



MACDOUGALL, MACDOUGALL & MACTIER INC.

Service aux investisseurs depuis 1849

COMMENTAIRES MENSUELS DES MARCHÉS

RECHERCHE FINANCIÈRE

AVRIL 2010

Revue du mois de mars 2010

	31 mars 2010	31 décembre 2009	% Changement
S&P/TSX	12 037,73	11 746,1	2,5 %
S&P 500	1 169,43	1 115,1	4,9 %
DJII	10 856,6	10 428,0	4,1 %
NASDAQ	2 398,0	2 269,1	5,7 %
Oblig. can. 10 ans	3,57 %	3,61 %	(4) pb
Oblig. amér. 10 ans	3,83 %	3,84 %	1 pb
Bons Trésor can. 90 jrs	0,30 %	0,24 %	6 pb
Bons Trésor amér. 90 jrs	0,15 %	0,05 %	10 pb
\$ amér. vs \$ can.	0,9848 \$	0,9515 \$	3,5 %

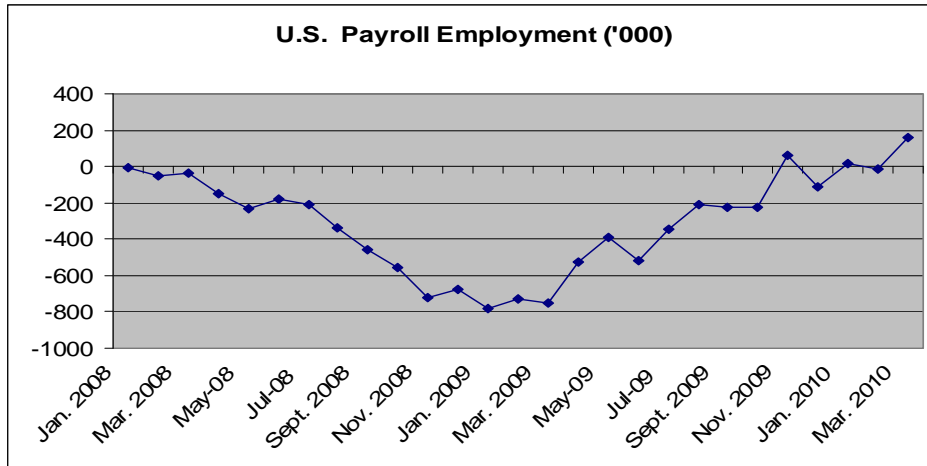
La création d'un cercle vertueux

Les Bourses continuent à bien se comporter. Malgré les préoccupations entourant le marché des capitaux, notamment les risques de dette souveraine en Grèce, au Portugal et en Espagne et l'accroissement assez important de la dette et des déficits pour plusieurs pays, les Bourses à l'échelle mondiale ont démontré une faculté de reprise, car d'autres données économiques continuent de démontrer des signes bien tangibles d'un redressement durable de l'économie mondiale. Nous utilisons le terme durable pour sous-entendre que le secteur privé (les entreprises) prendra le relais du secteur public (le gouvernement) pour faire progresser l'économie. Notre raisonnement est expliqué ci-après :

Aux États-Unis, les données récentes sur les emplois (données de mars sur les emplois) sont impressionnantes. Le graphique illustré ci-après met en lumière le long parcours pour dépasser la ligne « zéro ». Un chiffre supérieur/inférieur à zéro indique que des emplois sont créés/perdus. Bien que nous reconnaissons que ce chiffre qui représente un mois pourrait ne pas se reproduire au mois prochain (selon un recensement aux États-Unis, environ 40 000 de ces emplois représentent des embauches), il est clair que le pire est derrière nous et que ce n'est simplement qu'une question de temps avant que la création d'emplois plutôt que la perte d'emplois devienne la norme. Au Canada, le nombre d'emplois (les données pour le mois de mars n'ont pas encore été publiées) a été beaucoup plus solide, car des gains ont été réalisés sur cinq mois durant les sept derniers mois. Nous mettons l'accent sur les emplois, car il s'agit d'une variable économique importante, sinon la plus importante pour que la reprise économique soit

durable. L'argument voulant que l'accent soit mis sur les gains d'emplois s'explique par le fait que plus il y a de personnes qui détiennent un emploi, plus les dépenses de consommation augmentent. Plus les dépenses de consommation augmentent, plus les entreprises embauchent en raison de l'augmentation de la confiance (et des ventes). Un « cercle vertueux » est alors créé, car des gains supplémentaires mènent à une augmentation des dépenses de consommation qui donne lieu à une augmentation de l'embauche dans les entreprises entraînant ainsi plus de dépenses de consommation, etc.

