



MACDOUGALL, MACDOUGALL & MACTIER INC.

Service aux investisseurs depuis 1849

COMMENTAIRES MENSUELS DES MARCHÉS

RECHERCHE FINANCIÈRE

SEPTEMBRE 2011

Revue du mois d'août 2011

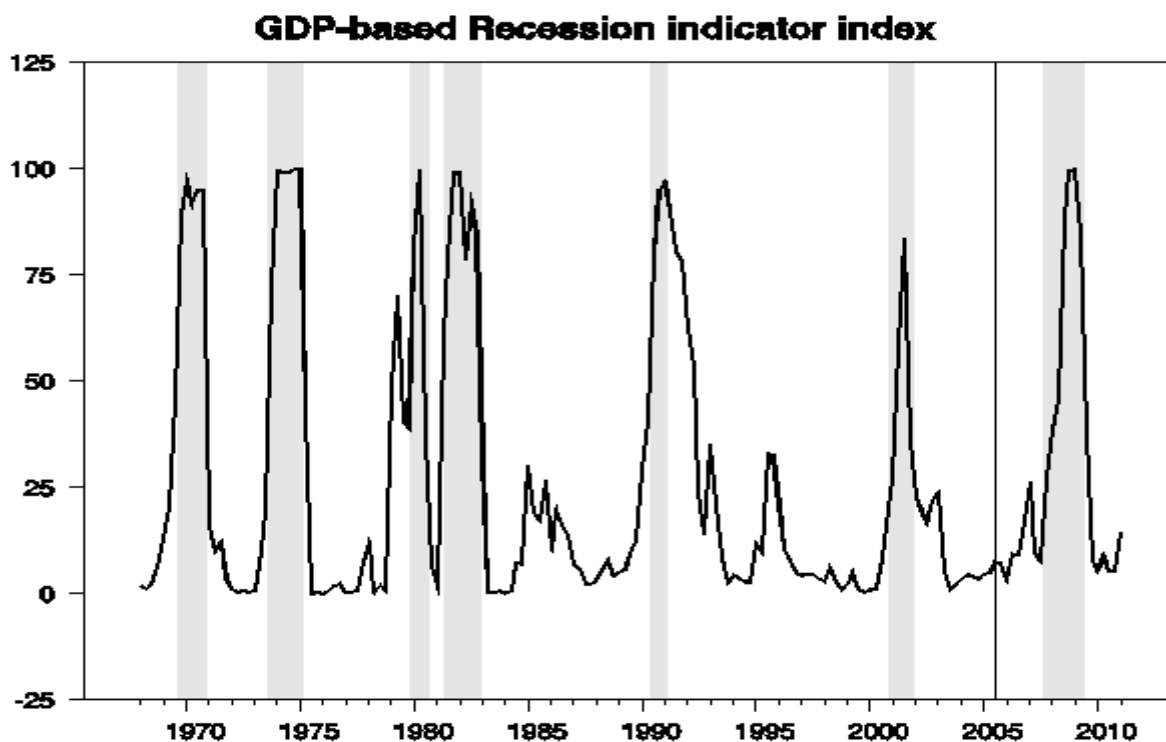
| | 31 août 2011 | 31 décembre 2010 | % Changement |
|--------------------------|--------------|------------------|--------------|
| S&P/TSX | 12 768,7 | 13 443,2 | (5,0) % |
| S&P 500 | 1 218,9 | 1 257,6 | (3,1) % |
| DJII | 11 613,5 | 11 577,5 | 0,3 % |
| NASDAQ | 2 579,5 | 2 652,9 | (2,8) % |
| Oblig. can. 10 ans | 2,49 % | 3,12 % | (63) pb |
| Oblig. amér. 10 ans | 2,22 % | 3,29 % | (107) pb |
| Bons Trésor can. 90 jrs | 0,86 % | 0,98 % | (12) pb |
| Bons Trésor amér. 90 jrs | 0,01 % | 0,12 % | (11) pb |
| \$ amér. vs \$ can. | 1 014 \$ | 1 002 \$ | 1,2 % |

La vie au ralenti

Le mois d'août s'est avéré être un mois à faible rendement pour les investisseurs en actions. En effet, l'indice TSX pour ce mois-ci a régressé de 1,4 %, mais s'est beaucoup mieux comporté par rapport aux indices américains dont les trois principaux indices ont connu un recul pour le mois. La baisse la plus importante a été celle de l'indice NASDAQ (recul de 7,0 %) suivi de l'indice S&P 500 (en baisse de 5,7 %) et du Dow Jones (recul de 4,4 %). Le prix des obligations d'État a augmenté (baisse des taux d'intérêt), car les investisseurs se sont tournés vers des titres refuges. Pour le mois d'août, le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a chuté pour se situer à 2,2 % contre 2,8 % et le taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans a reculé pour s'établir à 2,5 % contre 2,8 %. La raison de la baisse des indices boursiers s'explique par les préoccupations entourant l'état de l'économie aux États-Unis et à l'échelle mondiale. La plupart des données économiques continuent à être faibles et les économistes ont clairement sous-estimé le niveau de faiblesse. Toutefois, les données semblent être compatibles avec l'économie qui continue d'indiquer une croissance très lente plutôt que d'indiquer une récession renouvelée (communément appelée récession à double creux).

