



MACDOUGALL, MACDOUGALL & MACTIER INC.

Service aux investisseurs depuis 1849

COMMENTAIRES MENSUELS DES MARCHÉS

RECHERCHE FINANCIÈRE

JUILLET 2010

Revue du mois de juin 2010

	30 juin 2010	31 décembre 2009	% Changement
S&P/TSX	11 294,4	11 746,1	-3,8 %
S&P 500	1 030,7	1 115,1	-7,6 %
DJII	9 774,0	10 428,0	-6,3 %
NASDAQ	2 109,2	2 269,1	-7,0 %
Oblig. can. 10 ans	3,08 %	3,61 %	-53pb
Oblig. amér. 10 ans	2,93 %	3,84 %	-91pb
Bons Trésor can. 90 jrs	0,50 %	0,24 %	26pb
Bons Trésor amér. 90 jrs	0,15 %	0,05 %	10pb
\$ amér. vs \$ can.	0,9396 \$	0,9515 \$	-1,2 %

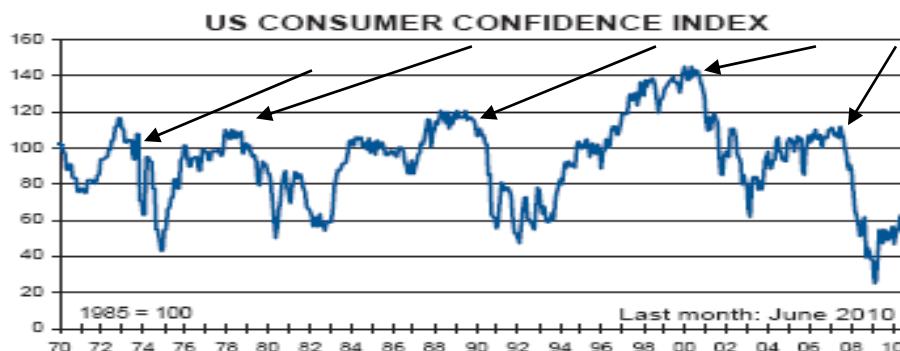
L'économie mondiale croît sans que son rythme s'accélère

Le mois de juin n'a pas été un bon mois pour les investisseurs en actions. Toutes les Bourses principales ont enregistré un recul au cours de ce mois, y compris l'indice TSX qui a connu une baisse de 4,0 % en juin, mais qui a toutefois enregistré une hausse de 8,9 % sur douze mois. La raison de la baisse des marchés à l'échelle mondiale s'explique par la préoccupation envers la direction que prendra l'économie mondiale. Plusieurs données économiques indiquent un rythme de croissance plus lent pour la deuxième moitié de 2010 et pour 2011. La plupart des économistes avaient prévu que l'économie se redresserait fortement de son niveau très déprimé de 2008/2009 et c'est ce qui s'est produit. Par la suite, le rythme de l'économie a graduellement ralenti pour afficher une croissance plus soutenue. Malheureusement, cette décélération s'est produite de façon plus rapide que prévu. Les investisseurs se sont alors demandé si ce ralentissement n'est qu'un signe avant-coureur d'une contraction générale de l'économie (récession). Bien que nous ne puissions complètement exclure cette possibilité, il ne s'agit pas de notre prévision de base, car les « excès » qui se produisent généralement avant une récession sont absents (des détails à ce sujet se trouvent ci-après). Nous continuons de croire que l'expansion économique est encore au stade précoce et certes fragile. Les responsables de l'élaboration des politiques continueront de protéger l'économie (maintien des faibles taux d'intérêt) en empêchant que le système subisse un choc. Notre cas de base est que l'économie mondiale a touché le fond et que l'expansion économique se poursuit, bien qu'à un rythme de croissance plus lent.

Comme nous l'avons mentionné, les récessions sont habituellement liées aux excès. Pour les consommateurs, cet excès se traduit en une lecture élevée de l'indice de la confiance des consommateurs. Un niveau élevé d'optimisme fait en sorte que les consommateurs empruntent et dépensent au-delà de leurs moyens actuels. Quant aux institutions financières, les excès ont tendance à se manifester sous forme de normes de prêts agressives (un écart par rapport à leurs normes de prêts lors de l'accord d'un crédit) en raison de leur conviction que le risque de défaut de paiement est faible. Pour ce qui est des entreprises, les excès ont tendance à se traduire par le montant de stocks qu'elles détiennent (étant donné qu'elles ne veulent pas manquer l'occasion de vendre dans l'avenir) par rapport à leurs ventes actuelles sous-jacentes. À l'heure actuelle, ces excès ne sont pas observés. Un signe de grande prudence demeure toujours présent parmi les consommateurs, les institutions financières et les entreprises. Nous admettons que l'économie est fragile, mais la fragilité est un signe d'état précoce d'une reprise économique. Nous exposons ci-après notre cas et mettons également en lumière les événements qui pourraient se produire pour démontrer que nous avons tort.

Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, les récessions ont tendance à se produire lorsqu'il y a un degré élevé d'optimisme de la part des consommateurs. Ceci s'explique par un degré élevé d'optimisme qui mène à des tendances de dépenses et d'emprunts au-delà de ses besoins actuels, ayant la conviction que le bon temps se poursuivra. Nous illustrons ci-après le plus récent indice américain de confiance des consommateurs. L'indice est en hausse par rapport à son niveau le plus bas de 2009, mais demeure tout de même faible. Avant le début des dernières récessions (2008, 2000, fin et début des années 80, les années 90 et le début et la fin des années 70), l'indice de confiance était élevé (supérieur à 100). Le consommateur était mal préparé à tout type de « choc » en ce qui concerne l'ensemble de l'économie. À chaque période, le choc a été légèrement différent, menant à une perte de confiance, à une diminution des dépenses et à une récession.

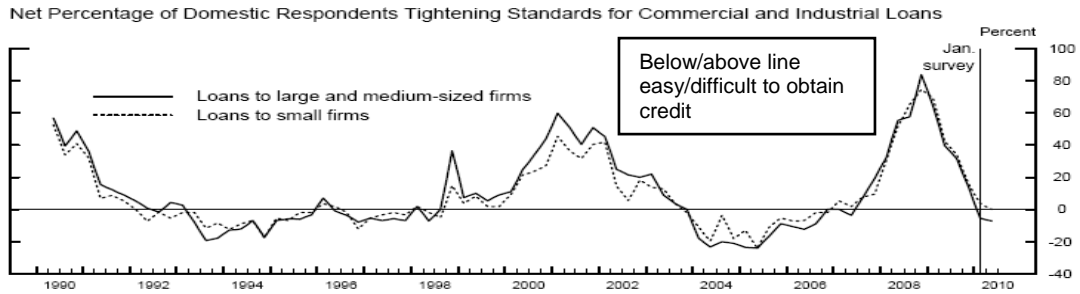
Les divers chocs qui se sont produits ont compté, en autres, la crise du crédit en 2008 (instabilité financière), la fin du boum technologique en 2000, l'effondrement du secteur immobilier commercial au début des années 90, la deuxième crise énergétique suivie d'une hausse dramatique des taux d'intérêt à la fin des années 70 et la première crise énergétique lorsque les cours du pétrole ont augmenté de façon dramatique au début des années 70. Les indices actuels pointent plus vers le début d'une reprise économique (1992, 1980 et 1974).



Les flèches indiquent l'endroit où se situe l'indice juste avant une récession.

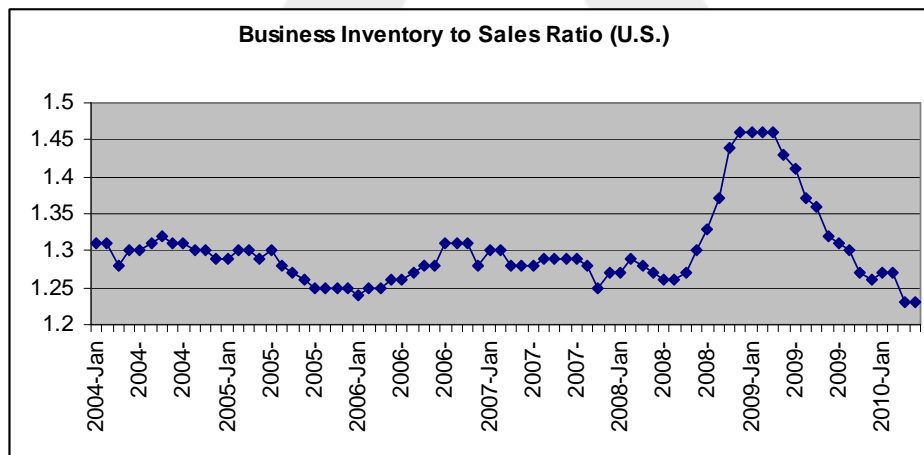
Un autre signe d'optimisme est le comportement des institutions financières. Un indicateur d'optimisme fiable est leurs normes de prêts. Durant les bons temps, le crédit accordé aux entreprises, aux industries et aux consommateurs est relativement facile à obtenir et la croissance des actifs des institutions est solide. Le graphique se trouvant ci-après illustre le plus récent sondage américain publié par la Réserve fédérale. La question posée aux principaux responsables des prêts est de savoir si le crédit est plus facile ou plus difficile à obtenir. Lors des deux dernières récessions (2008 et 2000), le signe avant-coureur de la récession a été la facilité relative d'obtenir du crédit pendant plusieurs années. D'une manière rétrospective, la facilité d'obtenir du crédit a été la cause de la bulle immobilière de 2008 et la bulle technologique de 2000. À