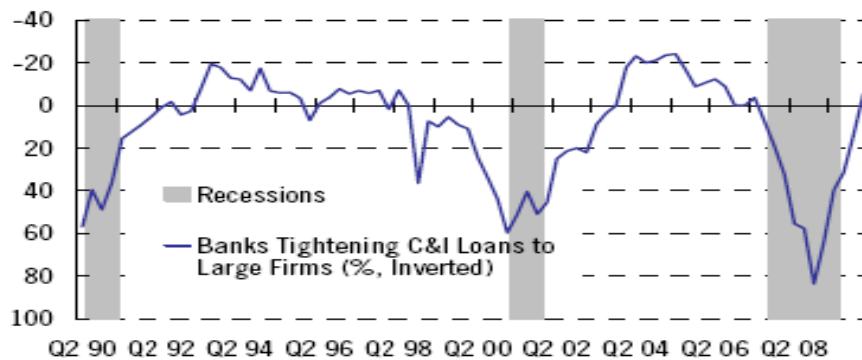
S'agit-il du début d'un cercle vertueux?



Source : U.S. Bureau of Labor Statistics

Un autre signe encourageant pour une reprise durable est fondé sur l'accès au crédit (argent). En 2008, l'accès au crédit est devenu très difficile en raison du gel des méthodes traditionnelles, telles que les actions, les obligations et le financement bancaire. Les gouvernements ont dû intervenir auprès du secteur privé pour lui donner ou lui faciliter l'accès au crédit. Au cours de 2009, le marché des actions et des obligations s'est lentement ouvert alors que nous assistions à une ruée d'émissions d'actions et d'obligations qui continue de persister. La dernière voie qui s'est ouverte est celle du financement bancaire que nous illustrons ci-après. Une ligne supérieure/inférieure à zéro indique que les institutions financières rendent l'accès au crédit plus facile/plus difficile. Ce sondage a été mené par la Réserve fédérale américaine. La ligne permet de calculer le pourcentage du resserrement/desserrement du crédit de la part des responsables du crédit. À un certain moment en 2008, plus de 80 % des responsables du crédit ont indiqué un resserrement du crédit (crédit moins accessible). À la fin de janvier 2010, ces derniers ont indiqué un desserrement du crédit.

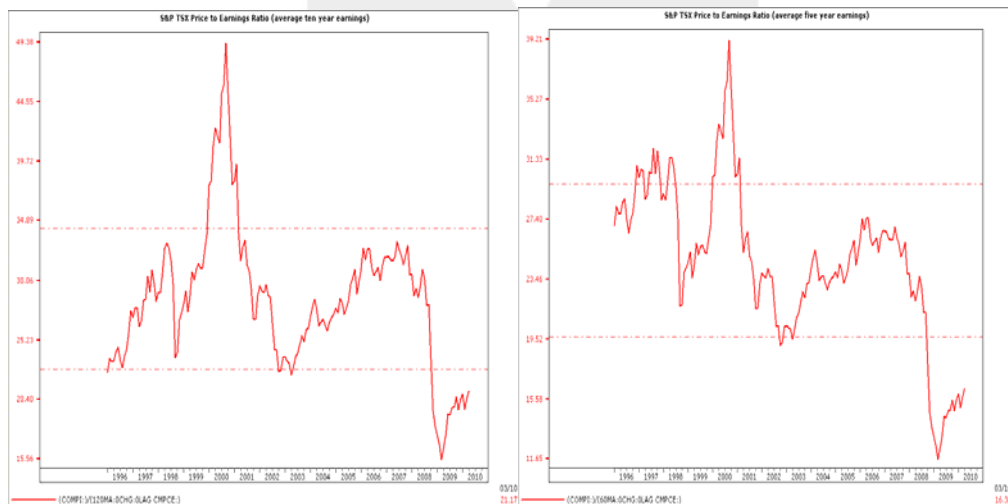
Sondage auprès des responsables du crédit aux États-Unis (de 1990 à 2010)



Source : Conseil de la Réserve fédérale américaine

Finalement, nous soulignons la valeur boursière canadienne au moyen du graphique illustré ci-après. Les investisseurs pourraient croire que la Bourse est surévaluée compte tenu de sa récente remontée. Nous nous servons du ratio cours-bénéfice ajusté pour démontrer que la Bourse canadienne est loin d'être surévaluée. Un ratio cours-bénéfice faible/élevé indique que les marchés sont abordables/inabordables. En général, pour calculer le multiple cours-bénéfice, les bénéfices actuels ou les bénéfices prévus sur douze mois sont utilisés. Notre méthode est légèrement modifiée. Le graphique de gauche représente les bénéfices moyens au cours des dix dernières années afin de calculer le ratio cours-bénéfice, tandis que le graphique de droite représente les cinq dernières années. Par exemple, la lecture actuelle selon le graphique de gauche est de 21,0 fois. Les bénéfices cumulatifs des sociétés inscrites à la TSX pour les dix dernières années sont de 5 732 \$. En divisant ce chiffre par l'indice actuel du TSX de 12 000, nous obtenons un multiple de 21,0 fois. Nous utilisons les bénéfices moyens afin de « normaliser » la perspective des bénéfices. Dans des situations de récession, les bénéfices sont déprimés, tandis que dans une situation d'économie solide, les bénéfices ont tendance à être très robustes. Dans les deux cas, le marché semble abordable.

