



COMMENTAIRES MENSUELS DES MARCHÉS

RECHERCHE FINANCIÈRE

AOÛT 2011

Revue du mois de juillet 2011

	31 juillet 2011	31 décembre 2010	% Changement
S&P/TSX	12 945,6	13 443,2	(3,7) %
S&P 500	1 292,3	1 257,6	2,8 %
DJII	12 143,2	11 577,5	4,9 %
NASDAQ	2 773,5	2 652,9	4,5 %
Oblig. can. 10 ans	2,78 %	3,12 %	(34) pb
Oblig. amér. 10 ans	2,79 %	3,29 %	(50) pb
Bons Trésor can. 90 jrs	0,92 %	0,98 %	(6) pb
Bons Trésor amér. 90 jrs	0,10 %	0,12 %	(2) pb
\$ amér. vs \$ can.	1 046 \$	1 002 \$	4,4 %

LUTTER CONTRE LA PEUR

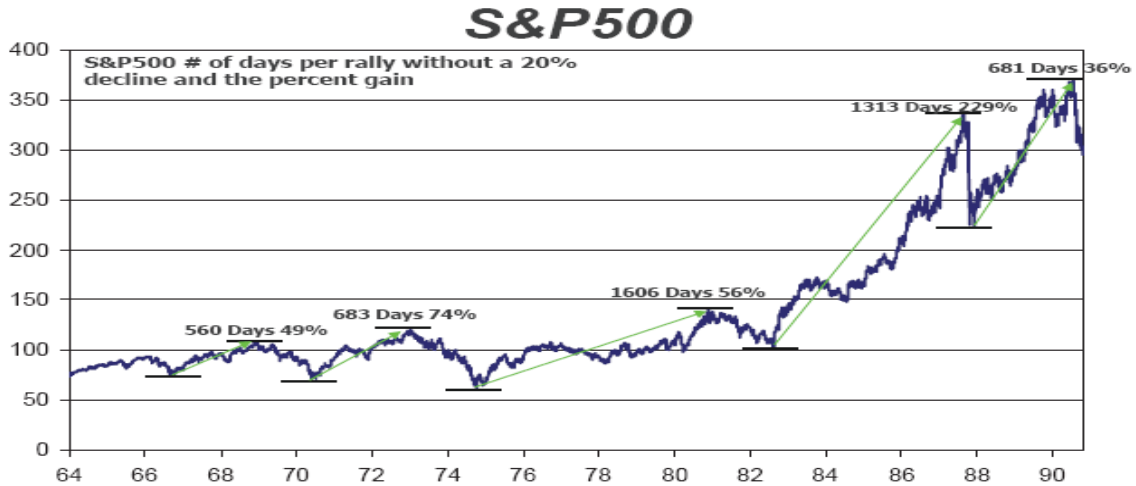
Le mois de juillet a été un mois difficile pour les investisseurs en actions, car l'indice de la Bourse de Toronto a reculé de 2,7 %, tandis que l'indice S&P 500 a chuté de 2,2 %. Vers la fin du mois, les investisseurs sont devenus préoccupés par la capacité du Congrès américain à « systématiquement » promulguer une loi pour relever le plafond de la dette de l'État fédéral (afin de payer les intérêts sur leur dette et sur leurs programmes de prestations). Aussitôt que le relèvement du plafond de la dette aux États-Unis a été approuvé, les marchés ont rebondi, mais ont rapidement fait marche arrière (en l'espace de quelques heures), car les nouvelles économiques décevantes ont rappelé aux investisseurs le ralentissement de la croissance économique, bien qu'il ne s'agisse pas d'une période de récession. À la suite de la perte/augmentation de la confiance/crainte du 4 août dernier, les problèmes liés à la dette européenne ont refait surface, mettant encore plus de pression sur la confiance et donnant lieu à une importante vente massive d'un jour sur les marchés. Les économistes prévoient que l'économie continuera de croître aux États-Unis et à l'échelle mondiale, bien qu'à des niveaux inférieurs. Nous avons remarqué que les médias ont saisi le terme « R » (récession) pour le faire réapparaître, ce qui contribue à ébranler davantage la confiance. Selon nos lectures, la Communauté économique croit de plus en plus à la possibilité d'une récession aux États-Unis et d'autres pays développés (sauf le Canada) qui devrait se situer entre 30 à 35 %. Comme l'un des économistes de la banque J.P. Morgan l'indique : [Traduction] « Les chances d'une récession aux États-Unis et au Royaume-Uni sont de 1 sur 3 par rapport au risque normal de 1 sur 6, car les récessions se sont produites en moyenne à peu près tous les six ans. » Malheureusement, la crainte peut se nourrir d'elle-même au fur et à mesure que la confiance face à l'avenir diminue et qu'une chaîne de réaction négative se produit (les consommateurs diminuent leurs dépenses étant donné que les entreprises licencient

