



## COMMENTAIRES MENSUELS DES MARCHÉS

RECHERCHE FINANCIÈRE

MARS 2010

### Revue du mois de février 2010

	28 février 2010	31 décembre 2009	% Changement
S&P/TSX	11 632,0	11 746,1	(1,0) %
S&P 500	1 104,5	1 115,1	(1,0) %
DJII	10 325,3	10 428,0	(1,0) %
NASDAQ	2 238,3	2 269,1	(1,4) %
Oblig. can. 10 ans	3,39 %	3,61 %	(22)bp
Oblig. amér. 10 ans	3,61 %	3,84 %	(23)bp
Bons Trésor can. 90 jrs	0,17 %	0,24 %	(7)bp
Bons Trésor amér. 90 jrs	0,12 %	0,05 %	7bp
\$ amér. vs \$ can.	0,9502 \$	0,9515 \$	(0,1) %

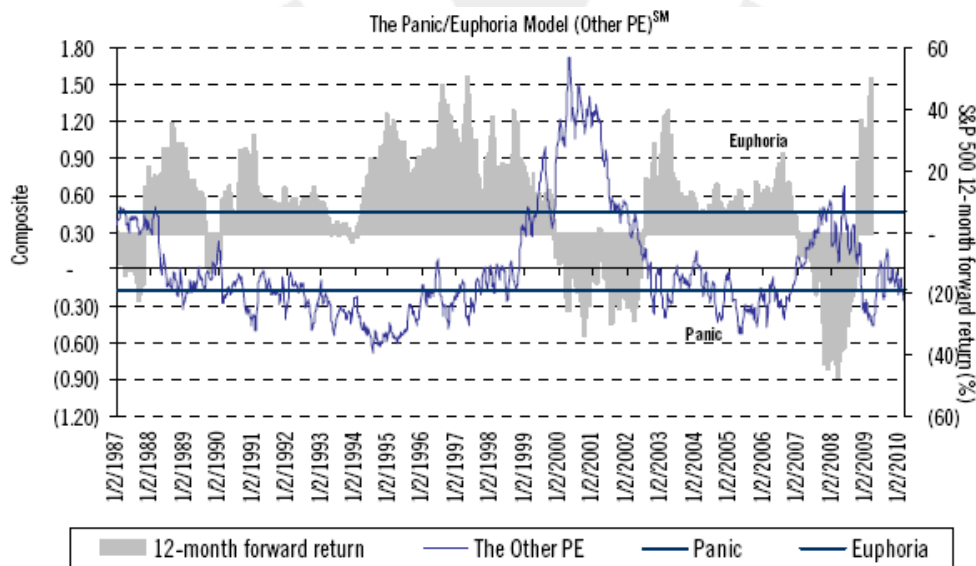
#### La période cafardeuse du mois de février

Les commentaires mensuels des marchés pour le mois de février sont, selon nous, les plus difficiles à rédiger. Étant donné que le mois de février est le mois qui comporte le moins de jours, nous devons nous presser de respecter l'échéance que nous nous sommes fixée pour rédiger ces commentaires dans les jours qui suivent la fin du mois. Le fait le plus important est que le temps glacial d'hiver du mois de février tend à influencer notre attitude et nos émotions. Nous croyons qu'à l'heure actuelle, la période cafardeuse de février a également eu une influence sur l'attitude des investisseurs envers la Bourse. Il est surprenant de constater qu'un grand nombre de personnes ont tourné le dos à la Bourse, car plusieurs investisseurs éternellement « baissiers » envers l'économie et la Bourse ont attiré l'attention du public. Cette attitude qui règne figure dans les sondages effectués auprès des investisseurs et démontre un grand scepticisme envers les gains (les gains seront-ils maintenus?) qu'ont connu les marchés boursiers mondiaux au cours de l'année dernière. Il existe un scepticisme général voulant que les marchés continuent sur leur lancée après avoir déjà connu des gains de plus de 30 % dans une année. En outre, très peu de personnes croient que les cours sont abordables. Néanmoins, nous croyons que des gains, plus particulièrement ceux de l'indice TSX (système financier solide au Canada et exposition aux produits de base) sont très probables pour les mois à venir et estimons que les marchés sont abordables.

