



1800 McGill College  
Suite 2510  
Montréal, QC H3A 3J6  
Canada  
☎ (514) 499-1200  
(800) 307-8557  
☎ (514) 499-0361

Le 15 janvier 2009

130 Adelaide Street West  
Suite 3200  
Toronto, ON M5H 3P5  
Canada  
☎ (647) 426-1987  
(800) 307-8557  
☎ (647) 426-1587

Chers clients,

Maintenant que nous avons un peu de recul par rapport aux événements qui ont secoué les marchés financiers en 2008, un constat s'impose : la chute des cours boursiers en 2008 est la deuxième en importance constatée au cours des 200 dernières années, et l'on ne peut la comparer qu'au crash de 1929. La question qui se pose est donc de savoir si cette dégringolade est arrivée à son terme et quelle incidence elle aura sur l'économie réelle.

Jusqu'en septembre 2008, l'économie des États-Unis montrait des signes de lente détérioration, mais le choc de la faillite de Lehman Brothers a déclenché une suite d'événements qui n'ont fait qu'empirer la situation. Compte tenu que l'économie étatsunienne est encore la plus grande économie nationale – elle représente à elle seule 32 % du PIB mondial – toute difficulté de taille qu'elle éprouve ne peut que déborder hors frontières. C'est pour cette raison que nous nous pencherons davantage ici sur la situation aux États-Unis.

Comme nous l'écrivions en octobre dernier, la faillite de Lehman Brothers a miné l'important marché du papier commercial aux États-Unis. Cela a mené à une réduction drastique du crédit disponible dans les canaux habituels – et habituellement efficaces – et a placé d'énormes demandes sur les banques afin de combler la différence. Les banques étant incapables de répondre seules à cette demande, la Réserve fédérale a dû mettre en branle divers moyens pour soutenir les marchés du crédit.

La confiance des consommateurs et des entreprises s'est effondrée en même temps que les marchés boursiers. Les dépenses – en articles non essentiels surtout – ont pratiquement stoppé, les consommateurs renouant soudainement avec la prudence. De son côté, la communauté d'affaires, confrontée à la faiblesse des ventes et au resserrement du crédit, a commencé à remettre à plus tard la reconstitution de ses stocks. Les fluctuations abruptes des devises pendant cette période ont compliqué davantage les choses pour les opérations transfrontalières.

Le recul très marqué de l'activité économique au quatrième trimestre n'étonnera donc personne. Les statistiques économiques publiées pour cette période révèlent en effet une grande faiblesse, aux États-Unis et dans plusieurs autres pays. En novembre, la production industrielle aux États-Unis a régressé de 5,5 % par rapport à 2007. La plupart des économies dans le monde ont également enregistré des baisses marquées. Si la chute de l'activité économique aux États-Unis a été généralisée, ce sont les secteurs de la fabrication de voitures et de camions qui ont été le plus durement frappés, la dégringolade dépassant les 20 %.

En décembre, les ventes au détail ont reculé de 7,9 % sur celles qui avaient été enregistrées en 2007. En excluant les ventes d'automobiles et les ventes d'essence suivant la débâcle du cours du pétrole, le recul fut de 2 %. Des rapports préliminaires sur les ventes au mois de décembre indiquent une baisse de 1,5 % des ventes des grandes chaînes de détail. Les ventes de Wal-Mart aux États-Unis ont augmenté de 4 % tandis que celles de Costco reculaient de 2 %. Dans le cas de Costco, la baisse du prix de l'essence a

poussé les ventes à la baisse dans une proportion de 4 %. Macy's a pour sa part subi un recul de 4 % en décembre, mais enregistré de vigoureux résultats les deux dernières semaines de décembre, en dépit du mauvais temps et du lent démarrage observé en début de mois. Autrement dit, dans le contexte des bouleversements économiques des derniers mois, ces résultats ne sont guère étonnants et révèlent même une certaine stabilité.

