



## COMMENTAIRES MENSUELS DES MARCHÉS

RECHERCHE FINANCIÈRE

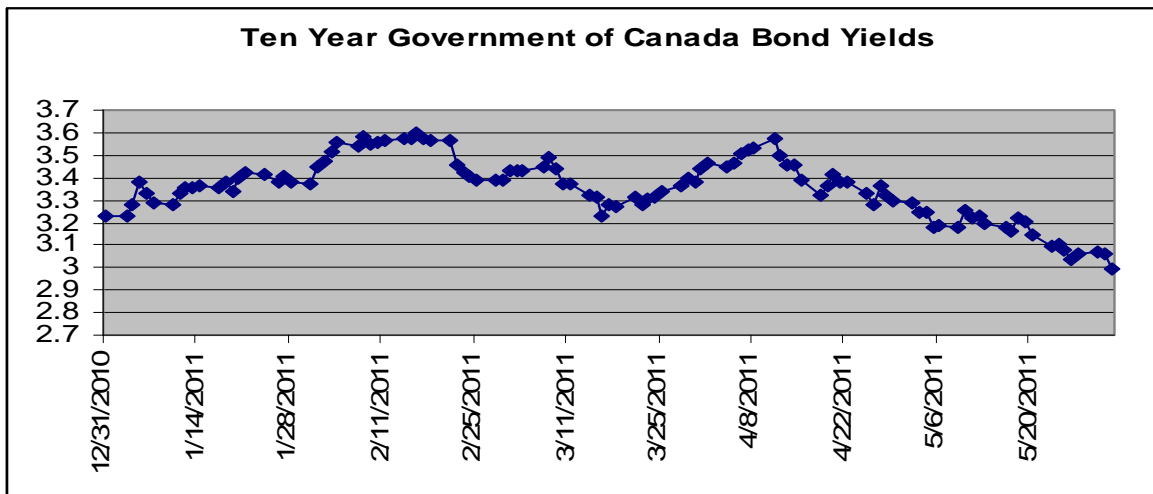
JUIN 2011

### Revue du mois de mai 2011

	31 mai 2011	31 décembre 2010	% Changement
S&P/TSX	13 802,9	13 443,2	2,7 %
S&P 500	1 345,2	1 257,6	7,0 %
DJII	12 569,8	11 577,5	8,6 %
NASDAQ	2 835,3	2 652,9	6,9 %
Oblig. can. 10 ans	3,07 %	3,12 %	(5)pb
Oblig. amér. 10 ans	3,05 %	3,29 %	(24)pb
Bons Trésor can. 90 jrs	0,98 %	0,98 %	0pb
Bons Trésor amér. 90 jrs	0,06 %	0,12 %	(6)pb
\$ amér. vs \$ can.	1 032 \$	1 002 \$	3,0 %

#### Le rendement moins élevé des obligations donne-t-il lieu à une valeur moins élevée des actions sur les marchés boursiers?

Le mois de mai n'a pas été un mois très réjouissant pour les investisseurs en actions. Au Canada, la Bourse a reculé de 1,0 %, tandis qu'aux États-Unis, le S&P 500 a diminué de 1,3 %, l'indice Dow Jones a reculé de 1,9 % et l'indice NASDAQ, quant à lui, a régressé de 1,3 %. Les investisseurs axés sur les obligations et sur le revenu ont été les gagnants au mois de mai, car les taux d'intérêt à long terme ont chuté, faisant ainsi augmenter le cours des obligations et la valeur des actions à dividende élevé économiquement insensibles. Au Canada, les taux d'intérêt à long terme (obligations du Gouvernement du Canada à 10 ans) ont reculé de 13 points de base (un point de base représente un centième de un pour cent), tandis qu'aux États-Unis, le taux des obligations d'État a reculé de 23 points de base. Les raisons principales de cette baisse des taux d'intérêt sont l'inquiétude renouvelée quant à la direction de l'économie et les préoccupations entourant la dette européenne. Le graphique se trouvant à la page suivante illustre la baisse des taux d'intérêt à long terme depuis le début de l'année.