Comme preuve d'optimisme, nous notons la tendance des résultats (bénéfices). Par exemple, les bénéfices fondés sur 500 sociétés inscrites à l'indice S&P ont été encore une fois révisés à la hausse par la plupart des stratégies, car les bénéfices de 2009 du quatrième trimestre récemment annoncés ont affiché des résultats plus solides que prévu. La principale raison de ces résultats plus solides que prévu s'explique par une amélioration des ventes (revenu). L'an dernier, la plupart des sociétés ont annoncé des résultats plus solides que prévu en raison de la réduction rapide des coûts. À ce moment-là, plusieurs investisseurs sceptiques/baissiers envers la Bourse suggéraient un manque de hausse des recettes en concluant que les gains de la Bourse seraient de courte durée étant donné que les programmes de réduction de coûts mis en place tiraient à leur fin. L'augmentation récente des résultats indique que la hausse des recettes est plus forte que prévu. L'augmentation des recettes et le maintien par les sociétés d'une culture de coûts très allégés se traduisent généralement par des résultats très solides. Nous nous attendons à ce que la tendance d'augmentation des recettes et la préoccupation entourant les coûts se poursuivent aux prochains trimestres, sinon pendant des années à venir.

En commentant sur l'annonce des plus récents résultats, la banque américaine Citigroup a indiqué ce qui suit : [Traduction] « Le « dépassement » total au 4T de 2009 a été d'environ 9 %. Toutefois, si les charges liées au remboursement du programme de secours d'actifs à difficultés du secteur financier n'avaient pas été considérées, le dépassement aurait totalisé un pourcentage record de +19,5 %. »

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les sceptiques envers la Bourse sont très présents. Le graphique se trouvant ci-après illustre un modèle qui démontre l'attitude des investisseurs.



Source: Citigroup February 26, 2010

Ce graphique est appelé *Other P/E* dont le P signifie panique et le E signifie euphorie. La ligne foncée du graphique représente la lecture de cet indice (échelle de gauche), tandis que la partie claire ombragée représente le rendement de la Bourse pour les douze prochains mois (échelle de droite) selon les lectures des autres P/E. Cet indicateur de sentiment est composé du ratio de la position à découvert de l'indice NYSE, de la dette marginale, des données à tendance haussière/baissière de l'American Association of Individual Investors et d'autres sources d'information accessibles au public. Les deux lignes foncées représentent un écart-type, ce qui signifie que 65 % de l'ensemble des observations sont situées entre ces lignes. Les parties en dessous et au-dessus des lignes foncées représentent les périodes où les investisseurs sont dans un état de panique/d'euphorie. La plus récente lecture démontre que le sentiment a contribué à modifier la lecture de l'écart-type, ce qui signifie que l'attitude des investisseurs envers le marché tend vers la panique. Ces

dernières années, lorsque la lecture démontrait que le sentiment se situait à ces niveaux ou sous ces niveaux, les rendements d'un an étaient excellents. Les années 2004 à 2007 et le début de l'année 2009 en sont des exemples. Malgré le faible sentiment envers la Bourse au moment de la lecture, les rendements d'un an sont prouvés être excellents.

### **Déficits budgétaires et inflation. Est-ce que les déficits mènent à l'inflation?**

Les effets prolongés de la dernière récession sont, entre autres, les déficits budgétaires importants (dépenses excédant la perception de recettes) qui ont été créés. Les investisseurs sont préoccupés du fait que les déficits budgétaires mènent éventuellement à une plus grande inflation, car les gouvernements doivent « émettre » plus de monnaie pour payer ces déficits. Nous avons passé en revue des ouvrages économiques et il semble que la réponse se trouve dans l'indépendance ou le manque d'indépendance entre la banque centrale d'un pays et son gouvernement élu. Dans les pays développés dont les banques centrales sont indépendantes (États-Unis, Canada), peu de preuves indiquent que les déficits budgétaires mènent à une plus grande inflation. Toutefois, certains pays en développement dont les banques centrales sont moins indépendantes et qui possèdent des déficits persistants semblent se diriger vers une plus grande inflation.

Gérer les finances d'un gouvernement est comme gérer les finances d'un ménage. De la même manière qu'un ménage, il doit payer ses factures. Les ménages ont trois façons de payer leurs dépenses. Ils peuvent travailler pour gagner de l'argent, vivre d'un revenu généré par leurs actifs (intérêts/dividendes ou revenu de location) ou ils peuvent vendre certains actifs. Si les dépenses d'un ménage sont plus élevées que ses revenus, il devra alors emprunter pour combler la différence en faisant appel à une institution financière. Les gouvernements ont la même option d'emprunt lorsque leurs dépenses excèdent leurs revenus (recouvrement de l'impôt ou ventes d'actifs) en émettant des obligations. Les obligations ne sont rien de plus qu'une promesse éventuelle de rembourser l'argent emprunté. En général, les gouvernements vendent des obligations au public. Cette façon de financer les déficits budgétaires comme le font actuellement le Canada et les États-Unis ne mène pas à l'inflation, car l'argent que le gouvernement doit dépenser en émettant les obligations au public est de l'argent que les acheteurs d'obligations (le public par le biais de fonds communs de placement et/ou de caisses de retraite) n'ont plus besoin de dépenser. Or, ce type de financement du déficit est simplement un transfert des dépenses du secteur privé au secteur public. Aucune « nouvelle monnaie » n'a été créée.