Un des économistes que nous respectons et dont nous lisons les articles est le professeur James Hamilton de l'Université de la Californie à San Diego. Il écrit régulièrement des blogues sur le site Econbrowser (<http://www.econbrowser.com>). Il commente diverses publications économiques et se sert des données pour prédire les possibilités de récession aux États-Unis. Ses antécédents sont excellents et il a même annoncé la venue d'une récession bien avant le National bureau of Economic Research (l'organisme officiel qui déclare si les États-Unis sont en récession). Selon lui, les possibilités d'une récession sont très faibles par rapport au consensus (environ 35 %). Selon les données économiques de la fin du mois de juillet, ses

probabilités d'une récession étaient de seulement 14,4 %, celle-ci devant commencer au premier trimestre de 2011 (se reporter au graphique illustré ci-après).

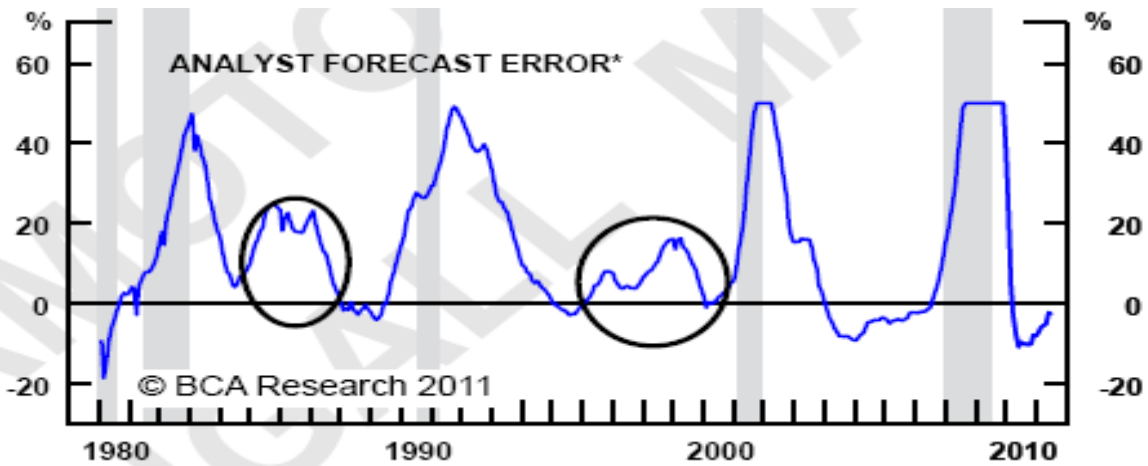


Il n'a pas mis à jour ses probabilités compte tenu des diverses statistiques économiques faibles publiées en août dernier, mais a écrit ce qui suit sur son blogue (2 septembre dernier) :