les employés ou cessent d'embaucher, ce qui signifie que les employés touchés diminuent leurs dépenses, etc.), faisant en sorte que la confiance/crainte diminue/augmente. Par le passé, les gouvernements/banques centrales avaient l'habitude de restaurer la confiance, mais plusieurs investisseurs affirment qu'ils représentent une partie du problème (les déficits publics sont trop importants et la capacité des gouvernements à régler ces problèmes sur une base bipartite est discutable. La perte de confiance relativement aux monnaies fiduciaires en est un des exemples). Finalement, à la fin de la journée du vendredi 5 août, la cote de crédit des États-Unis a été abaissée d'un cran par l'une des trois grandes agences de notation (Standard & Poor's) et est passée de AAA à AA+. Soit dit en passant, le Trésor américain conteste les calculs derrière la décision de Standard & Poor's et l'agence de notation a admis son erreur, mais a tout de même abaissé sa cote de crédit. Il est intéressant de constater que l'agence n'a pas mentionné la capacité ou la volonté des États-Unis à faire face à ses obligations financières et qu'elle a plutôt apporté des commentaires sur le processus politique à Washington. Comme l'agence l'a indiqué : [Traduction] « L'abaissement de la cote de crédit a été provoquée par notre point de vue quant à l'augmentation du fardeau de la dette publique et notre perception d'une plus grande incertitude en matière d'élaboration des politiques... »

Pour nos lecteurs canadiens, les perspectives financières pour le Canada demeurent solides. Vendredi dernier, l'agence Standard & Poor's a indiqué ce qui suit : [Traduction] « Y compris les États-Unis, nous estimons que cette année, la dette publique générale nette en pourcentage du PIB de ces cinq pays souverains (le Canada, la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni qui détiennent la cote de crédit AAA) se situera entre 34 % (le Canada) et 80 % (le Royaume-Uni) et que le fardeau de la dette aux États-Unis sera de 74 %. D'ici 2015, nous prévoyons que leur dette publique nette en pourcentage du PIB se situera entre 30 % (le plus bas pourcentage appartenant au Canada) et 83 % (la France) et que le fardeau de la dette aux États-Unis sera de 79 %. » Nous trouvons cela étrange que d'autres pays dont le fardeau de la dette est plus grand (le Royaume-Uni et la France) conservent leur cote de crédit de AAA.

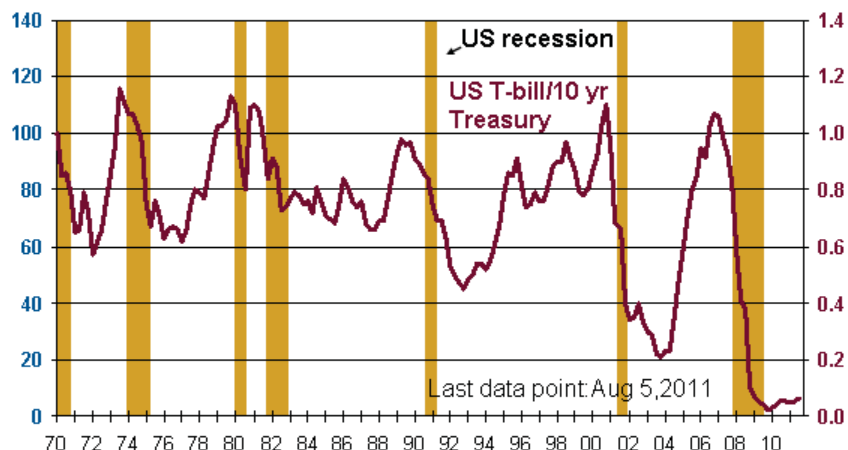
Lorsque la peur atteint l'état d'esprit des investisseurs, il devient difficile de prévoir la tendance des marchés à court terme, car l'émotion cède souvent la place au raisonnement. Par exemple, le 5 août dernier, les investisseurs ont « poussé » les bons du Trésor américains à 30 jours à afficher une lecture négative. Essentiellement, les investisseurs, plutôt que d'être payés se sont montrés prêts à payer d'autres investisseurs pour « prendre » leur argent. Nous trouvons difficile de comprendre la logique derrière ce comportement.

