



# MACDOUGALL, MACDOUGALL & MACTIER INC.

Service aux investisseurs depuis 1849

## COMMENTAIRES MENSUELS DES MARCHÉS

RECHERCHE FINANCIÈRE

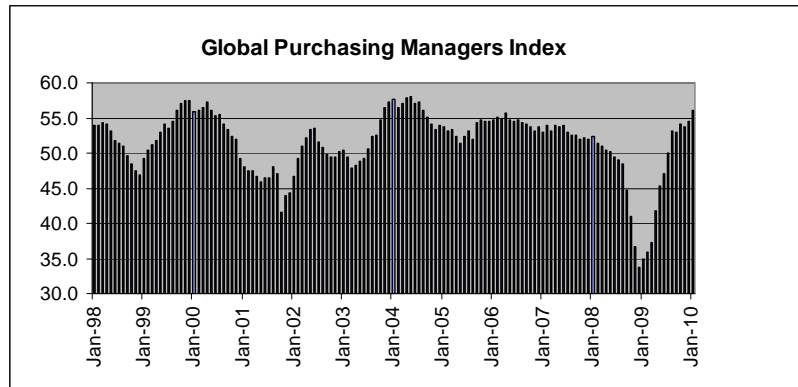
FÉVRIER 2010

### Revue du mois de janvier 2010

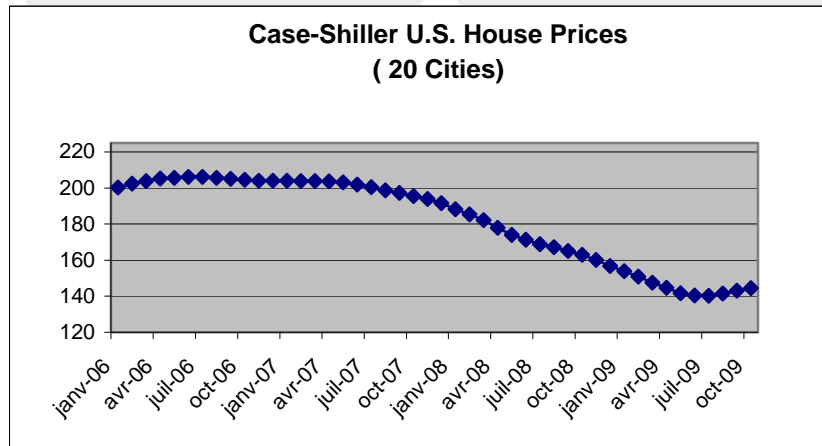
	31 janvier 2010	31 décembre 2009	% Changement
S&P/TSX	11 094,3	11 746,1	(5,5) %
S&P 500	1 073,9	1 115,1	(3,7) %
DJII	10 067,3	10 428,0	(3,4) %
NASDAQ	2 147,3	2 269,1	(5,4) %
Oblig. can. 10 ans	3,35 %	3,61 %	-26bp
Oblig. amér. 10 ans	3,58 %	3,84 %	-26bp
Bons Trésor can. 90 jrs	0,22 %	0,24 %	-2bp
Bons Trésor amér. 90 jrs	0,07 %	0,05 %	2bp
\$ amér. vs \$ can.	0,9342 \$	0,9515 \$	(1,8) %

### L'espoir du retour à la croissance

Même les économistes ayant la vision la plus baissière des marchés reconnaissent que la croissance économique est de retour. Au début de 2009, les investisseurs espéraient le retour d'une croissance. Durant les derniers mois de l'année, cet espoir est devenu réalité, car l'expansion économique, bien qu'elle ait été tempérée dans plusieurs régions du monde, a refait surface. Au début de 2010, les données économiques ont démontré que l'économie mondiale poursuit son expansion. Le graphique qui se trouve ci-après met en lumière l'indice des acheteurs à l'échelle mondiale, indice de l'activité économique grandement suivi. Une lecture supérieure/inférieure à 50 indique une expansion/contraction de l'économie. Les derniers points de données sont de 56,1.