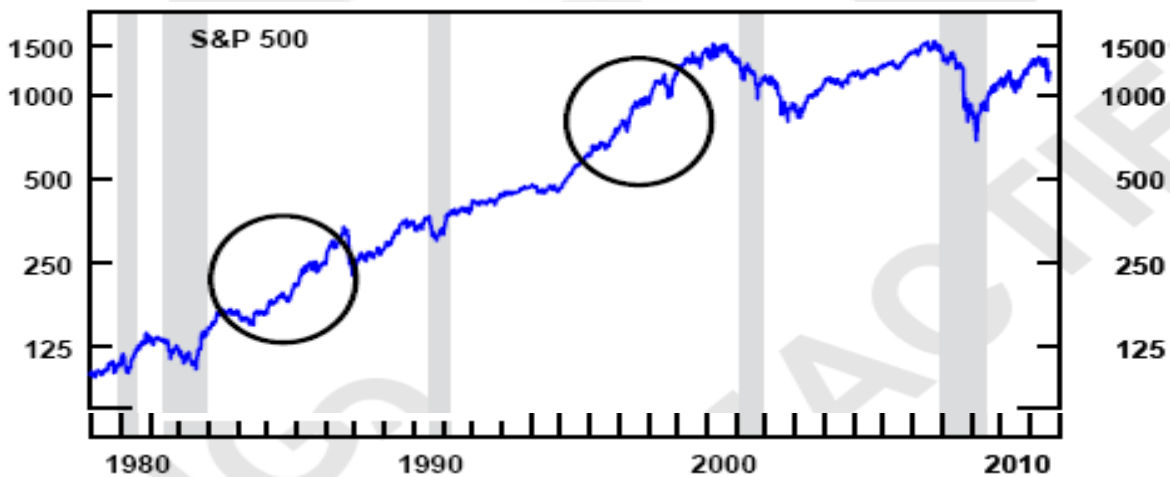
[Traduction] «Tout ceci n'a pas pour but de démentir la réalité fondamentale de tous ces indicateurs. C'est avec difficulté que nous avons très peu progressé afin de nous redresser d'une situation économique déprimée. Mais au moins, jusqu'à ce jour, la tendance continue à se traduire par une amélioration lente et décevante plutôt que par des indications d'un autre ralentissement. Ma prévision pour la deuxième moitié de l'exercice demeure la même, soit un autre six mois de croissance lente et décevante. »

Nous pouvons considérer ce commentaire comme étant simplement un exercice académique (et déprimant pour ceux qui sont à la recherche d'un emploi), mais la direction de l'économie a une incidence directe sur les bénéfices et est l'un des facteurs clés qui influencent les marchés boursiers. Au fur et à mesure que l'économie continue d'avancer, les bénéfices, quant à eux, progressent, bien qu'à un rythme beaucoup plus lent par rapport aux deux dernières années et la Bourse devrait remonter. Selon Thomson Reuters, les prévisions de bénéfices du consensus pour l'indice S&P 500 en 2011 et en 2012 sont de respectivement 98,70 \$ et 112,60 \$. Les ratios C/B correspondants pour l'indice S&P 500 qui a clôturé à 1 128,9 points au 31 août dernier sont de 12,3 fois et de 10,8 fois. Ces évaluations sont historiquement faibles. Nous sommes d'avis que les chiffres projetés pour 2012 sont trop élevés et les analystes devront les diminuer. Nous prévoyons toutefois que les bénéfices seront supérieurs aux niveaux de 2011.

Nous avons découvert une étude faite par la Bank Credit Analyst (la « BCA »), firme dominante spécialisée en recherche dans les domaines de l'économie et des marchés financiers, qui mentionne que même si les bénéfices prévus pour 2012 sont trop élevés (ce qui sera vraisemblablement le cas), ceux-ci nécessiteraient une « grande erreur » (plus de 40 %) de la part des analystes avant de causer des dommages importants à la Bourse (se reporter au graphique illustré ci-après). Selon la BCA, même si les bénéfices prévus sont de 20 % trop élevés, ceux-ci auraient très peu d'influence sur la Bourse. La direction des bénéfices est ce qui importe le plus.



*L'erreur des prévisions de la part des analystes (graphique illustré ci-dessus) représente l'écart entre les bénéfices prévus pour l'indice S&P 500 sur 12 mois et les bénéfices actuels. Comme nous pouvons le constater, une grande erreur dans les prévisions des bénéfices (supérieure à 40 %) doit se produire avant que les marchés (S&P 500) réagissent négativement. Les grandes erreurs (supérieures à 40 %) qui ont eu une incidence importante sur les marchés se sont produites en 2008/2009, 2000, 1990/1991 et 1982/1983. Des erreurs de prévisions moins grandes (20 % ou moins) indiquées par des cercles au graphique illustré ci-dessus ont eu peu d'incidence sur la Bourse.



Source : Bank Credit Analyst, septembre 2011

À moins que nous connaissions une véritable crise du crédit, qui proviendrait sans doute de l'Europe, nous croyons qu'il est peu probable que les bénéfices reculent suffisamment pour avoir une incidence importante sur la Bourse. En général, les erreurs dans les prévisions des bénéfices de 40 % ou plus se produisent lorsque l'économie subit un choc. En 2008/2009, nous avons connu la crise du crédit et en 2000, il s'agissait du boom et de la bulle technologique. Nous continuons de croire que les marchés boursiers augmenteront sur un horizon temporel de 12 à 18 mois et qu'ils surclasseront les titres à revenu fixe (spécialement les obligations d'État) en autant que les bénéfices continuent de croître. La valeur boursière n'est pas un problème, car le ratio cours/bénéfice, le ratio cours/valeur comptable et le rendement des actions confirment une augmentation des marchés boursiers.

Existe-t-il une solution à la croissance lente?

