comprend des incitatifs tels qu'une commission de 1000 \$ par an si l'emprunteur reste à jour dans ses paiements.

Cette mesure vise à éviter un nouvel engorgement du marché par la multiplication des saisies. À elle seule, elle ne suffirait probablement pas à réduire le parc d'invendus. Mais le nombre de maisons et d'appartements en vente diminue maintenant vite. Le rythme des mises en chantier résidentielles a récemment plongé au plus bas depuis que le département du Commerce a commencé à en tenir le compte, en 1959. C'est une mauvaise nouvelle pour les constructeurs, mais une bonne pour l'économie, parce qu'il y aura moins de logements sur le marché. De plus, le nombre de maisons et d'appartements à revendre est aussi descendu au plus bas depuis mai 2003. Alors que l'indice d'accessibilité atteint un sommet inégalé, que les propriétés à vendre sont en forte baisse et que les mises en chantier sont quasiment en panne, notre degré de confiance dans une stabilisation des prix immobiliers américains en 2009 est assez élevé.

Par ailleurs, les marchés boursiers n'auront d'assise solide que si le système financier se stabilise. Le secteur financier est la courroie de transmission entre la politique monétaire et l'économie.

Beaucoup d'espoirs ont été fondés sur la loi prévoyant des mesures de stimulation adoptée par le Congrès américain et le plan de stabilité financière du secrétaire au Trésor, Timothy Geithner. Les trois principales initiatives du plan sont : 1) tester la capacité des grandes banques à résister à un ralentissement économique encore plus marqué; 2) rendre le crédit plus accessible aux consommateurs et aux entreprises, alors que le Trésor s'engage à étendre la facilité de prêt à terme adossée à des actifs (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) de la Réserve fédérale aux prêts existants; 3) créer un partenariat public-privé pour purger les bilans des banques des actifs toxiques. M. Geithner a dit que le plan visera initialement à utiliser les financements publics pour créer une fiducie de stabilité financière (*Financial Stability Trust*) dotée de 500 milliards \$ de pouvoir d'achat pour les secteurs public et privé, avec la perspective d'une expansion à 1000 milliards \$, à terme.

Nous relevons que la dernière reprise du marché est différente des précédentes. Dans les premières reprises du cycle baissier de cette récession, les investisseurs recherchaient

(SUITE À LA PAGE 3)

CANADA

La première récession en 17 ans

Le Canada est officiellement entré en récession au quatrième trimestre de 2008. Le ralentissement pèse encore plus lourd sur le marché du travail. Au moment de rédiger ces notes, l'emploi canadien était en baisse de 295,000 postes, soit 1,7 % depuis le dernier sommet. L'Ontario a le plus souffert jusqu'à présent, avec 54 % de toutes les pertes d'emplois, même si la population en âge de travailler dans la province ne représente que 39 % de celle de tout le Canada. Le marché canadien du travail est entré dans une nouvelle phase de faiblesse en février où le secteur des services, qui représente 77 % de l'emploi total, a éliminé des postes pour la première fois dans cette récession. Les difficultés du marché du travail se propagent lentement mais sûrement et les

employeurs canadiens semblent réagir plus vite à l'assombrissement de l'horizon que lors des deux dernières récessions. Bien qu'une contraction de 1,7 % de l'emploi soit encore loin des 3,5 % de la crise de 1990-1991 et des 5 % de celle de 1981-1982, la détérioration actuelle a été plus rapide. Comme nous nous attendons à ce que la récession dure au moins jusqu'au milieu de l'année, nous prévoyons que le taux de chômage montera à environ 9 %. La bonne nouvelle, s'il y en a une, c'est qu'un taux de chômage de 7,7 % n'est pas si élevé en termes historiques et que les travailleurs qui ont conservé leur emploi voient leur pouvoir d'achat augmenter. Les salaires horaires moyens sont en hausse de 3,9 % depuis un an, alors que les prix n'ont progressé que de 1,1 %.

Comme aux États-Unis, les gouvernements ont mis en place de formidables efforts pour soutenir l'économie. Le budget fédéral du 27 janvier, auquel s'ajoutent les mesures provinciales, apportera des mesures de stimulation équivalentes à 1,6 % du PIB. Les effets - particulièrement celui de la construction d'infrastructures sur l'emploi - se feront probablement ressentir au deuxième semestre.