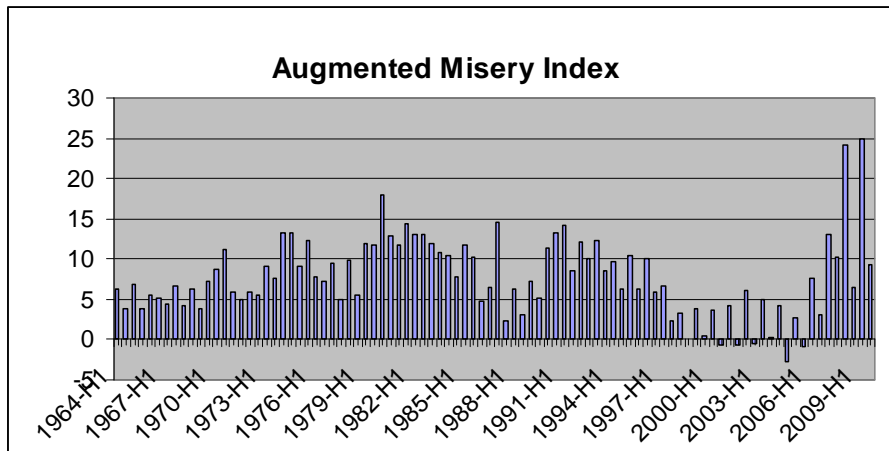
Les économistes ayant une vision baissière des marchés se sont tournés vers une possibilité de reprise à double creux selon laquelle l'amélioration économique est de courte durée pour ensuite chanceler plus tard dans l'année. Bien que ce scénario soit une possibilité, celui-ci semble peu probable à moins d'un bouleversement externe (p. ex. une augmentation soudaine des prix de l'énergie) ou d'une erreur de jugement relativement à une politique (p. ex. le retrait précipité de divers programmes de relance gouvernementaux). La principale raison qui nous pousse à croire que l'économie ne replongera pas en récession s'explique par « l'effet de patrimoine ». Le patrimoine des consommateurs s'est stabilisé et a démontré des signes d'augmentation. Par exemple, le graphique se trouvant ci-après indique que les prix des maisons aux États-Unis qui, il y a plusieurs mois, semblaient avoir touché le fond, démontrent maintenant des signes d'augmentation. Dans l'ensemble, les marchés boursiers ont rebondi de manière significative depuis le début de l'an dernier, augmentant ainsi le patrimoine des ménages. L'effet de patrimoine a été inversé en 2007 et en 2008, laissant les biens principaux des consommateurs perdre de leur valeur et donnant lieu à une réduction des dépenses pour finalement créer une récession majeure.



\* Dernier point de données publié en novembre 2009.

Cette augmentation du patrimoine s'est traduite en une meilleure lecture en ce qui concerne le sentiment des consommateurs, bien qu'elle ne soit pas au même niveau que celui connu au début de la récession. L'indice américain utilisé pour mesurer le sentiment des consommateurs est appelé le « taux d'appauvrissement ». Cet indice a été créé aux États-Unis par l'administration Carter et est devenu populaire durant la campagne présidentielle en 1976. L'indice est constitué de l'indice des prix à la consommation ainsi que le taux de chômage. Plus l'indice est haut/bas, plus/moins les consommateurs se sentent « appauvris » et moins/plus ils sont portés à dépenser. Une version mise à jour a été créée afin d'ajouter une autre variable, soit celle de la variation des prix des maisons à l'aide de l'indice Case-Shiller. Étant donné qu'une maison est un bien important pour une famille, les variations des prix des maisons, selon les auteurs, aident à mieux prédire le sentiment du consommateur et son niveau de dépenses.

Nous illustrons ci-après le graphique de l'indice modifié à partir de 1964 et se terminant en décembre 2009. La dernière lecture est de 9,8. Comme nous pouvons le constater, un changement important s'est produit depuis la première moitié de 2009 lorsque l'indice a atteint un sommet de 25 (tous étaient appauvris) et terminé l'année à 9,8.