Ratio cours-bénéfice (normalisé) de l'indice S&P/TSX
 (Le graphique de gauche/droite tient compte des bénéfices moyens sur dix/cinq ans)



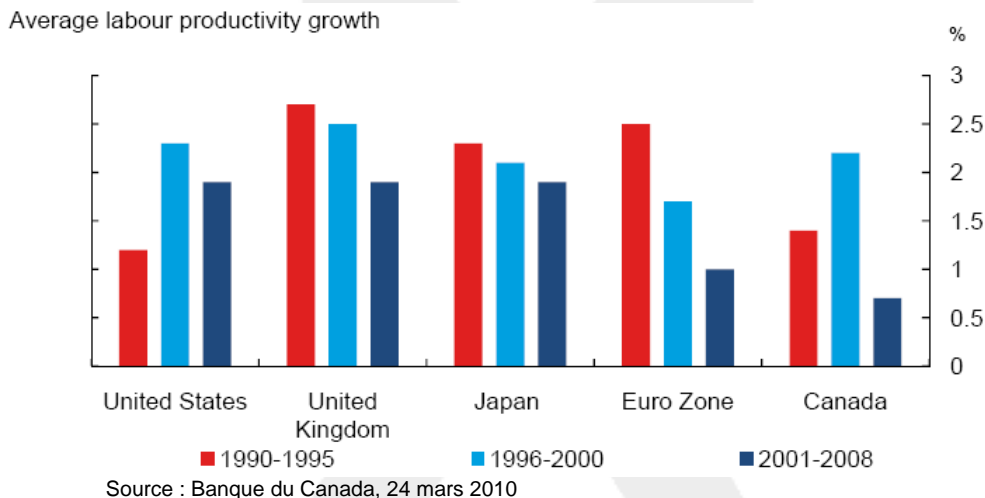
Source : Morningstar/CPMS

Le Canada : louanges et défis

La deuxième partie de nos commentaires devait être consacrée aux louanges faites envers le Canada, car le monde semble avoir remarqué que les perspectives pour le Canada sont excellentes. Plusieurs rapports économiques et couvertures médiatiques comblant le Canada de louanges ont été publiés et diffusés. Un des rapports publiés s'intitule *And the Winner is... CANADA!* Le terme gagnant est utilisé dans le contexte d'un oscar remporté à l'Académie du cinéma. Le rapport souligne l'efficacité de la réglementation du secteur financier qui a permis aux banques canadiennes d'éviter les pertes énormes qui ont causé des dommages considérables aux secteurs financiers aux États-Unis et en Europe. Le rapport mentionne également à quel point le bilan fiscal (dette publique et déficits) du Canada est favorablement comparé avec les autres pays développés. L'auteur du rapport indique que le Canada sera un bénéficiaire important en raison de son secteur des ressources naturelles au fur et à mesure que l'économie mondiale se redresse. L'auteur conclut en affirmant que : « Le Canada est dans une position favorable du point de vue économique et financier... Et le marché des actions (canadien) continue de mériter d'être surpondéré pour les investisseurs mondiaux. »

Après avoir lu le rapport, nous nous sommes sentis très bien. Au moment où nous préparions nos commentaires mensuels des marchés, nous avons entendu certains propos plus ou moins flatteurs sur le Canada de la part de Mark Carney, gouverneur de la Banque du Canada, réprimandant les Canadiens pour leur manque de productivité et d'innovation démontré au cours de la dernière décennie par rapport aux autres pays industrialisés. Quelques jours plus tard, le premier sous-gouverneur de la Banque du Canada a également critiqué le manque de productivité et d'innovation au Canada. Nous avons donc décidé de réexaminer les faits à propos de la production et de l'innovation au Canada. Voici nos observations :

La productivité se définit comme étant la quantité de biens produits selon une quantité donnée de facteur travail. La productivité n'est pas définie comme étant la volonté des travailleurs/pays à travailler, mais plutôt comme étant la façon dont une personne travaille. Par exemple, si deux travailleurs font la même tâche, comme couper du bois, le travailleur qui coupe le plus de bois durant une heure est considéré comme étant plus productif en ce qui a trait à cette tâche. Il est probable que plus une personne est productive (main-d'œuvre), plus son salaire et ses avantages sont élevés. Toutes choses étant égales par ailleurs (ce qui est rarement le cas), plus le niveau de productivité est élevé, plus le niveau de vie d'un pays est élevé. Un niveau de vie plus élevé est non seulement lié aux salaires, mais également à un meilleur système d'éducation/de soins de santé/de transport.