l'heure actuelle, la tendance d'obtenir plus facilement du crédit est encore à son début. Nous entendons plutôt qu'il est encore difficile pour les petites entreprises d'obtenir du crédit.



Source : Federal Reserve Board April 2010 Survey of Domestic Financial Institutions

Finalement, nous examinons l'accumulation des stocks relative aux ventes sous-jacentes pour évaluer le sentiment des entreprises. Durant les bonnes périodes économiques, ce ratio (stock-vente) tend à être relativement élevé, car les entreprises décident de détenir plus de stocks par rapport aux ventes actuelles, ayant la conviction que le bon temps se poursuivra. L'idée est que lorsque les ventes sont solides, les entreprises ont tendance à vouloir augmenter le nombre de produits disponibles afin de combler la forte demande éventuelle. La donnée la plus récente est faible, ce qui indique que la tendance des ventes est plus forte que l'accumulation des stocks. Dans ce cas, les entreprises demeurent prudentes quant à l'avenir et bien que les ventes augmentent (par rapport au niveau très bas connu auparavant), elles ne croient pas que ce niveau de demande se poursuivra. Nous notons que le pic important de la fin de 2008 ne relève pas d'un surplus de stocks, mais plutôt du fait que la demande a chuté. Nous continuerons de suivre de près ces chiffres pour voir si la ligne commence à démontrer des signes de tendance à la hausse, soit en raison d'une accumulation excessive de stocks ou d'une contraction de la demande. Toutefois, à ce moment précis, nous n'entrevoions pas de chute de la demande mais plutôt une hausse modeste.



Source: Bloomberg

Quels événements pourraient se produire pour démontrer que nous avons tort? Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, nous croyons que la croissance mondiale se poursuivra et que nous nous trouvons dans un cycle économique « typique » (nous sommes conscients que les événements qui ont mené à la récession n'ont pas été des événements typiques). L'économie mondiale est passée d'une reprise initiale en

forme de V (accumulation de stocks et hausse modeste de la demande) à une croissance de niveau plus faible, sans toutefois qu'il s'agisse d'une contraction de l'économie.

Un des événements qui pourrait nous démontrer que nous avons tort est l'augmentation de l'étendue de la crise du crédit présentement connue en Europe. Les récentes mesures entreprises par le gouvernement européen semblent avoir aidé à empêcher cette crise du crédit de s'étendre, car les grands pays européens ont amplement appuyé le système financier. Comme nous l'avons appris au cours des deux dernières années, pour que l'économie fonctionne, l'accès au crédit pour les consommateurs et les entreprises est essentiel.

La confiance est l'élément le plus important qui permet à l'économie de fonctionner. La conviction de la part des consommateurs et des entreprises que l'avenir sera meilleur que le passé incitera les consommateurs à dépenser et les entreprises à se développer. La cause de la perte de confiance importe peu, car le résultat final se traduira par une contraction de l'économie. Nous devons nous rappeler que toute contraction de l'économie (ce qui n'est pas notre cas de base) devrait être relativement faible, car les excès ne sont pas présents selon le contexte actuel. Ceci signifie que l'incidence sur les bénéfices des sociétés sera beaucoup moins considérable qu'en 2008. Nous ne voulons pas laisser le lecteur avec le sentiment que l'économie ne fait pas face à de grands défis, néanmoins le seul excès que nous avons pu présentement déceler est le pessimisme.

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.

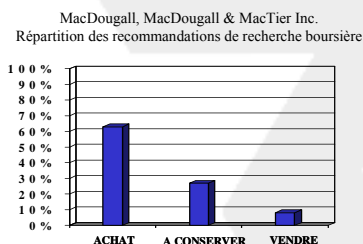
Évaluation du risque

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.