Source : Peterson Institute for International Economics-Hufbauer and Wong, janvier 2010

La conclusion des auteurs se lit comme suit :

[Traduction] « Que dire de 2010? L'économie devrait poursuivre le chemin de la reprise et les taux de chômage devraient commencer à diminuer progressivement. L'indice des prix à la consommation pourrait légèrement augmenter, mais les prix des maisons devraient aussi lentement grimper. Ces tendances devraient aider à améliorer le sentiment du consommateur... »

**Qu'est-ce qui nous inquiète?**

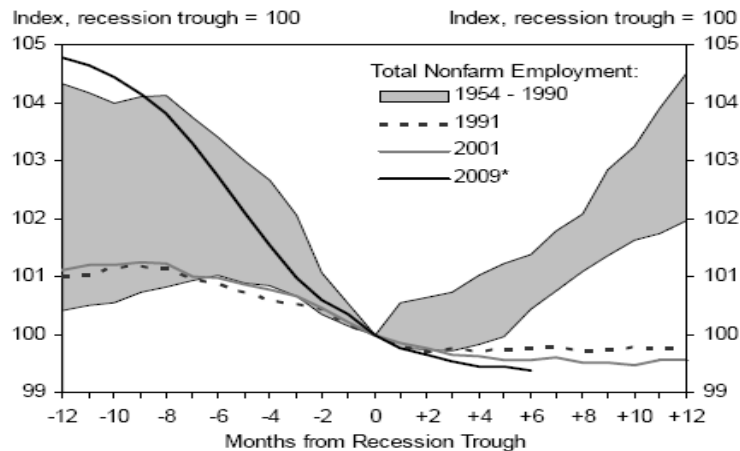
**1) Les taux d'intérêt**

Personne ne peut prétendre que le niveau faible actuel des taux d'intérêt durera, mais il s'agissait d'une condition nécessaire pour dynamiser une économie chancelante. La baisse des taux d'intérêt dictée par les banques centrales a engendré des taux hypothécaires et d'intérêt créditeur moins élevés pour les consommateurs. Dans le cas des hypothèques, cette décision a contribué à la reprise du marché de l'habitation au Canada (dans une certaine mesure, certains affirment que l'augmentation a été trop forte et trop rapide) et a permis aux États-Unis de stabiliser son faible marché de l'habitation. Les banques centrales sont conscientes que laisser les taux d'intérêt à ces niveaux pendant une période prolongée pourrait conduire à une inflation plus élevée et/ou créer une autre bulle d'actifs, ce qu'elles éviteront à tout prix. Le fait d'augmenter trop vite les taux d'intérêt, pourrait malheureusement nuire à la reprise économique. Un exemple classique d'augmentation trop rapide des taux d'intérêt après un boom/krach immobilier a été observé au Japon. Les banques centrales japonaises croyaient qu'après avoir connu un boom/krach immobilier et mis en œuvre plusieurs mesures visant à redresser l'économie, le temps était venu d'augmenter les taux d'intérêt, car l'économie semblait reprendre de la vigueur. Malheureusement, cette décision s'est avérée être une erreur et l'économie s'est de nouveau affaiblie.

En plus des banques centrales qui pourraient augmenter les taux d'intérêt, les investisseurs en obligations pourraient faire augmenter les taux d'intérêt en vendant leurs positions en obligations s'ils croyaient que l'inflation et/ou les déficits budgétaires et la dette accumulée par les gouvernements n'étaient pas pris au sérieux.

## 2) Protectionnisme commercial

Il est du point de vue du consensus que les niveaux de chômage sont sur le point d'atteindre un sommet, mais que la tendance à la baisse sera lente. Autrement dit, une reprise économique sans création d'emplois est le scénario le plus probable. Jusqu'à ce jour, des indications pointent vers ce scénario. Nous illustrons ce point de vue au moyen du graphique se trouvant ci-après qui démontre la croissance d'emplois (exprimée au moyen d'un indice) depuis la fin de la récession par comparaison avec les récessions précédentes.