Néanmoins, nous ne voulons pas faire preuve d'indifférence quant aux défis que doit surmonter l'économie mondiale, mais des discussions entourant la possibilité d'une récession, d'un défaut de paiement majeur des pays européens, de l'effondrement de l'Union européenne et de l'incapacité des États-Unis à faire face à ses obligations financières sont prématurées et nous ne croyons pas qu'une de ces situations se produira, mais admettons que les probabilités pour certaines d'entre elles sont plus grandes. Nous rappelons au lecteur que les pays développés sont les pays qui sont principalement touchés par ces problèmes. Des milliards de personnes en dehors des pays développés profitent d'une croissance économique solide (peut-être trop solide) et possèdent peu de dettes et de déficits. Il n'y a aucun doute que le « centre » du monde change et les investisseurs devraient garder ceci à l'esprit. Les sociétés exposées à ces régions du monde continueront encore longtemps à générer des bénéfices solides. Quant à la Bourse, nous continuons de croire qu'elle augmentera. Un de nos arguments qui explique que la Bourse continuera d'augmenter, bien que ce soit de façon volatile, est la durée de la reprise de la Bourse. Le graphique illustré ci-après démontre la durée moyenne de la reprise de l'indice S&P 500 depuis 1964. Depuis ce temps, la moyenne du marché haussier du S&P 500 (à partir de son niveau le plus bas) a duré 1 230 jours et a augmenté de 137 %. Au 5 août dernier, nous étions rendus à la 635^{ième} journée (la reprise a commencé le 10 mars 2009) et l'augmentation a été de 87 %.

