

OCTOBRE 2008

Dans ce numéro...

Page 1

- Autour du monde : Le premier ralentissement mondial synchronisé en sept ans
- États-Unis : Une grave crise financière qui ne devrait pas dégénérer en crise économique

Page 2

- Marchés financiers : La plupart des mauvaises nouvelles déjà intégrées?
- Canada : Baisse de régime, mais bien positionné pour affronter les vents contraires

Page 3

- Répartition de l'actif : Parer à la volatilité avec un plan
- Nos prévisions

Page 4

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

AUTOUR DU MONDE

Le premier ralentissement mondial synchronisé en sept ans

L'économie mondiale compte malheureusement sur un nombre de plus en plus restreint de pays pour assurer sa croissance. Les trois plus grosses économies de la zone euro, soit l'Allemagne, la France et l'Italie, ont enregistré une croissance négative au deuxième trimestre. Le Royaume-Uni ne s'en tire guère mieux avec une déflation de plus en plus sérieuse des prix de l'immobilier résidentiel, faisant craindre le pire pour les prochains trimestres. Le Japon vient de se joindre au club des économies en décroissance. Somme toute, les pays les plus avancés, qui comptent pour environ 55 % du PIB mondial, connaissent un premier ralentissement synchronisé majeur en presque une décennie. La faiblesse de l'activité économique n'est plus confinée aux États-Unis et des effets de débordement des économies avancées sur le reste du monde commencent à apparaître. Alors que la tendance du commerce international se détériore rapidement, aucun pays ne semble vraiment à l'abri de cette phase de ralentissement planétaire.

Même l'Asie émergente n'est pas immunisée. En 2001, année où elle s'est jointe à l'Organisation mondiale du commerce, la Chine exportait seulement 20 % de son PIB. Aujourd'hui, elle en exporte 40 %. Dans ce contexte, un découplage

entre l'économie chinoise et les économies avancées ne semble guère possible. Le nouveau géant représente maintenant près du quart de la production manufacturière mondiale et il en exporte 80%. Le taux de croissance chinois pourrait donc retomber à 7 % l'année prochaine. Nombre d'autres pays émergents qui ont misé sur une base manufacturière vouée en grande partie à l'exportation seront particulièrement vulnérables en 2009. Comme, de toute évidence, aucun pays ne sera immunisé contre un ralentissement en 2009, la croissance mondiale devrait être de l'ordre de 3 % l'année prochaine, soit le plus faible taux depuis 2002.

Cette décélération sensible de l'activité à l'échelle du globe a des effets retentissants sur les cours des matières premières. Les prix du pétrole brut ont déjà reculé de plus de 35 % sur leur sommet de juillet et d'après l'Agence internationale de l'énergie, la demande de pétrole des pays de l'OCDE se contractera de 1,2 % l'année prochaine. Même la consommation chinoise pourrait se tasser puisque 25 % de cette consommation est destinée à l'industrie. Résultat, l'or noir revient plus rapidement que prévu vers notre fourchette cible de 75 – 80 \$ US le baril.

ÉTATS-UNIS

Une grave crise financière qui ne devrait pas dégénérer en crise économique

Quelque dix trimestres après le début de l'éclatement de bulle immobilière, des événements extraordinaires sont en train de se produire au sein de l'économie américaine. En effet, le Trésor a mis en tutelle AIG, le géant américain de l'assurance, ainsi que les firmes de refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac. Les contribuables américains paieront sans doute la facture de cette opération de sauvetage, mais les autorités ont jugé qu'une faillite de ces trois acteurs financiers pourrait avoir des conséquences encore plus graves. Il est important de souligner que cette mise en tutelle (*conservatorship*) ne constitue en aucune façon un sauvetage (*bailout*) des actionnaires de ces

entreprises. Ceux-ci ont à peu près tout perdu et les dirigeants relèvent maintenant du gouvernement. Le cas de Lehman Brothers illustre bien le fait que les firmes de Wall Street ne peuvent pas compter automatiquement sur Washington pour réparer leurs gaffes; en effet, les autorités ne sont pas intervenues pour sauver cette institution vieille de plus de 150 ans. Étant donné qu'il existe plus de 8500 institutions financières au sud de la frontière, dont plus de 90 % ont des actifs inférieurs à un milliard de dollars, la crise actuelle devrait entraîner une consolidation du secteur. L'Histoire montrera sans doute que cette « purge » de l'automne 2008 aura constitué un

(SUITE À LA PAGE 3)

La plupart des mauvaises nouvelles déjà intégrées?