Source : Goldman Sachs - Janvier 2010

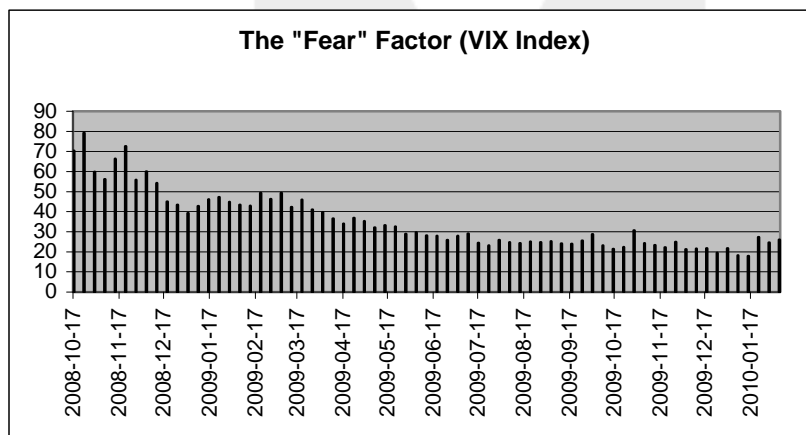
Depuis la fin de la récession, il n'y a pas eu de création d'emplois. Ce nombre continue de diminuer depuis la fin de la récession et démontre que cette reprise sans création d'emplois sera la pire reprise jamais enregistrée et que l'on se dirige vers une reprise sous-optimale de l'économie. Si cette tendance se poursuit, il y aura de plus en plus de pression exercée sur les politiciens pour créer des emplois. Une façon d'empêcher ceci serait de réduire le nombre d'importations d'un pays en adoptant ou en encourageant le « Buy America » ou le « Buy Europe ». En théorie, moins d'importations permettent de remplacer les biens et les emplois provenant de l'étranger par des biens et emplois locaux.

Des leçons tirées du passé ont enseigné aux économistes que cette activité contribue à créer des barrières commerciales et de l'hostilité entre les pays. Selon nous, l'une des raisons pour laquelle la croissance économique a été solide au cours des cinquante dernières années s'explique par la disparition des barrières entre les pays et par un mouvement vers la mondialisation. Il serait dommage que cette tendance soit renversée. Nous ne croyons pas que cette situation se produira de façon significative, mais nous reconnaissons que le protectionnisme commercial est un risque qui fait partie de nos prévisions.

Nous pouvons nous demander comment une récession peut-elle être terminée lorsque des emplois ne sont pas créés et que les pertes d'emplois se poursuivent. Le produit intérieur brut (PIB), soit la mesure la plus courante de l'expansion/récession économique se définit comme étant la production totale (et non la création d'emplois) exprimée en dollars (excluant l'inflation) de tous les biens et services produits par un pays. Les expansions/récessions économiques sont normalement exprimées en tant que changements en pourcentage du produit intérieur brut. Une récession est considérée comme étant terminée lorsque l'économie cesse de se contracter (c.-à-d. le changement en pourcentage du PIB est zéro) et non lorsque les pertes d'emplois prennent fin. La fin de la récession ne signifie pas que le niveau de l'activité économique est retourné au niveau de pré-récession. Plusieurs mois doivent s'écouler après la fin d'une récession avant de connaître une croissance de l'emploi, car les entreprises sont réticentes à embaucher et ce, jusqu'à ce qu'elles soient confiantes que la conjoncture est durable.

### 3) Aversion pour le risque

Lorsque nous voulons que nos activités soient florissantes et croissantes, nous devons accepter l'élément de risque. Investir à la Bourse signifie également que nous acceptons de prendre plus de risques que si nous investissons dans des titres portant intérêt ou si nous nous contentions de conserver nos liquidités, mais les rendements compensent pour le niveau de risque élevé que nous avons décidé de prendre. Parfois, les investisseurs ne sont pas assez prudents et ignorent les signes d'un marché boursier surchauffé, tandis qu'à d'autres moments, le contraire se produit. Malgré notre cas de base voulant que la Bourse continue à remonter, bien qu'à un rythme plus lent qu'en 2009, en raison de l'amélioration de l'économie, des bénéfices des sociétés et des cours raisonnables en Bourse, l'élément le plus difficile à juger est le degré d'aversion pour le risque ou le sentiment qu'ont les investisseurs envers la Bourse. Une mesure couramment utilisée d'aversion pour le risque est l'indice VIX, quelquefois appelé le facteur de « peur ». Plus l'indice est élevé/bas, plus la peur des investisseurs est grande/moindre. Plus l'indice est élevé/bas, moins/plus la Bourse a des chances de remonter.



