

Dans ce numéro...

Page 1

- Autour du monde : Une croissance sous la tendance pour la première fois en 6 ans
- États-Unis : Une récession « modérée » en 2008

Page 2

- Marchés financiers : Une volatilité élevée devant prévaloir pour encore un certain temps
- Canada : Mieux positionné que son voisin du sud

Page 3

- Répartition de l'actif : Petits rééquilibres géographiques
- Nos prévisions

Page 4

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

AUTOUR DU MONDE

Une croissance sous la tendance pour la première fois en 6 ans

En phase d'industrialisation rapide, les pays du BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) restent le pôle de croissance de l'économie mondiale. Pour le moment, les contrecoups de la détérioration de la conjoncture aux États-Unis ne semblent pas encore avoir eu d'incidence significative sur la croissance des pays émergents. Ceci dit, leur capacité à pallier le ralentissement important de la croissance des pays industrialisés n'est pas à toute épreuve. Malgré leur expansion fulgurante des dernières années, la Chine et l'Inde ne pèsent pas encore assez lourd pour compenser un ralentissement du G7 et une récession modérée aux États-Unis, à moins que leur propre croissance ne s'accélère de façon marquée. Même si les perspectives à long terme des pays émergents demeurent très favorables, tout repose sur leur capacité à mater les tensions inflationnistes à un moment où la hausse des prix mondiaux de l'énergie et des aliments assombrit de plus en plus les scénarios de croissance. Dans bon nombre de pays asiatiques, les ménages consacrent à l'alimentation de 30 % à 40 % de leurs revenus, comparativement à 15 % dans les pays industrialisés.

De l'autre côté de l'Atlantique, l'économie de la zone euro devrait ralentir compte tenu du resserrement du crédit et de la réelle possibilité d'une déflation immobilière dans plusieurs pays. Contrairement à plusieurs autres banques centrales, la BCE a laissé son taux directeur inchangé depuis le début des fortes turbulences financières en août dernier. Cette absence de baisse de taux freine l'activité et accroît le risque d'un essoufflement de l'économie dans le contexte précis d'un ralentissement important à l'échelle mondiale.

En clair, il faut s'attendre à une décélération tangible de l'économie mondiale sous l'effet de l'érosion du pouvoir d'achat des ménages liée à l'appréciation importante des cours mondiaux de l'énergie et des aliments. Après avoir affiché sa plus forte hausse séquentielle en près de 40 ans, l'économie mondiale devrait connaître une croissance modeste de 3,7 % cette année et le ralentissement sera encore plus manifeste en 2009, avec une croissance prévue de 3,3 %.

ÉTATS-UNIS

Une récession « modérée » en 2008

À ce stade-ci, le bilan de l'économie américaine semble s'alourdir davantage. L'éclatement de la bulle immobilière perdure depuis plusieurs trimestres et la crise financière qui en a découlé contamine maintenant le reste de l'économie. Le taux de chômage est en hausse d'un plein point de pourcentage sur un an et l'indice de confiance des consommateurs américains est tombé à un bas de 28 ans. À notre avis, la question n'est plus de savoir si oui ou non il y aura récession en sol américain, mais bel et bien quelles seront l'ampleur et la durée de ce revirement de conjoncture.

En raison de la flambée récente des prix de l'énergie et des aliments et des tensions déflationnistes dans le secteur immobilier, on ne peut exclure une nouvelle détérioration de l'économie américaine au cours des prochains

mois. Cependant, en réagissant rapidement, les autorités politiques et monétaires devraient empêcher l'économie américaine de sombrer dans une grave récession. Au premier trimestre, la Réserve fédérale a pris des mesures énergiques en procédant à l'un des assouplissements monétaires le plus rapide de son histoire. D'un sommet de 5,25 % enregistré à la fin de l'été dernier, le taux directeur vient de tomber à 2 % seulement à la fin d'avril, ce qui représente une détente de 325 points de base en huit mois à peine. En prenant en compte l'inflation récente, le cycle d'assouplissement actuel de la Réserve fédérale vient d'entrer profondément en territoire expansionniste. Dans la mesure où certaines primes de risque perdurent encore sur les marchés financiers, le délai de transmission de la

(SUITE À LA PAGE 3)