En fait, le marché de l'emploi – en l'occurrence la hausse du taux de chômage – est le domaine qui suscite le plus d'inquiétude. C'est que l'emploi et le revenu personnel sous-tendent 70 % de l'activité économique. Or, les conditions de ce marché se sont sérieusement dégradées au quatrième trimestre, entraînant une perte de 1,9 million d'emplois. Ainsi la perte cumulée d'emplois s'établit à 2,8 millions en décembre. Rappelons qu'au cours des quatre dernières récessions, les pertes se sont situées entre 1,6 et 2,7 millions d'emplois, et que pendant la période de ralentissement de 1979-82, elles avaient retranché 3 % des emplois dénombrés au moment du sommet antérieur. Au vu de la gravité de la situation actuelle, on peut penser que nous assisterons à des pertes d'emplois comparables à celle de la période 1979-82, ce qui porterait à 5,2 millions le nombre cumulé d'emplois perdus et à 9,3 % le taux de chômage d'ici la fin de l'année.

Avant de poursuivre, rappelons que ces événements ont déclenché une réaction très énergique de la part de la Réserve fédérale et du Trésor des États-Unis, dont les efforts conjugués ont permis d'éviter la faillite de diverses institutions, notamment Fannie Mae et Freddie Mac, les deux principales sources de financement hypothécaire de ce pays. Les mesures adoptées ont également permis, avec l'aide de la Federal Deposit Insurance Corporation, de préserver l'épargne des déposants et ont contribué à la recapitalisation des banques.

Le gouvernement fédéral prépare en ce moment une nouvelle série de mesures de stabilisation et d'encouragement fiscal qui devraient être mises en branles d'ici un mois. La valeur estimative de ces solutions pourrait s'élever à 700 - 800 milliards de dollars, ce qui représente environ 5,5 % du PIB annuel.

Nous avons pour objectif d'être réalistes et de bien saisir les conséquences potentielles de la crise actuelle. Pour ce faire, nous avons composé divers scénarios de l'économie étatsunienne pour 2009.

Notre scénario de base prévoit une rude perte d'emplois, comme nous l'avons vu plus tôt, et un taux de chômage atteignant 9,3 % d'ici la fin de l'année 2009. Dans cette perspective, le revenu personnel devrait néanmoins progresser de 0,6 % en 2009, ce qui tient compte de la perte de revenu pour les chômeurs et d'une légère amélioration pour les 140 millions de travailleurs restants. Nous supposons également une réduction des impôts des particuliers de l'ordre de 200 milliards de dollars, ce qui favorisera une progression de 2,7 % du revenu disponible. Ajoutons à cela que la chute du prix du pétrole, passé d'une moyenne de 100 \$ à 60 \$ le baril, permettra aux consommateurs de réaliser des économies de 160 milliards de dollars. Ceux-ci bénéficieront aussi des réductions appliquées récemment aux taux hypothécaires, qui sont passés de 6,25 % à 5 %. Nous supposons ainsi que le refinancement de 1,5 billion de dollars d'hypothèques se traduirait par un bénéfice annualisé de 20 milliards de dollars.

L'impact de ce scénario serait une hausse du pouvoir d'achat d'environ \$450 milliard pour 2009, ce qui se compare à une hausse moyenne de \$450 milliard au cours des cinq dernières années. Ce taux de croissance des revenus pourrait soutenir une hausse de 0,5 % des dépenses personnelles tout en permettant de faire passer le taux d'épargne des particuliers à 4 %. Nous supposons également un recul de 10 % du volume des investissements, une croissance de 7,5 % des dépenses gouvernementales, et une baisse de 235 à 370 milliard de dollars du déficit commercial, étant donné la baisse considérable des coûts de l'importation de pétrole. Selon ce scénario, on assisterait à une croissance du PIB nominal inférieure à la moyenne, soit de près de 2 %; un taux faible mais une croissance néanmoins. Si l'inflation demeure faible, une bonne part de ce gain constituera une croissance réelle.