Le facteur de « peur » a été à son plus haut niveau à l'automne 2008, car les grandes institutions financières étaient en difficulté et plusieurs investisseurs se questionnaient sur l'intégrité du système financier. Cette situation s'est depuis considérablement résorbée, mais demeure toujours à un niveau plus élevé qu'à la normale (lecture de 20 en moyenne depuis 2000). Au moment où nous écrivons ces commentaires mensuels des marchés, la « peur » envers la Bourse se fait maintenant sentir dans l'économie de certains pays européens (p. ex. la Grèce et l'Espagne) sans compter la situation de dette/déficit et la propagation potentielle dans les plus grandes économies européennes (p. ex. l'Allemagne et la France). Nous n'avons aucune idée précise de la situation, mais nous avons appris qu'un plus grand organisme, tel que l'Union européenne et/ou le Fonds monétaire international aideront ces pays en autant qu'ils présentent un programme crédible (normalement des programmes de limites sévères des dépenses publiques et d'austérité) afin de réduire leur déficit/dette ou, ce qui est souvent le cas, les marchés financiers aideront à financer ces pays.

**Ian Nakamoto**  
**Directeur, Service de la recherche**

Important Disclosures

### Divulgations importantes

#### Société

#### Symbole

#### Divulgations

L'(es) analyste(s) financier(s) qui a (ont) écrit ce rapport certifie(nt) que les opinions exprimées à l'intérieur du rapport en question reflètent avec exactitude leur(s) opinion(s) personnelle(s) et qu'aucune part de la rémunération du ou des analystes ne sera associée à ces opinions.

#### Politique de conflit d'intérêt s'appliquant aux analystes financiers

1. Ce point fait référence à la possession, par l'analyste financier, d'actions dans la société mentionnée dans le rapport de recherche. À la section du rapport intitulée « Divulgations », l'inscription du code « 1 » indiquera que l'analyste ou un membre de la famille de l'analyste détient une position quelconque (actions, produits dérivés ou autres) dans les actions de la société en question.
2. Ce point fait référence à la possession, par le directeur du Service de recherche ou l'analyste en charge de la supervision du Service de recherche, d'actions dans la société mentionnée dans le rapport de recherche. À la section du rapport intitulée « Divulgations », l'inscription du code « 2 » indiquera que le directeur du Service de recherche ou l'analyste en charge de la supervision du Service de recherche détient une position quelconque (actions, produits dérivés ou autres) dans les actions de la société en question.
3. Ce point fait référence à tout lien pouvant exister entre l'analyste financier, un membre de sa famille ou notre firme, et la société mentionnée dans le rapport de recherche. Le mot « lien » sous-entend toute forme de lien, à l'exception des opérations sur les actions (couvertes aux points 1 et 2). À la section du rapport intitulée « Divulgations », l'inscription du code « 3 » indiquera que l'analyste, un membre de sa famille ou notre firme possède un lien avec la société en question.
4. Ce point fait référence à la visite faite par les analystes des installations ou des opérations clés de la société en question.
5. Ce point fait référence au paiement, par la société mentionnée dans le rapport de recherche, d'une portion quelconque des frais de déplacement encourus pour faire visiter ses installations par l'analyste financier. À la section du rapport intitulée « Divulgations », l'inscription du code « 5 » indiquera que la société a défrayé une partie ou toutes les dépenses de déplacement de l'analyste associées à la visite de ses installations.
6. Ce point fait référence à la participation de MacDougall, MacDougall & MacTier Inc. à l'émission de valeurs mobilières pour la société mentionnée dans le rapport de recherche. À la section du rapport intitulée « Divulgations », l'inscription du code « 6 » indiquera que MacDougall, MacDougall & MacTier Inc. a agi en tant qu'émetteur de valeurs mobilières de la société en question au cours des 18 derniers mois.
7. Ce point fait référence à la possession d'actions représentant plus de 1% des actions en circulation d'un émetteur. Dans le cas où MacDougall, MacDougall & MacTier Inc. ou ses filiales aurait possédé collectivement 1% ou plus des actions émises par la société mentionnée dans le rapport de recherche au cours des 60 jours antérieurs à la diffusion du rapport.

#### Types de recommandations de recherche et évaluations du risque

##### Types de recommandations sur actions

Les types de recommandations contenues aux rapports de recherche publiés par MacDougall, MacDougall & MacTier seront les suivants :

-**ACHETER**- fera référence aux occasions de placement qui présentent un potentiel de rendement de plus de 20 % à l'intérieur d'une période de 12 à 18 mois.