Une volatilité élevée devant prévaloir pour encore un certain temps

En mars dernier, la Réserve fédérale a dû se porter au secours de Bear Stearns et a orchestré son sauvetage en facilitant son acquisition par JP Morgan. À partir de ce moment-là, la confiance des investisseurs s'est graduellement rétablie et les valeurs financières ont amorcé un rebond. Les titres des sociétés financières nord-américaines, qui avaient reculé de 25 % à 35 % sur leur sommet, ont rebondi de 10 % à 15 %. Dernièrement, les investisseurs n'ont généralement pas fait grand cas des annonces de radiations par les sociétés financières. D'autres radiations seront sans doute effectuées au cours des prochaines semaines, mais il semblerait qu'elles soient déjà

prises en compte. Par contre, nous sommes d'avis que le marché boursier n'est pas au bout de ses peines. Les investisseurs n'ont probablement pas encore pleinement intégré le ralentissement de l'économie américaine. À cet égard, les indicateurs économiques récents peignent un tableau négatif pour les prochains trimestres.

Si, comme nous le craignons, la probabilité que les États-Unis tombent en récession est non négligeable, il faut s'attendre à de nouvelles révisions à la baisse des prévisions de bénéfices. Le contexte économique difficile de ces derniers temps pourrait forcer beaucoup de sociétés à avertir le marché qu'elles

n'atteindront pas les prévisions du consensus des analystes.

Du côté canadien, l'indice S&P/TSX continue de surfer sur la vague haussière des matières premières, qui comptent pour la moitié de l'indice. Depuis le début de la crise du crédit, en juillet, l'indice de référence canadien dépasse les autres grands indices mondiaux. Parmi les pays développés, c'est le seul indice en hausse depuis cette date, dépassant même les indices des autres marchés boursiers très axés sur les matières premières.

Or, d'un point de vue fondamental, tout ralentissement de la croissance économique

(SUITE À LA PAGE 3)

CANADA

Mieux positionné que son voisin du sud

Même si l'économie canadienne a ralenti récemment, à tel point que le Canada sera en situation d'offre excédentaire pour la première fois en quatre ans, notre pays demeure mieux positionné que son voisin du sud. Le Canada jouit de bons facteurs fondamentaux pour amortir le choc du revers de conjoncture américain et éviter la récession.

Une contraction de l'activité est peu probable en raison du dynamisme de la demande intérieure et de la vitalité du marché de l'emploi. Le consommateur canadien conserve du ressort puisque la rémunération horaire moyenne progresse nettement plus vite que l'inflation. De fait, le revenu personnel disponible réel a gagné presque 6 % en début d'année au Canada alors qu'il n'a affiché aucune progression tangible aux États-Unis. Qui plus est, alors que les ménages américains connaissent une nette détérioration de leur bilan, celui des ménages canadiens continue de se renforcer, car la valeur nette des biens immobiliers continue d'augmenter de ce côté-ci de la frontière.

Cette position relative plus avantageuse ne signifie pas pour autant que le Canada est complètement immunisé contre une récession « modérée » aux États-Unis. Étant donné que les exportations comptent pour plus de 33 % du PIB canadien et qu'environ 80 % de ces exportations prennent directement le chemin des États-Unis, il faut se montrer quelque peu

sceptique face à un scénario de « découplage » entre les deux économies. En raison d'une distribution inégale des richesses naturelles et du poids différent du secteur manufacturier selon les régions, on devrait observer de fortes divergences régionales au pays en 2008-2009. L'activité économique devrait rester robuste dans les provinces de l'Ouest. À l'opposé, les provinces centrales, où la concentration du secteur manufacturier est plus forte et qui sont dépourvues d'hydrocarbures, devraient enregistrer une croissance plutôt anémique de moins de 1 % en 2008.

Face à la décélération du PIB réel, la Banque du Canada a doublé la mise dans sa détente monétaire en abaissant son taux directeur de 4 % à 3,5 % début mars, puis de 50 autres points de base début mai. Ces deux baisses sont les premières à dépasser le quart de point en plus de six ans, soit depuis novembre 2001. De bonnes nouvelles sur le front de l'inflation procurent à la Banque du Canada la marge de manœuvre nécessaire pour pratiquer une détente monétaire préventive et s'assurer que la demande intérieure canadienne ne se tasse pas. Nous pensons que d'autres réductions du taux directeur seront nécessaires pour se prémunir contre l'effet de contagion possible des difficultés de l'économie américaine. Même après avoir diminué la Taxe sur les Produits et Services à plus d'une reprise, le Canada

demeure bien outillé au plan budgétaire. La bonne santé financière du gouvernement fédéral viendra soutenir l'activité par le biais de baisses d'impôts et de projets d'investissement. À cet égard, l'économie canadienne est plus apte à résister à la récession américaine, notamment en raison de son surplus budgétaire.