En revanche, des conditions plus difficiles résulteraient de la décision des ménages de réduire leurs dépenses et d'augmenter davantage leur épargne. La chute des prix des maisons et des actions ayant entraîné une perte de près de 11 billions de dollars, ou 18 %, de l'avoir net des ménages, il ne serait guère étonnant que ceux-ci décident de déployer des efforts supplémentaires en matière d'épargne. Ainsi, si le taux d'épargne devait passer rapidement des niveaux récents de 2,8 % à 8 %, cela donnerait lieu à une baisse d'environ 400 milliards de dollars des dépenses de consommation par rapport au scénario ci-dessus, ce qui entraînerait une baisse de 1 à 2 % du PIB nominal.

Dans les circonstances actuelles, la première série d'hypothèses de croissance de l'économie peut sembler bien optimiste, mais selon nous ce scénario est envisageable. Deux facteurs clés entreront en jeu. Le premier de ceux-ci est le degré de stabilité des marchés de l'emploi, et le second, notre hypothèse que les marchés du crédit poursuivront leur processus de stabilisation. À cet égard, nous avons plusieurs raisons de croire que la stabilisation est en cours.

- L'émission de papier commercial a repris aux États-Unis, et les montants en jeu ont retrouvé leur niveau antérieur de 1 760 milliards de dollars, après la baisse de 365 milliards suivant la faillite de Lehman Brothers. Les intérêts sur le papier commercial coté A1 sont pour leur part passés d'un sommet de 4,7 % à un taux de 1,2 %.
- Le principal taux de référence sur le marché interbancaire de Londres (LIBOR), est passé de plus de 4 % à 1 %, ce qui indique un retour à des conditions plus normales.
- Les marchés européens des obligations de sociétés connaissent un taux presque record d'émissions.
- L'émission d'obligations de sociétés aux États-Unis augmente et l'on observe de nouveau des émissions d'envergure, par exemple l'émission récente par GE de 4 milliards de dollars d'obligations à échéance de 30 ans.

Du côté des marchés obligataires, les titres des administrations publiques comportent un degré de risque assez élevé. En effet, les taux à court terme aux États-Unis frôlent le zéro, tandis que les titres à échéance de 10 ans proposent un taux de 2,3 %. Nous prévoyons une progression de l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt des titres d'État au fil de la reprise de l'activité économique, ce qui entraînera des pertes pour la quasi-totalité des instruments émis par les gouvernements. Les obligations à échéance de 5 ans de sociétés ayant une bonne cote de crédit affichent toujours des écarts élevés, mais comme les titres du Trésor affichent 1,5 %, le taux de 3,8 % qu'offrent les titres d'emprunt de sociétés semble très modeste. Les actions de qualité supérieure du secteur des télécommunications, qui offrent un taux de dividendes oscillant entre 4 % et 8 %, sont donc bien plus attrayantes.

Les bénéfices des sociétés subiront évidemment les effets négatifs de la conjoncture actuelle. De fait, les entreprises ont déclaré au troisième trimestre des bénéfices en baisse de 9,2 % sur ceux de 2007, et elles enregistreront sans doute des résultats plus faibles encore au dernier trimestre de 2008. À ce jour, ce sont les banques qui ont subi les plus fortes baisses, mais l'ensemble des entreprises souffrira de la conjoncture au quatrième trimestre. Ainsi les données de l'indice S&P 500 révèlent une baisse de 20% du bénéfice par action de 2008 pour se fixer à 69 \$. Dans les secteurs autres que financiers, les bénéfices déclarés sont stables, Si l'on tient compte des prévisions relatives au PIB en 2009 – variant d'un PIB négatif à un taux de croissance inférieur à la moyenne, si tout va bien – les estimations consensuelles d'une croissance des bénéfices de l'ordre de 7 % en 2009 nous semblent optimistes. Nous croyons que le secteur financier se redressera mais les producteurs de pétrole et gaz, de même que les autres acteurs du secteur des ressources, souffriront grandement de la chute des prix. Sur la base d'une fourchette de bénéfices de 60-75 \$ (le consensus prévoyant 75 \$), le S&P 500 se négocie à 11,2-14,0 x les bénéfices prévus en 2009. Nous trouvons cette évaluation fort raisonnable dans un contexte de bénéfices affaiblis.