Si la toile de fond économique décrite précédemment n'est guère réjouissante, notre prévision du comportement futur des marchés des capitaux est nettement plus optimiste malgré les craintes suscitées par la disparition de gros acteurs financiers à Wall Street. Contrairement au système canadien, où la majorité des firmes de courtage appartiennent à des banques commerciales, les grandes banques d'investissement américaines ont vu la taille de leurs actifs augmenter rapidement depuis sept ans sans hausse correspondante de leur base de capital.

L'augmentation substantielle des primes de risque sur les obligations de sociétés et le repli marqué des principales places boursières autour du globe (y compris au Canada) nous laissent penser que la plupart des mauvaises nouvelles, déjà annoncées ou potentielles, sont déjà reflétées dans la valorisation actuelle. Il est important de souligner que volatilité et potentiel de baisse sont deux notions différentes qui, ensemble, définissent le risque. À ce stade-ci, les investisseurs boursiers doivent faire la distinction entre la volatilité, qui va perdurer un certain temps, et le

risque de baisse, qui a beaucoup diminué depuis l'été dernier suite au repli des indices boursiers. Les marchés baissiers (définis comme un recul de 20 % par rapport au sommet) ne sont pas si fréquents — nous en avons dénombré 11 pour le S&P 500 depuis 50 ans. Le marché baissier actuel offre aux investisseurs une rare opportunité d'ajouter à leur portefeuille des titres de qualité à prix d'aubaine.

Plusieurs développements positifs survenus ces dernières semaines militent en faveur d'un retour graduel de la confiance des investisseurs. Premièrement, depuis le sauvetage des institutions financières Fannie Mae et Freddie Mac, les taux hypothécaires de 30 ans ont enregistré un repli de près de 50 points de base, ce qui devrait accélérer la stabilisation du marché immobilier. Deuxièmement, la baisse marquée du prix du pétrole apportera un peu de répit au consommateur américain et permettra d'éviter que la récession ne se prolonge au-delà du printemps 2009. Troisièmement, la ligne de conduite de la Réserve fédérale et du gouvernement américain nous semble de plus en plus claire. La Fed

interviendra quand une institution financière en difficulté sera considérée comme « trop grosse pour faire faillite » et qu'elle présentera un risque pour l'ensemble du système financier. Cette entreprise sera mise en tutelle, elle continuera à opérer normalement et ses actifs seront progressivement liquidés lorsque les conditions de marché le permettront. Quant aux autres, elles seront laissées à elles-mêmes et feront ultimement faillite, comme la banque d'investissement Lehman Brothers, si aucun concurrent ou banque commerciale ne veut les racheter. Cette ligne de conduite devrait faire en sorte d'éviter que l'économie passe du mode « récession » (9 à 12 mois de repli de l'activité) au mode « dépression » (5 à 10 ans de repli).

Si l'on écarte un scénario de dépression et que la récession ne dure que trois ou quatre trimestres, quelle stratégie de placement faut-il adopter? N'oublions pas que les actions tendent à rebondir avant l'économie elle-même — habituellement aux deux tiers d'une récession. Et le rebond est généralement très fort. Lors des

(SUITE À LA PAGE 3)

CANADA

Baisse de régime, mais bien positionné pour affronter les vents contraires

L'économie canadienne ressent de plus en plus les effets du ralentissement aux États-Unis. La croissance stagne depuis le début de l'année. Au deuxième trimestre, les exportations canadiennes ont enregistré un quatrième repli d'affilée à cause de la diminution de la demande américaine. Cela dit, tout n'est pas gris. Bien que le secteur manufacturier ait perdu 39 000 emplois depuis janvier, 87 000 postes ont été créés dans l'ensemble de l'économie au cours de la même période. Qui plus est, le taux de chômage canadien, calculé de la même façon qu'aux États-Unis, se situe un point de pourcentage au-dessous du taux américain, soit le plus grand écart en faveur du Canada depuis 1975. Étant donné que l'économie ne tourne pas à plein régime, le taux de chômage devrait augmenter au Canada, mais il ne devrait pas dépasser ceux des autres pays du G7.