Malgré tout, les investisseurs risquent de devenir de plus en plus nerveux face à la croissance asiatique et aux prix des matières premières en deuxième moitié d'année. Ainsi, en 2008, la monnaie canadienne aura à affronter de forts vents cycliques contraires. Le huard est en hausse depuis 2003 mais la tendance va probablement se renverser en 2008, car il faut envisager une baisse de nature cyclique du dollar canadien contre le billet vert. Le huard devrait écoper de la correction appréhendée dans le secteur des matières premières pour osciller dans une fourchette de 93 à 98 cents au cours des prochains trimestres, avant de retrouver la parité en 2009-2010. Un niveau moyen de 95 cents est prévu pour cette année.

En résumé, on s'attend à une croissance de l'ordre de 1,4 % au Canada en 2008. En raison de la lenteur de la reprise aux États-Unis, la croissance ne s'améliorera que légèrement l'année prochaine pour se situer à 1,8 % environ.

Petits rééquilibrages géographiques

En analysant le comportement de notre portefeuille modèle équilibré – 50 % de titres à revenu fixe, 40 % d'actions ordinaires et 10 % de placements alternatifs – nous n'avons remarqué rien de particulier qui justifierait un changement majeur dans la répartition recommandée. Nous continuons de recommander une répartition neutre de 50 % de titres à revenu fixe, avec une durée de 5,5 ans. Nous restons aussi plutôt défensifs en recommandant 35 % d'actions ordinaires (5 % en dessous de notre norme de référence), et 8 % de titres alternatifs (2 % en dessous de notre norme de référence). Les 7 % restant sont investis dans des liquidités.

Nous avons cependant décidé d'apporter quelques ajustements mineurs à la pondération géographique des actions de nos portefeuilles modèles. Nous portons la pondération des actions américaines à 15 %, ce qui correspond maintenant exactement à la norme de référence (15 %). Inversement, nous abaissons d'un autre 1 % la proportion d'actions étrangères, à 8 % alors que la pondération neutre est de 10 %. Tous nos autres modèles, du portefeuille de revenu prudent au portefeuille de croissance maximum plus dynamique, sont modifiés de la

même manière.

Nous avons décidé d'apporter ces modifications pour plusieurs raisons. Premièrement, lorsque nous parlons d'actions étrangères, nous nous référons essentiellement à l'Europe, car ce continent représente près de 70 % de la capitalisation des marchés industrialisés en dehors des États-Unis et du Canada. Depuis quelques années, l'euro vaut presque 30 % de plus que le dollar américain, ce qui fait que, si le marché européen surpasse le marché américain du côté rendement, c'est en grande partie à cause de taux de change croisés plus favorables à l'Europe. Comme l'euro est devenu très cher par rapport au dollar américain compte tenu des caractéristiques fondamentales, nous pensons que cet avantage en faveur de l'euro va se dégonfler.

Selon le même raisonnement, un dollar relativement peu cher devrait aider les exportateurs américains. Nous pensons, dans l'ensemble, que le marché américain présente plus de caractéristiques de croissance que l'Europe et, en période de ralentissement de la croissance, nous préférons orienter nos portefeuilles vers la croissance. Nous sommes

conscients que l'économie américaine n'est pas encore sortie du bois puisque, comme nous l'avons déjà dit, nous prévoyons toujours une récession modérée de l'autre côté de la frontière. Mais nous pensons aussi que cette récession est déjà partiellement prise en compte dans les évaluations actuelles, tandis que des problèmes européens plus graves pourraient prendre bien des investisseurs par surprise. Il découle de tout cela que nous n'avons aucune hésitation à opter pour une pondération neutre pour les actions américaines et, parallèlement, à réduire un peu la proportion d'actions étrangères.

Notre thèse étant qu'un ralentissement de l'économie mondiale fera baisser les prix de l'énergie et des matériaux, nous continuons de recommander une sous-pondération des secteurs des ressources naturelles au Canada. L'avenir de la privatisation de BCE est toujours incertain, mais les secteurs des services de télécommunication et de la consommation de base ont toujours notre faveur à cause de leurs caractéristiques défensives quand la conjoncture économique est difficile, comme c'est le cas aujourd'hui.