Les récentes données économiques ont été plus faibles par rapport à ce que la plupart des économistes avaient prévu et indiquent un ralentissement général de l'économie mondiale. Aux États-Unis, les nouvelles pour ce mois ont été particulièrement moins bonnes, car les prix des maisons, les mises en chantier, les gains d'emplois et la production industrielle ont été plus faibles que prévu. Nous ne sommes pas d'avis que nous entrons en récession (contraction de l'économie), mais croyons plutôt que la croissance économique connaît un rythme plus lent. Ce phénomène se produit habituellement lorsqu'il y a un rebond initial après une récession. Un ralentissement économique qui se produit au milieu du cycle est très différent d'un ralentissement à la fin d'un cycle (récession). Le premier scénario se produit lorsque la valeur des Bourses augmente. C'est ce que nous connaissons présentement, bien qu'à un rythme moins rapide par rapport aux deux dernières années, tandis que l'autre scénario est associé à une baisse de la valeur des Bourses. Selon nous, le premier scénario prévaudra.

Le plus grand risque lié à notre prévision est le cours du pétrole. L'an dernier, au milieu du mois de décembre, le cours du pétrole est passé de 88 \$ US le baril à 110 \$ US le baril en raison des incertitudes politiques entourant le Moyen-Orient. L'essence et d'autres produits liés au pétrole ont augmenté et, par conséquent, la confiance et la demande des consommateurs ont diminué. Le cours actuel du pétrole est de 100 \$ US. La confiance et la demande des consommateurs devraient reprendre si le cours du pétrole se stabilise à ce niveau. L'économie continuera à s'affaiblir dans l'éventualité d'une remontée du cours du pétrole. Le cours du pétrole tend à se corriger automatiquement. Durant les périodes de cours élevés/faibles du pétrole, la demande des consommateurs est moins/plus importante et le cours du pétrole tend à retourner à un niveau que les consommateurs sont en mesure de se permettre.

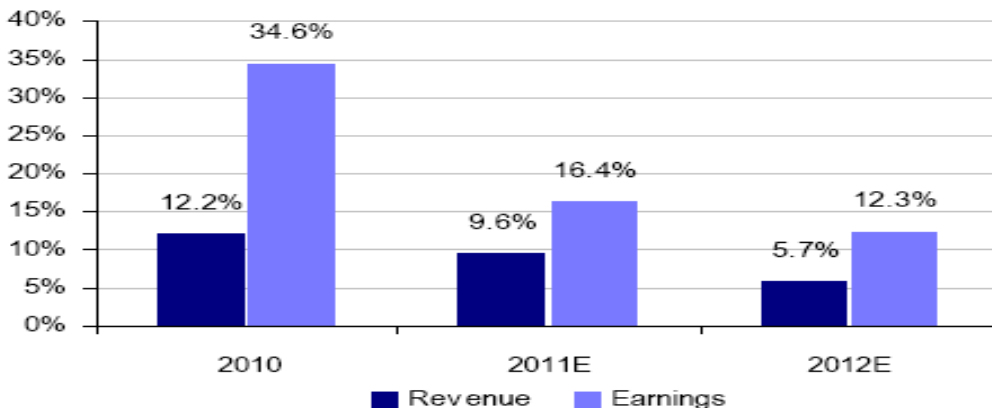
La faiblesse actuelle de la Bourse nous rappelle celle de l'année dernière. En 2010, une vente massive des actions sur les marchés boursiers a eu lieu pour se poursuivre jusqu'à la fin de l'été. Les marchés se sont ensuite redressés pour atteindre des sommets à la fin de l'année. Les investisseurs ont été préoccupés par les problèmes de dette en Europe. Ce problème est réapparu cette année (et risque de refaire surface pendant encore plusieurs années) en plus des données économiques faibles. Malgré ces préoccupations, nous estimons que les actions représentent un bon achat par rapport aux obligations. Plusieurs investisseurs perçoivent la reprise du cours des obligations (rendement moins élevé des obligations) comme étant un signe avant-coureur du faible rendement des actions. Comme nous l'illustrons ci-après, cette stratégie (vente d'actions pour l'achat d'obligations) n'a pas fonctionné l'année dernière. Au début de 2010, le rendement des obligations et le cours des obligations ont tous les deux augmenté pour ensuite chuter aussitôt que les préoccupations entourant la situation de la dette en Europe ont fait surface. Au milieu de l'année, le rendement des obligations (rendement des obligations américaines à dix ans) a continué à diminuer, mais la valeur des actions a augmenté (indice des actions mondiales Morgan Stanley). Nous croyons qu'il s'agit du scénario le plus probable pour cette année.