La meilleure tenue du marché du travail se traduit par une hausse du revenu réel disponible (contrairement aux États-Unis). Il ne faut donc pas s'étonner que la demande intérieure augmente au rythme annuel de 2 %

grâce aux consommateurs. Les profits des entreprises continuant d'augmenter, cette dynamique restera présente, si bien qu'il ne devrait pas y avoir de pertes d'emplois massives de ce côté-ci de la frontière. En outre, les ménages canadiens bénéficient toujours de l'effet de richesse positif de l'immobilier résidentiel et aucune menace de déflation imminente des prix des maisons ne plane sur le Canada, car l'ensemble du marché résidentiel est en équilibre. La demande intérieure devrait continuer de croître au cours des prochains trimestres, d'autant plus que la baisse des cours énergétiques donnera un coup de pouce au pouvoir d'achat des ménages canadiens.

Le scénario est moins rose pour le huard qui devra affronter de forts vents cycliques contraires. Après avoir fluctué à l'intérieur d'une étroite fourchette proche de la parité depuis le début de l'année, le dollar canadien se situe maintenant aux environs de 0,93 - 0,94 USD, son niveau le plus bas depuis plus de 12 mois. Comme les monnaies cycliques se font toujours entraîner dans le

sillage des matières premières quand des tendances claires se dessinent, le huard est appelé à perdre encore de l'altitude pour tomber sous la barre des 0,90 USD au premier semestre de l'année prochaine.

Du côté de la politique monétaire, la faiblesse des exportations canadiennes a neutralisé la vigueur de la demande intérieure et forcé la Banque du Canada à procéder à un assouplissement monétaire de 150 points de base depuis l'automne dernier, ramenant ainsi son taux directeur à 3 %. Une autre réduction des taux pourrait s'avérer nécessaire si le repli des prix des matières premières venait à peser lourdement sur la croissance dans l'Ouest du pays. Dans ce cas, les autorités pourraient faire appel à la politique budgétaire pour corriger la situation puisque le gouvernement fédéral dispose toujours d'une certaine marge de manœuvre.

En résumé, on prévoit une croissance réelle de l'ordre de 1 % en 2008. Une lente reprise aux États-Unis se traduira par une légère amélioration en 2009, avec un taux de croissance d'environ 1,8 %.

Parer à la volatilité avec un plan

Les dernières semaines ont été marquées par une volatilité sans précédent. Cependant, comme nous l'avons déjà mentionné, volatilité n'est pas synonyme de risque de baisse. Comme nous l'avons vu dernièrement, les mouvements à la hausse peuvent être tout aussi violents que les mouvements à la baisse. Le meilleur moyen de ne pas se laisser étourdir que nous connaissions consiste, pour un investisseur, à prendre un peu de recul par rapport au brouhaha quotidien et à s'assurer que ses plans d'investissement à long terme sont bien respectés. Malgré la récente frénésie sur les marchés, nous ne modifions pas la répartition recommandée des actifs pour le moment. Cela ne veut pas dire que vous ne devez pas vérifier votre propre portefeuille. Il est en effet possible que les mouvements du marché

(SUITE DE LA PAGE 2 « Marchés financiers »)

sept dernières récessions, l'indice S&P 500 a connu une reprise moyenne de 17,5 % dans les trois mois qui ont suivi le creux du marché et de 28,4 % au cours des six mois suivants.

(SUITE DE LA PAGE 1 « États-Unis »)

point tournant dans le processus de stabilisation du secteur financier.

Pour ce qui est de l'économie réelle, il faut sans doute se résoudre à parler de récession puisque le taux de chômage a progressé de 1,5 % sur son bas cyclique. Les États-Unis ont connu sept hausses de cette ampleur au cours des 50 dernières années, et elles ont toujours été associées à une période de récession. Cette fois, la contraction sera non négligeable en raison des stocks importants dans le secteur immobilier et de la nécessité pour les ménages américains de regarnir leur bas de laine. Toutefois, il serait exagéré d'évoquer le spectre d'une dépression, caractérisée par un chômage à 20 %.

La politique d'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale, dont la courroie de transmission avait été largement sectionnée par la crise financière, sera plus efficace compte tenu de la réduction des primes de risque sur les prêts hypothécaires. Depuis la mise en tutelle de Fannie Mae et de Freddie Mac, on assiste à une diminution des taux hypothécaires pour la première fois depuis le début de la crise. De plus, les mesures de relance budgétaire déployées depuis avril dernier et la baisse du prix du pétrole devraient permettre aux ménages de bénéficier enfin d'une hausse de leur pouvoir d'achat,

aient modifié les proportions de vos actifs et qu'un rééquilibrage soit nécessaire. C'est le moment maintenant de vous assurer de continuer d'adhérer à votre plan à long terme, en vous laissant éventuellement guider par un de nos portefeuilles modèles.