Comme il a été mentionné ci-dessus, une main-d'œuvre productive n'est pas le seul ingrédient (comme en témoigne le Japon) pour créer une économie vibrante et florissante. Néanmoins, la productivité du Canada (production par heures travaillées) a été coupée de moitié par rapport aux décennies précédentes, mais l'aspect le plus important est qu'elle accuse un retard par rapport à nos partenaires commerciaux.

Il est facile de faire abstraction du manque de croissance de la productivité lorsque la situation économique s'améliore, mais comme le gouverneur Mark Carney l'indique : «...Le thème de la productivité est considéré comme trop ennuyant, ou pire encore, trop menaçant pour les Canadiens... Cependant, on se demande bien qui ne voudrait pas être productif dans son travail. Y a-t-il un enfant que nous ne voulons pas voir réaliser son plein potentiel?... Nos ambitions en ce qui concerne l'économie canadienne devraient être grandioses. Notre pays possède des forces immenses et, comme il l'a démontré lors de la récente crise, une résilience considérable. » Les avantages dont le Canada profite à l'heure actuelle ne signifie pas qu'ils se poursuivront au cours des cinq à dix prochaines années.

Comme l'ont indiqué le gouverneur Carney et les scientifiques, certaines raisons pour lesquelles le Canada accuse un retard par rapport aux autres pays sont les suivantes :

1. Le Canada sous-investit dans les machines et le matériel ainsi que dans la formation de sa main-d'œuvre. En nous servant de l'exemple du travailleur qui coupe le bois, le Canada pourrait investir dans plus de haches et de scies à chaîne. L'une des raisons expliquant ces sous-investissements

dans le passé est le taux d'imposition élevé des sociétés, plus particulièrement pour les nouveaux investissements. Comme le gouverneur Carney l'a souligné, il n'y a plus d'excuses, car cette situation s'est grandement améliorée et le Canada possède maintenant le taux d'imposition le plus attrayant parmi les pays industrialisés.

2. Le capital lié aux technologies de l'information et de la communication (TIC) par travailleur est environ deux fois moins élevé au Canada qu'aux États-Unis.
3. Bien que le Canada possède une main-d'œuvre très instruite et semble disposer de tous les ingrédients pour être un meneur en matière d'innovation, il ne se classe qu'au seizième rang des pays de l'OCDE pour ce qui est de la recherche-développement menée en entreprise. Certaines études suggèrent que « trop d'entreprises canadiennes sont des suiveuses plutôt que des meneuses. »

Pour reprendre les propos d'un des représentants de la Banque du Canada, compte tenu des bilans solides des entreprises au Canada, les bénéfices s'améliorent et les coûts d'emprunt diminuent. Dans cette optique, les sociétés ne devraient pas se priver de se moderniser.

Pour conclure, les perspectives à court et à moyen terme sont excellentes pour le Canada. Cependant, pour mettre à profit ces éléments positifs, des questions d'ordre structurel à plus long terme doivent être abordées par les Canadiens afin qu'ils puissent marcher de pair avec nos partenaires commerciaux à l'échelle mondiale. Les Canadiens doivent faire face à ces questions à plus long terme, sinon le pays risque d'être le gagnant de l'Académie du cinéma de l'an dernier (qui a gagné?) ou autrement dit, un souvenir lointain.

Sources :

- 1) *And the Winner is.....Canada*. BCA Research, 24 mars 2010.
- 2) *La productivité : une vertu dans un monde impitoyable*, Banque du Canada, discours prononcé par Mark Carney, gouverneur de la Banque du Canada, 24 mars 2010.
- 3) *Au-delà de la reprise : pour une croissance économique soutenue*, discours prononcé par Paul Jenkins, premier sous-gouverneur de la Banque du Canada, 29 mars 2010.
- 4) *Innovation et stratégies d'entreprise : pourquoi le Canada n'est pas à la hauteur*, Conseil des académies canadiennes, International Productivity Monitor, printemps 2009.

Ian Nakamoto
Directeur, Service de la recherche

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.

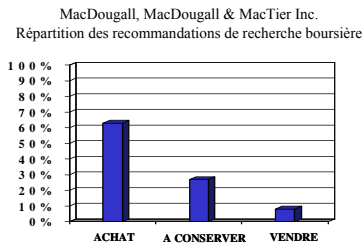
Évaluation du risque

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.