Source : Citigroup Equity – Juin 2011

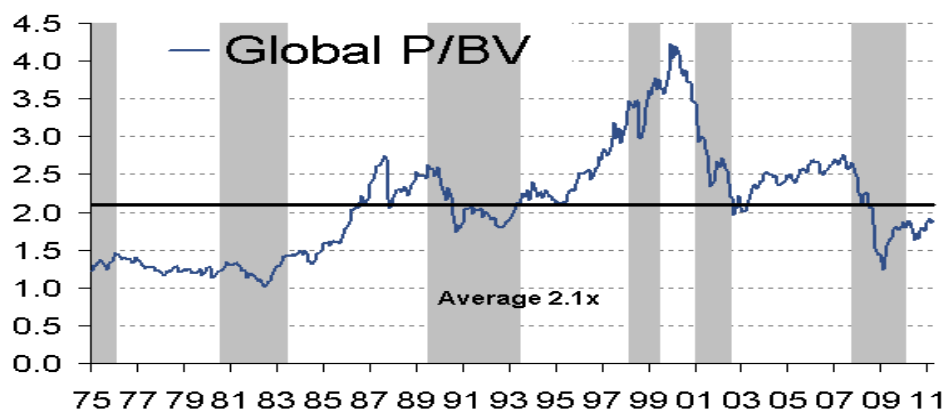
Citigroup a récemment fait une étude pour savoir à quel point le rendement des obligations permet de prédire la direction des marchés boursiers. L'étude démontre que le rendement des obligations est un pauvre indicateur pour prédire la direction du cours des actions. Dans son étude, il est mentionné que : [Traduction] « Notre analyse ne tient pas compte de l'opinion générale voulant que le marché des obligations soit toujours plus intelligent que le marché des actions. » Historiquement en moyenne, un découplage des deux classes d'actifs tend à trancher en faveur des actions plutôt qu'en faveur des obligations. » « Depuis 2011, nous avons trouvé dix occasions où les obligations se sont dissociées des actions. De ces dix occasions, nous avons trouvé que cette énigme s'est avérée vraie six fois sur dix pour les marchés boursiers, deux fois sur dix pour les obligations et qu'elle n'a pas été résolue deux fois sur dix. » Citigroup prévoit que le cours des obligations (augmentation des taux d'intérêt) diminuera d'ici la fin de l'année et que la valeur des marchés boursiers augmentera.

Les investisseurs doivent se demander quelles sont les « bonnes » variables à observer pour prédire le rendement des actions. Nous croyons que les variables les plus importantes sont la direction des bénéfices et l'évaluation des actions. Au premier trimestre, les bénéfices ont été solides et cette solidité devrait se poursuivre pour le reste de 2011. Le graphique se trouvant ci-après illustre les prévisions du consensus relativement à la croissance des revenus et des bénéfices pour 2011 et 2012. Comme nous pouvons le constater, le taux de croissance pour les revenus et les bénéfices ralentira en 2011 et en 2012. Un revirement de la situation est peu probable. Nous prévoyons que la tendance pour les marchés boursiers sera semblable. Le rendement des actions sera positif, mais ne pourra atteindre le rendement affiché des deux dernières années.



Source : UBS Global Equity Strategy - Juin 2011

Nous soulignons également l'évaluation des marchés boursiers mondiaux. Pour procéder à l'évaluation, nous faisons appel à notre paramètre d'évaluation de longue date plus stable, soit le ratio cours/valeur comptable des marchés mondiaux. Comme nous pouvons le constater, les actions ne sont certainement pas surévaluées, mais nous nous rapprochons de la juste valeur (moyenne). Ceci nous indique que le rendement des actions demeurera positif, mais que le taux de rendement sera moins élevé par rapport aux deux années précédentes lorsque l'évaluation des actions était nettement inférieure à la moyenne à long terme.



Source : Citigroup. Les zones ombragées représentent les récessions aux États-Unis.

**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

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.

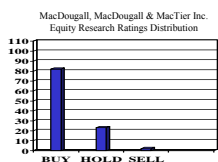
#### Évaluation du risque

**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.



■ Nombre de sociétés suivies par le Service de recherche de MacDougall, MacDougall & MacTier par type de recommandation.

**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 416 597-7900

London 519 645-1110