En mars, la Banque du Canada a abaissé son taux de financement à un jour d'un demi-point à 0,5 % et a annoncé qu'elle n'exclut pas la possibilité d'en faire plus. La stabilisation du système financier mondial est un facteur clé évident à cet égard, une condition préalable à toute reprise économique.

Rester au neutre ... pour l'instant

Analystes, investisseurs institutionnels et médias dissèquent les marchés au microscope. Une séance de baisse est-elle l'indice du franchissement d'un nouveau seuil de résistance? Une journée de hausse signale-t-elle l'amorce d'une reprise durable? Certes, en rétrospective tout le monde voit juste, mais les prévisions en la matière sont au mieux des estimations éclairées. Avons-nous touché le fond? Nul ne le sait avec certitude, mais nous en sommes assurément beaucoup plus près qu'il y a six mois. Les marchés remonteront-ils et atteindront-ils de nouveaux sommets? Sans aucun doute. Quand? Personne ne le sait exactement.

Nous suggérons à nos clients d'adopter une attitude prudente sans se laisser gagner par une « mentalité d'assiégés ». Ce n'est pas le moment de faire de grands paris, malgré les niveaux d'évaluation intéressants qui commencent à poindre. Par contre, à moins que cela ne gêne votre sommeil, éviter totalement le marché boursier n'est pas la bonne solution non plus. Qu'on en juge par ce que nous faisons. La répartition

d'actif de notre portefeuille équilibré, inchangée par rapport au dernier trimestre, ne dénote aucune conviction forte à l'égard d'aucune catégorie d'actif en particulier. Nous sommes très près d'une pondération neutre sur tous les plans.

Nous avons très légèrement sous-pondéré les actions (-1 %), la différence étant maintenue en liquidités. Le catalyseur qui nous rendrait plus positifs à l'égard des marchés boursiers serait un indicateur plus concret du rétablissement du secteur financier au sud de la frontière. Sur un plan géographique, nous avons une attitude neutre à l'égard des États-Unis et du Canada et nous sous-pondérons légèrement les actions internationales (-1 %) - parmi lesquelles nous apprécions le moins, à ce stade du cycle, les japonaises.

En termes généraux, nous privilégions les sociétés ayant des bilans solides et des modèles d'entreprise qui ont fait leurs preuves. Un bon rendement des dividendes rétribue aussi la patience des investisseurs en attendant le regain des marchés boursiers. À ce stade-ci, nous préférons

les secteurs cycliques précoces - consommation discrétionnaire, finance et transport - qui se portent généralement bien au début d'une reprise économique. Pour le moment, nous restons prudents à l'égard des secteurs cycliques plus tardifs, comme les matériaux, en raison de l'incidence du ralentissement économique sur les prix des produits de base.

Notre pondération neutre concernant les titres à revenu fixe reflète plus les qualités de cette catégorie d'actifs en matière de gestion du risque que les rendements potentiels que nous en attendons. À toutes fins pratiques, nous maintenons une durée neutre (5,5 ans). Les titres publics (obligations fédérales et provinciales) occupent actuellement les deux tiers du compartiment obligataire de notre portefeuille. Nous avons opté pour une légère surpondération des obligations de sociétés émises par des entreprises solides aux bénéfices prévisibles (33 % des investissements en titres en revenu fixe comparativement à la pondération de référence de 28 %). Nous n'y sommes pas encore, mais nous voyons approcher le point d'inflexion où nous commencerons à raccourcir la durée de notre portefeuille obligataire à cause de la menace d'une augmentation des taux d'intérêt.

(SUITE DE LA PAGE 2 « Marchés financiers »)

principalement des sociétés de ressources naturelles, bénéficiaires de la bulle des prix des matières premières. Cette fois-ci, ils ont aussi acheté des titres financiers. C'est une bonne nouvelle pour nous parce que les actions n'ont jamais rebondi d'une récession sans une forte contribution du secteur des services financiers. Ce secteur a toujours dépassé le reste du marché dans les reprises de fin de récession.