Dans une perspective à plus long terme, les bénéfices pourraient doubler au cours des 5 à 7 prochaines années, ce qui rendrait les cours boursiers actuels extrêmement intéressants.

Nous maintenons l'emphase sur plusieurs secteurs importants dans nos portefeuilles, y compris les télécommunications, l'énergie et les soins de santé. Les sociétés de télécommunications sont intéressantes en raison de la stabilité de leurs revenus et bénéfices et de la croissance prévue, particulièrement pour les services de données par téléphonie mobile. De fait, les titres d'entreprises comme Vodafone, France Télécom et AT&T se négocient à des cours reflétant des évaluations très raisonnables, ils offrent des taux très élevés de dividendes courants et occupent des positions solides dans leurs marchés respectifs.

Dans le secteur de l'énergie, nous croyons que les chutes récentes des prix du pétrole s'avéreront excessives. Il est certain que le recul de la demande a provoqué une offre excédentaire, mais il s'agit selon nous d'une situation temporaire, car la capacité excédentaire demeure limitée, et l'OPEP conserve un certain contrôle sur une part importante de la production mondiale. L'industrie pétrolière fait encore l'objet d'énormes pressions en raison de la baisse de production et elle devra poursuivre ses programmes de forage pour maintenir, puis accroître sa capacité. Les producteurs pétroliers et gaziers tels Petro-Canada, Talisman, Nexen et consorts offrent de vastes réserves et se négocient à des cours reflétant un fort escompte de leurs actifs.

Pour ce qui est de l'industrie pharmaceutique, voilà un secteur offrant des revenus stables et un potentiel de croissance appréciable. Nous croyons que des découvertes importantes continuent de se faire en science du développement des médicaments, mais elles ne se traduisent pas encore par de nouveaux produits commercialisés. De plus, l'industrie pharmaceutique a bien l'intention de combler les besoins d'une population vieillissante dans les pays industrialisés et les importants besoins de soins de santé à travers le monde. Les évaluations des titres pharmaceutiques se situent à des niveaux historiquement faibles, et les sociétés telles Pfizer, Astrazeneca et Sanofi offrent des taux de dividendes courants intéressants.

Enfin, le secteur financier demeure problématique. Les banques s'apprêtent à publier des résultats de fin d'exercice qui révéleront probablement de nouvelles pertes sur leurs placements au quatrième trimestre. L'incidence de celles-ci sur leur capital réglementaire devra être évaluée par les marchés et les organismes de réglementation. Cela étant dit, nous constatons que les dotations aux provisions pour pertes sur créances douteuses sont telles que les banques ont, de fait, constitué des réserves excédant le niveau actuel des prêts non productifs. Cette situation fera en sorte que les dotations aux provisions seront plus proches de la normale l'an prochain et par la suite, ce qui contribuera à un retour progressif à la normale des états des résultats. Si cela est vrai, les titres de plusieurs grandes banques internationales se négocient à moins de 5 fois des bénéfices un peu plus normaux, et à escompte considérable par rapport à leur valeur comptable. Il est certain que les organismes de réglementation apprécient la valeur essentielle que représentent ces institutions dans notre paysage économique, et qu'ils continueront donc de leur accorder tout le soutien nécessaire.

En conclusion, nous estimons qu'aussi longtemps que la conjoncture demeurera fragile il sera peut être difficile de s'engager résolument sur les marchés boursiers, bien que ce soit la catégorie d'actif affichant le plus fort potentiel. Les cours boursiers reflètent actuellement les liquidations forcées, les ventes à des fins fiscales et une grande inquiétude. Les prix ne reflètent donc pas la valeur de nombreuses entreprises de très grande qualité qui continueront de répondre aux besoins de notre économie mondialisée.