Après notre décision du dernier trimestre, nous avons désormais une position en actions américaines neutre dans l'ensemble de nos modèles. Cela signifie que nous sommes relativement plus optimistes à l'égard des titres américains qu'à l'égard des actions canadiennes ou d'autres valeurs étrangères. Nous recommandons des positions légèrement sous-pondérées dans ces deux derniers cas. Cela peut sembler illogique avec toutes les mauvaises nouvelles qui nous viennent du sud de la frontière. Mais rappelez-vous que les marchés sont, par nature, tournés vers l'avenir. Dans beaucoup de cas, les États-Unis sont en tête de la course pour trouver des solutions, alors que d'autres régions commencent à peine à appréhender l'ampleur de leurs propres problèmes. Nous continuons de croire qu'au moment où nous abordons une

condition essentielle à toute reprise économique durable.

La chute des importations, une situation tout à fait normale en période de récession, entraîne une contraction rapide du déficit commercial américain. Résultat, le billet vert s'apprécie, d'autant plus que certains actifs financiers américains jouent un rôle de valeur refuge dans le contexte actuel. Devant la hausse du dollar américain et le repli important des cours énergétiques, la Réserve fédérale devrait maintenir à 2 % son taux directeur au cours des prochains trimestres, bien qu'elle ne soit pas encore pleinement convaincue que l'inflation ne constitue plus une menace sérieuse. Le marché du travail étant peu inflationniste à cause des nombreuses pertes d'emplois, la Réserve fédérale a la latitude voulue pour laisser l'activité économique se raffermir en ne donnant pas de tour de vis tout de suite.

Somme toute, le creux cyclique n'est probablement pas encore atteint, mais les récents développements sur le marché hypothécaire sont encourageants et susceptibles de mettre l'économie américaine sur la voie de la reprise. La croissance de l'activité sur quatre trimestres devrait s'accélérer pour atteindre quelque 2,5 % vers la fin de l'année prochaine.

période de croissance plus modérée de l'économie mondiale, les marchés plus orientés vers les ressources naturelles cycliques comme celui du Canada auront tendance à rester à la traîne.

Du côté des titres à revenu fixe, nous demeurons neutres dans tous nos divers modèles. Dans ce compartiment, nous recherchons un équilibre entre les caractéristiques positives comme valeurs refuges pendant cette période d'incertitude et le fait que les rendements globaux sont encore très faibles, en termes historiques. Le résultat net de notre décision concernant les actions et les titres à revenu fixe est que notre modèle surpasse encore les liquidités comparativement aux niveaux de référence. Au moment de rédiger ces notes, le Congrès des États-Unis discute de l'adoption d'un plan de sauvetage majeur pour aider à résoudre la tourmente financière. Si ce plan est adopté, il pourrait nettement renforcer la confiance des marchés et nous inciter à revoir nos recommandations actuelles. Comme toujours, votre conseiller en placement est votre meilleure source d'informations sur l'état actuel de nos réflexions.

NOS PRÉVISIONS

	2006	2007	2008	PRÉVISIONS 2009
Produit intérieur brut %				
Canada	3,1	2,7	0,7	1,8
États-Unis	2,8	2,0	1,5	1,5
Inflation %				
Canada	2,0	2,2	2,5	1,5
États-Unis	3,2	2,9	4,3	2,1
22 sept. 08 Sept. 2009				
Taux à court terme (Bons du Trésor, 91 jours)				
Canada	2,19		3,08	
États-Unis	0,92		2,55	
Taux obligataires – 10 ans %				
Canada	3,71		4,27	
États-Unis	3,88		4,50	
Taux obligataires – 30 ans %				
Canada	4,14		4,70	
États-Unis	4,45		5,10	
Dollar canadien	0,96 \$U.S.		0,89 \$U.S.	
S&P / TSX – Rotation sectorielle				
Surpondérés		Sous-pondérés		
Consommation discrétionnaire		Énergie		
Finances		Matériaux		

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 par rapport au trimestre précédent
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 %	—
Actions – pays étrangers		5 %	3 %	—

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 %	—
Actions – pays étrangers		10 %	8 %	—
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 %	—
Actions – pays étrangers		10 %	8 %	—
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 %	—
Actions – pays étrangers		15 %	13 %	—
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 %	—
Revenu fixe (durée : 5.5 ans) ¹	0 % à 30 %	20 %	20 %	—
Actions – Canada	55 % à 100 %	20 %	16 %	—
Actions – États-Unis		20 %	20 %	—
Actions – pays étrangers		20 %	17 %	—
Placements alternatifs ²	0 % à 25 %	20 %	16 %	—

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.