Il y a actuellement de vastes quantités de liquidités en réserve. Les actifs liés aux marchés monétaires représentent maintenant près de 40 % des actifs des fonds communs de placement, un record en 17 ans. Quand les investisseurs reprendront confiance, nous nous attendons à ce que ces fonds inondent de nouveau le marché boursier. Au cours d'une récession, habituellement aux deux tiers de la descente entre le point culminant et le creux de la vague économique, les investisseurs arrêtent d'être obnubilés par les mauvaises nouvelles et commencent à anticiper une reprise. Le ralentissement

économique des États-Unis, qui a commencé en décembre 2007 et dont nous prévoyons qu'il s'étendra sur 20 à 22 mois, dure maintenant depuis 15 mois. En d'autres termes, nous pourrions être près du point où les investisseurs commencent à se préparer à une reprise et font remonter le cours des actions. Les reprises de fin de récession tendent à être très abruptes. Au cours des cinq dernières récessions américaines, l'indice S&P/TSX a rebondi en moyenne de 19,7 % entre le plancher boursier et le plancher économique, puis a gagné en moyenne 10,9 % au cours des six mois suivants.

Les politiques annoncées ces dernières semaines sont encourageantes et nous ne doutons pas qu'une application réussie de ces programmes aidera à paver la voie d'une reprise économique plus tard cette année. Dans ces circonstances, nous croyons que l'important repli de la dernière année présente une occasion de constituer un portefeuille bien diversifié, centré sur la valeur.

(SUITE DE LA PAGE 1 « États-Unis »)

d'assouplissement quantitative. Elle a annoncé le rachat de 300 milliards \$ d'obligations du Trésor à long terme. Pour soutenir davantage le marché hypothécaire, elle accroît ses achats de titres adossés à des créances hypothécaires

de 750 milliards \$ et ses achats de titres d'agences de 100 milliards \$ de plus. En outre, elle augmentera l'étendue des garanties admissibles dans le cadre de son programme *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*.

NOS PRÉVISIONS

	PRÉVISIONS			
	2006	2007	2008	2009
Produit intérieur brut %				
Canada	3,1	2,7	0,5	-1,4
États-Unis	2,8	2,0	1,1	-2,0
Inflation %				
Canada	2,0	2,2	2,4	0,0
États-Unis	3,2	2,9	3,8	(0,1)
		23 mars 09	Déc. 2009	
Taux à court terme (Bons du Trésor, 91 jours)				
Canada	0,39		1,00	
États-Unis	0,20		0,65	
Taux obligataires – 10 ans %				
Canada	2,66		3,33	
États-Unis	2,77		3,39	
Taux obligataires – 30 ans %				
Canada	3,61		3,87	
États-Unis	3,69		3,98	
Dollar canadien	0,82 \$U.S.	0,85 \$U.S.		
S&P / TSX – Rotation sectorielle				
Surpondérés		Sous-pondérés		
Consommation discrétionnaire		Énergie		
Transport		Matériaux		
Finance		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 recommand.	Variation par rapport au trimestre précédent
Encaisse	0 % à 20 %	10 %	11 %	—
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	60 % à 100 %	70 %	70 %	—
Actions – Canada	0 % à 30 %	10 %	10 %	—
Actions – États-Unis		5 %	5 %	—
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 %	7 %	—
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	50 % à 80 %	60 %	60 %	—
Actions – Canada	20 % à 45 %	10 %	10 %	—
Actions – États-Unis		10 %	10 %	—
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 %	3 %	—
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	30 % à 65 %	50 %	50 %	—
Actions – Canada	30 % à 65 %	15 %	15 %	—
Actions – États-Unis		15 %	15 %	—
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 %	4 %	—
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	25 % à 45 %	35 %	35 %	—
Actions – Canada	40 % à 75 %	20 %	20 %	—
Actions – États-Unis		15 %	15 %	—
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 %	5 %	—
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	0 % à 30 %	20 %	20 %	—
Actions – Canada	55 % à 100 %	20 %	20 %	—
Actions – États-Unis		20 %	20 %	—
Actions – pays étrangers		20 %	19 %	—
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.