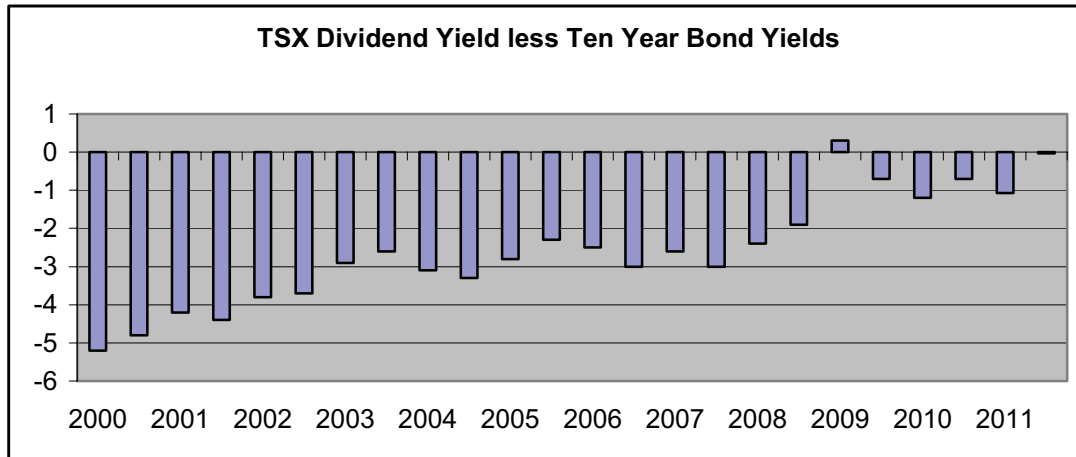


Source : Économique Patrimoine Dundee

Pour ce qui est du TSX, la moyenne de son marché haussier depuis 1962 a duré 1 105 jours et a augmenté de 116 %. Au 5 août dernier, nous étions rendus à la 635^{ième} journée et la reprise a été de 69 %. Il y d'autres raisons qui selon nous expliquent le fait que la reprise de la Bourse, depuis son niveau le plus bas de 2009, n'est pas terminée. Une de ces raisons est la politique monétaire très souple (taux d'intérêt faibles et grande disponibilité de liquidités) qui a été un excellent indicateur d'une récession imminente. Le graphique se trouvant ci-après illustre le ratio des taux d'intérêt à court terme divisé par les taux d'intérêt à long terme. Plus le ratio est haut/bas, plus/moins une récession risque de se produire.



Nous ne croyons pas que les défis actuels sont aussi sérieux que ceux que nous avons connus durant la crise financière de 2008/2009. La raison qui explique ce point de vue est que les gouvernements et les banques centrales en 2008/2009 n'étaient pas assez bien préparés (élément de surprise) pour faire face à la détresse financière. Des règles et des processus ont été mis en place pour éviter qu'une ou plusieurs institutions financières mettent en péril le système financier. De plus, les institutions financières ont augmenté leur capital afin de se protéger contre des événements défavorables/inattendus. Les banques centrales sont forcément devenues les prêteuses de dernier recours et sont prêtes à fournir amplement de liquidités pour éviter un « gel » du crédit. Le graphique illustré ci-après démontre le rendement des actions du TSX moins le rendement des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans. Plus le ratio est près/loin de zéro ou légèrement supérieur à zéro, plus/moins la Bourse est attrayante. Nous employons ces deux paramètres, car les investisseurs ont deux grandes options financières, soit celle d'investir dans des titres à revenu fixe (nous utilisons le taux des obligations du gouvernement du Canada) ou celle d'investir dans la Bourse. Nous relevons les années 2000 et 2009 dont les circonstances économiques et les résultats de la Bourse ont été très différents. En 2000, l'esprit des investisseurs était tourné vers les actions du secteur de la technologie et ces derniers démontraient très peu d'intérêt pour les titres à revenu fixe, ce qui a donné lieu à un écart entre les taux obligataires et le rendement des actions du TSX qui, durant cette période, a affiché son niveau le plus bas. Essentiellement, les investisseurs étaient confiants (avec du recul, un peu trop confiants) envers les perspectives de la Bourse (principalement les actions du secteur de la technologie) et n'ont pas tenu compte du fait que les titres à revenu fixe offraient un rendement beaucoup plus élevé et plus sécuritaire que les actions. Malheureusement, cet écart en termes de rendement n'a pas duré, car la Bourse a reculé de manière significative étant donné que les investisseurs ont « redécouvert » les titres à revenu fixe. En 2009, les investisseurs ont paniqué face au système financier et ont fait augmenter le rendement des actions (actions vendues à la baisse) qui a dépassé le rendement des obligations. Rétrospectivement, il s'agissait d'une excellente période pour acheter/détenir des actions. Aujourd'hui, (5 août) les paramètres sont semblables à ceux de 2009 et le rendement des actions de la Bourse en général est près du rendement des obligations. Nous pouvons penser à plusieurs actions de qualité supérieure (provenant des sociétés de télécommunications, des sociétés de services financiers canadiennes et des sociétés des services publics) dont le rendement dépasse celui du rendement des obligations. Le lecteur devrait se rappeler que les sociétés qui détiennent des actions de premier ordre n'avaient pas diminué leurs dividendes pendant la pire crise financière (2008/2009) et ce, depuis 80 ans, et qu'elles ont en général augmenté leurs dividendes depuis ce temps.



Ian Nakamoto
Directeur, Service de la recherche

Divulgations importantes

<u>Société</u>	<u>Symbole</u>	<u>Divulgations</u>
----------------	----------------	---------------------

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.

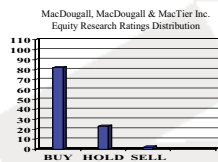
Évaluation du risque

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
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

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