(SUITE DE LA PAGE 2 « Marchés financiers »)

mondiale laisse présager un recul des prix des matières premières. Dans son scénario de base, le FMI a ramené ses prévisions de croissance mondiale à 3,7 % en 2008 et 3,8 % en 2009. Au cours des 30 dernières années,

chaque ralentissement de la croissance mondiale a coïncidé avec un recul des prix des matières premières. Devant le peu de catalyseurs fondamentaux en vue, la reprise de la bourse canadienne pourrait manquer de souffle.

(SUITE DE LA PAGE 1 « États-Unis »)

politique monétaire risque d'être plus long qu'à l'accoutumée. La banque centrale américaine pourrait bien se retrouver dans une position où elle devra maintenir des taux d'intérêt bas durant une longue période afin de s'assurer que la courroie de transmission monétaire fonctionne convenablement.

Conscientes de la gravité de la situation, les autorités budgétaires sont également venues prêter main forte à la Réserve fédérale. Le Congrès américain a voté il y a quelques mois en faveur de l'adoption de mesures de relance budgétaires totalisant quelque 160 milliards de dollars, soit environ 1,5 % du PIB. Des rabais d'impôt ont été consentis aux ménages américains à hauteur de quelque 1 % des dépenses totales de consommation. En pratique, les ménages ont

commencé depuis la fin avril à recevoir des rabais d'impôt sous forme de chèques. Ces rabais varient grosso modo entre 600 \$ et 1 200 \$ par ménage. Cela dit, dans le climat actuel, ces mesures pourront peut-être limiter l'ampleur de la récession, mais elles ne seront pas assez efficaces pour l'éviter.

Étant donné l'efficacité incertaine de la politique monétaire pour contrer l'implosion du secteur immobilier résidentiel, la dégradation importante de la conjoncture et l'effort de richesse négatif, on s'attend à une croissance de 1,2 % seulement cette année. Les États-Unis devraient retrouver le chemin de la croissance en 2009, mais probablement à une cadence inférieure à la vitesse de croisière. Ainsi, il faut s'attendre à une reprise plutôt lente l'année prochaine, avec une croissance de l'ordre de 1,5 %.

NOS PRÉVISIONS

	2005	2006	PRÉVISIONS	
			2007	2008
Produit intérieur brut %				
Canada	3,1	2,8	2,7	1,1
États-Unis	3,1	2,9	2,2	1,4
Inflation %				
Canada	2,2	2,0	2,1	2,3
États-Unis	3,4	3,2	2,9	4,0
Taux à court terme (Bons du Trésor, 91 jours)				
Canada		2,69		2,88
États-Unis		1,87		2,17
Taux obligataires – 10 ans %				
Canada		3,80		3,96
États-Unis		4,15		4,19
Taux obligataires – 30 ans %				
Canada		4,14		4,27
États-Unis		4,71		4,80
Dollar canadien		0,99 \$U.S.		0,95 \$U.S.

S&P / TSX – Rotation sectorielle

Surpondérés	Sous-pondérés
Consommation discrétionnaire	Énergie
Services de télécommunication	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) ¹	60 % à 100 %	70 %	70 %	–
Actions – Canada	0 % à 30 %	10 %	8 %	–
Actions – États-Unis		5 %	5 %	+ 1
Actions – pays étrangers		5 %	3 %	– 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 %	–
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	50 % à 80 %	60 %	60 %	–
Actions – Canada	20 % à 45 %	10 %	8 %	–
Actions – États-Unis		10 %	10 %	+ 1
Actions – pays étrangers		10 %	8 %	– 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 %	–
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	30 % à 65 %	50 %	50 %	–
Actions – Canada	30 % à 65 %	15 %	12 %	–
Actions – États-Unis		15 %	15 %	+ 1
Actions – pays étrangers		10 %	8 %	– 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 %	–
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	25 % à 45 %	35 %	35 %	–
Actions – Canada	40 % à 75 %	20 %	16 %	–
Actions – États-Unis		15 %	15 %	+ 1
Actions – pays étrangers		15 %	13 %	– 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 %	11 %	– 1
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	0 % à 30 %	20 %	20 %	–
Actions – Canada	55 % à 100 %	20 %	16 %	–
Actions – États-Unis		20 %	20 %	+ 2
Actions – pays étrangers		20 %	17 %	– 1
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.