Il y a un débat vigoureux/animé sur la façon de traiter la croissance lente/le manque de création d'emplois aux États-Unis. Tous les stratèges s'accordent pour dire que les taux de croissance économiques robustes d'avant la crise financière ne seront pas atteints, mais plusieurs affirment que le taux de 1 % (taux de croissance le plus récent aux États-Unis) peut être amélioré.

Le point que les stratèges devrait traiter comme étant une priorité essentielle est une réduction significative du déficit/de la dette aux États-Unis. Cette mesure est devenue particulièrement populaire lorsque l'agence de notation Standard and Poor's a abaissé la cote AAA des États-Unis plus tôt au mois d'août. Ces stratèges croient que si des mesures immédiates ne sont pas prises, les taux d'intérêt seront augmentés (ironiquement, le contraire s'est produit depuis l'abaissement de la cote de crédit du gouvernement américain), ce qui provoquera une autre récession. L'accent mis sur la réduction du déficit signifiera probablement d'autres hausses d'impôt et d'autres réductions de coûts (c.-à-d. d'autres mises à pied effectuées par le gouvernement et moins de dépenses liées aux programmes). Ceux qui critiquent cet argument affirment que la solution d'une économie faible n'est pas de diminuer les mesures de stimulation (impôts plus élevés et diminution des dépenses publiques), mais plutôt de les augmenter.

L'autre point de vue est que le déficit/la dette devraient être traités en priorité, mais pas maintenant. Cet argument s'explique du fait que les déficits peuvent être réduits en augmentant l'activité économique et la création d'emplois. Ce sont les pertes d'emplois et d'activités économiques qui ont causé le déficit. En mettant l'accent sur la création d'emplois et en augmentant l'activité économique, la dette/le déficit seront éventuellement réduits. La solution à la création d'emplois et à l'augmentation de l'activité économique serait que le gouvernement propose plus de mesures de stimulation à l'économie (encouragements fiscaux, dépenses en infrastructure, etc.) et à court terme, le déficit/la dette devraient être augmentés. Les fervents défenseurs de cet argument incluent Paul Krugman, lauréat du prix Nobel (également chroniqueur pour le *New York Times*), Richard Koo (économiste qui a rédigé des articles sur la décennie « perdue » au Japon et ancien conseiller au sein du gouvernement japonais), Martin Wolf (chroniqueur influent pour le journal *Financial Times* de Londres) et Christine Lagarde (récemment désignée directrice générale du FMI).

Nous avons analysé le pour et le contre des deux arguments et sommes d'avis que la seconde mesure est la meilleure. À l'heure actuelle, les gouvernements ont adopté les deux méthodes avec peu de succès. Assurément, les gouvernements ne devraient pas trop se concentrer sur la réduction du déficit/de la dette. Comme l'indique Paul Krugman dans le *New York Times* :

[Traduction] « Depuis que la phase aiguë de la crise financière a pris fin, les discussions politiques à Washington n'ont pas été centrées sur le taux de chômage, mais sur les présumés dangers causés par les déficits budgétaires... Les déficits budgétaires aident à soutenir une économie déprimée et ne représentent pas du tout une menace... Or, les déficits à court terme ne sont pas problématiques, le manque de la demande l'est et les réductions budgétaires publiques empirent les choses. » *New York Times*, 4 septembre 2011.

Richard Koo a fait une analogie entre la situation au Japon dans les années 90 et 2000 et celle des États-Unis. Dans le cas du Japon, non seulement le gouvernement a réagi lentement à l'éclatement de la bulle immobilière, mais a plutôt décidé de régler son déficit budgétaire. À cette époque, cette décision semblait logique. Le gouvernement japonais a retiré ses mesures de stimulation beaucoup trop tôt et a décidé de se concentrer sur son déficit. Ceci a contribué à empirer sa situation, donnant lieu à un plus grand affaiblissement de l'économie.

M. Koo s'inquiète et se demande si les faucons du déficit à Washington réussiront. Comme Krugman, il indique qu'il n'y a pas assez de mesures de stimulation qui ont été proposées. Ces derniers affirment qu'en Amérique du Nord, la politique monétaire a pratiquement fait son temps et que le gouvernement fédéral doit agir avec assurance en réduisant les impôts et en augmentant les dépenses afin d'améliorer la croissance économique et le taux de chômage. Malheureusement, la politique du jour fera en sorte que l'approche « bazooka » face à l'économie sera grandement improbable.

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 ou 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.

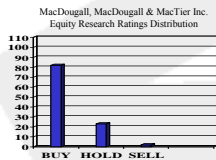
Évaluation du risque

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