-**CONSERVER**- fera référence aux occasions de placement qui présentent un potentiel de rendement de 5 % à 20 % à l'intérieur d'une période de 12 à 18 mois.

-**VENDRE**- fera référence aux occasions de placement qui présentent un potentiel de rendement de moins de 5 % à l'intérieur d'une période de 12 à 18 mois.

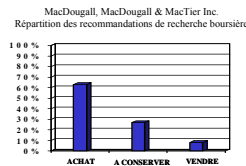
##### Évaluation du risque

MacDougall, MacDougall & MacTier utilise, dans ses rapports de recherche, un système d'évaluation du risque constitué de deux cotes : (1) Risque supérieur au marché et (2) Risque égal au marché.

**Risque supérieur au marché** s'applique à une société qui exploite dans une industrie de nature plus spéculative ou une société qui est plus volatile que le marché, tel qu'il est mesuré par son « bêta ». Une indication de « Risque supérieur au marché » peut également indiquer une faiblesse au bilan de l'entreprise, une faible cote de crédit, l'absence de dividendes, des liquidités faibles ou d'autres déficiences.

**Risque égal au marché** s'applique à une société qui devrait présenter, en moyenne, une volatilité semblable à celle du marché dans son ensemble, tel qu'il est mesuré par son « bêta ». Les sociétés qui comportent un « Risque égal au marché » possèdent habituellement un bon bilan, sont bien établies, sont des sociétés à forte capitalisation boursière, exploitent dans des industries généralement considérées comme stables et, pour la majorité d'entre elles, versent un dividende.

Distribution des recommandations du Service de recherche de MacDougall, MacDougall & MacTier Inc.



■ Pourcentage, par type de recommandation, des sociétés suivies par le Service de recherche de MacDougall, MacDougall & MacTier Inc.

**Lexique :**

BPA	Bénéfice par action
C/B	Ratio cours-bénéfice
BAIIA	Bénéfices avant intérêts, impôts et amortissements
Capitalisation boursière	Total des actions en circulation x le cours de l'action
Valeur de l'entreprise	Capitalisation boursière + dette
Actions (diluées)	Nombre d'actions en circulation diluées
CBC	C/B x taux de croissance des bénéfices (PEG)
ADR	American Depository Receipt
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
Taux sans risque	Taux de rendement des bons du Trésor à 10 ans
Rendement dividende	Dividende/cours de l'action
CMA	Cours moyen de l'action
Âge CC	Âge des comptes clients
DI	Dépenses en immobilisations
CU	Coût unitaire
VEA	Valeur économique ajoutée
VE/BAIIA	Valeur de l'entreprise / Bénéfices avant intérêts, impôts et amortissements
VAN	Valeur actualisée (nette) des flux de trésorerie
VAN de Holt	Valeur actualisée (nette) des flux de trésorerie, modèle de Holt
RCA	Rendement cible de l'action
Rendement	Rendement
MBSEO	Modèle Black-Scholes d'évaluation des options
BÊTA	Mesure quantitative de la volatilité d'une action, d'un fonds ou d'un portefeuille, par rapport à l'ensemble du marché boursier
FCP	Fonds commun de placement

*Ce rapport de recherche a été préparé et est distribué à titre d'information générale seulement. Il ne tient pas compte des objectifs d'investissement spécifiques et de la situation financière de tout individu ayant obtenu copie de ce rapport. Les investisseurs devraient obtenir un conseil professionnel avant d'investir dans tout titre discuté ou recommandé dans ce rapport et devraient comprendre que les énoncés relatifs aux perspectives pourraient ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas être considéré comme une offre de titres à vendre ou une sollicitation d'achat ou de vente de quelque valeur mobilière que ce soit.*

*L'information présentée dans ce rapport est préparée à partir de sources que nous croyons fiables, mais aucune garantie ne peut être fournie quant à son exactitude, son exhaustivité ou sa justesse. Toutes les opinions et prévisions contenues dans ce rapport ont été préparées de bonne foi et sont sujettes à modifications sans préavis.*

**Montréal 514 394-3000**

**Québec 418 656-1212**

**Toronto 416 977-0663**

**London 519 645-1110.**