Les gouvernements à l'échelle mondiale ont émis des montants records d'obligations pour financer leur déficit et n'ont pas eu de difficultés à réunir des fonds, car les investisseurs de partout dans le monde (le public) semblent très attirés par l'achat de la dette publique. Une autre façon de voir ceci serait que les investisseurs (le public) ont décidé d'épargner (en achetant la dette) plutôt que de dépenser leur argent. Jusqu'à ce jour, ces déficits importants ont très peu d'influence, s'il en est, sur l'augmentation de l'inflation. Par exemple, les États-Unis possèdent le plus important déficit, mais leur indice des prix à la consommation est de 2,6 % sur douze mois et l'augmentation est entièrement due à l'augmentation des prix de l'énergie (sans rapport avec les emprunts faits par les gouvernements). Le taux d'inflation fondamentale (excluant les éléments les plus volatils de l'indice, soit les prix des produits alimentaires et de l'énergie) est beaucoup moins élevé pour totaliser 1,6 %.

À la différence des ménages, les gouvernements ont une autre option pour financer leur déficit. Le gouvernement peut créer de l'argent et l'utiliser pour payer les biens et services qu'il achète. La mesure dans laquelle la politique monétaire (normalement pour établir les taux d'intérêt et émettre les billets de banque) est appliquée pour équilibrer le budget du gouvernement permettra de déterminer l'incidence des déficits budgétaires sur l'inflation. La politique monétaire est normalement la responsabilité de la banque centrale d'un pays qui, dans les pays développés, agit de manière indépendante de la politique d'intervention financière de l'État (dépenses et imposition). Au Canada, la Banque du Canada établit la politique monétaire et aux États-Unis, la responsabilité relève du Conseil de la Réserve fédérale. La nature indépendante de la banque centrale est prise très au sérieux par les investisseurs. Si les investisseurs d'un pays croyaient que cette indépendance était compromise, ces derniers vendraient la monnaie de ce pays. Au Canada, le gouverneur et le premier sous-gouverneur de la Banque du Canada sont nommés par le conseil d'administration de la Banque du Canada et non par le gouvernement fédéral. Le gouvernement fédéral est

représenté par le sous-ministre des Finances du Canada qui siège au conseil d'administration, mais celui-ci n'a pas de droits de vote. Les employés de la banque centrale sont réglementés par la Banque du Canada plutôt que par les agences de la fonction publique générale. Des mécanismes semblables sont utilisés aux États-Unis afin de protéger l'indépendance de la banque.

L'indépendance des banques centrales est d'une importance considérable, car elles ont l'autorité de créer et d'émettre de la monnaie. Dans le cas où les organismes gouvernementaux (comme par exemple le ministère des Finances) seraient autorisés de forcer les banques centrales (par exemple la Banque du Canada) à acheter leurs obligations, cette façon de procéder mènerait sûrement à l'inflation. Il s'agit d'un cas typique « d'émission de monnaie ». Dans ce cas-ci, les gouvernements ont de la nouvelle monnaie à dépenser qui n'a pas été renoncée par le secteur privé. Le public a toujours en main l'argent qu'il possédait avant que des obligations du gouvernement soient émises à la banque centrale, mais le gouvernement a « créé » de la nouvelle monnaie. Or, dans ce cas-ci, le pouvoir de dépense des secteurs public et privé est augmenté par l'émission de monnaie. Présentement aux États-Unis et, autant que je sache, au Canada, il est illégal de forcer les banques centrales à acheter directement des obligations nouvellement émises.

Pour les investisseurs qui doutent que les déficits ne sont pas la cause de l'inflation, ces derniers devraient suivre les changements réglementaires de près, plus particulièrement ceux qui compromettent l'indépendance d'une banque centrale. Cette situation serait mal perçue par les investisseurs.

**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.

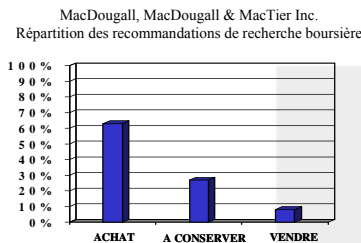
**Évaluation du risque**

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
BÉTA	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

*Le 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.