

Naviguer avec un optimisme prudent



Gareth Watson, CFA – Directeur général, Groupe conseil en portefeuilles

Geoff Ho, CFA – Directeur général, Groupe conseil en portefeuilles



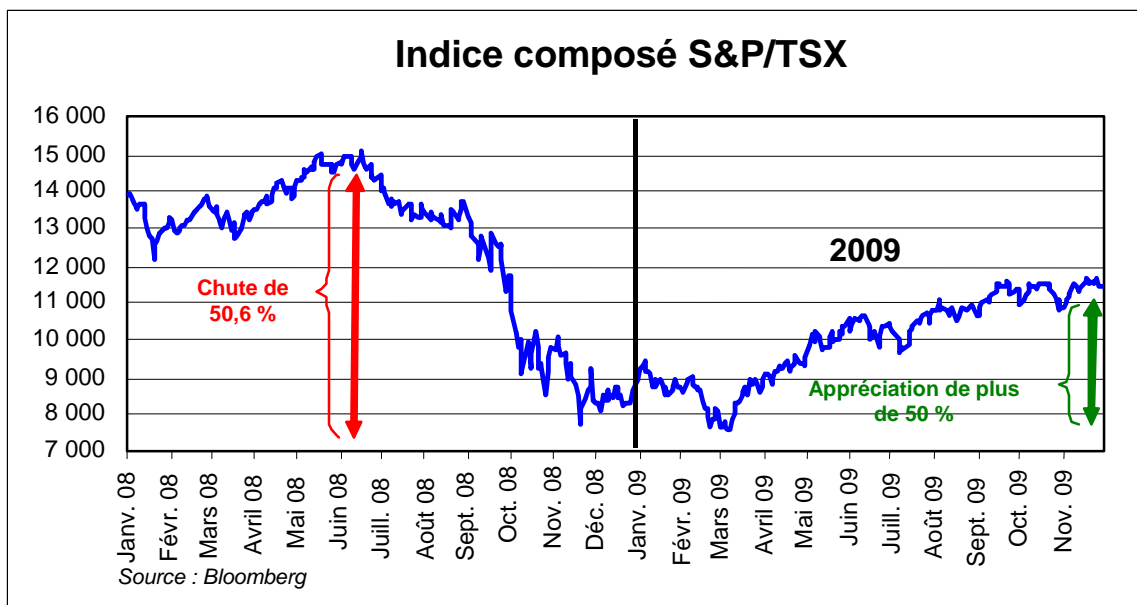
Le mercredi 9 décembre 2009

Table des matières

	Page
Revue de l'année 2009	3
Situation actuelle	5
L'argument économique	10
Que faut-il donc en conclure?	16
Perspectives économiques	17
Quelle sera l'orientation du dollar canadien en 2010	18
Perspectives du marché boursier canadien	19
Finance	19
Énergie	21
Matériaux	22
Technologies	23
Consommation discrétionnaire	24
Industrie	24
Secteurs défensifs	24
Titres intéressants	26
Conclusion générale	27

Revue de l'année 2009

Quel contraste! À la même époque l'an dernier, nous assistions au début de l'une des pires crises financières en 80 ans. En effet, les flux de capitaux s'étaient taris, la récession s'aggravait à l'échelle mondiale et les investisseurs enregistraient des rendements décevants dans plusieurs catégories d'actif, y compris les actions. Nous voici donc, après toutes ces péripéties, en décembre 2009. La plupart des investisseurs reconnaîtraient avec nous que l'état des marchés n'est pas aussi mauvais qu'il l'a été. Même si aucun grand marché boursier n'a réussi à récupérer toutes les pertes de l'année dernière, la plupart des indices ont affiché des signes d'amélioration et certaines pertes ont été compensées. Comme vous pourrez le constater en consultant le graphique ci-dessous, l'indice S&P/TSX a été extrêmement volatil depuis 2008. Il a cédé 35 % en 2008 et, entre le sommet de juin 2008 et le creux de mars 2009, il a perdu la moitié de sa valeur! Mais depuis son creux enregistré au mois de mars, l'indice a grimpé pour un certain nombre de raisons que nous aborderons dans le présent document. Dans notre bulletin *Perspectives 2009* de l'an dernier, nous faisons plusieurs prédictions. À notre avis, l'indice S&P/TSX devait afficher un rendement positif en 2009, quoique inférieur à 10 %, le dollar américain allait se déprécier, les prix des produits de base reprendraient le terrain perdu vers la fin de l'année et les actions des secteurs défensifs fourniraient quand même aux investisseurs des dividendes stables et une bonne croissance. En rétrospective, nous avons l'impression que la plupart de nos prédictions pour l'année 2009 se sont révélées exactes; cependant, nous avons été agréablement surpris de la rapidité avec laquelle certaines d'entre elles se sont concrétisées.



Avions-nous raison de prédire que l'indice S&P/TSX progresserait? Oui. Avions-nous prévu un rendement de 20 % à 30 %? – et pensé l'obtenir aussi rapidement? Non. L'une des principales raisons pour lesquelles nous avons sous-estimé la résilience du marché de Toronto est la vitesse à laquelle le dollar américain s'est déprécié. Oui, nous nous attendions à une dépréciation, mais pas aussi rapide que celle survenue dans la première moitié de 2009. Le dollar américain avait constitué une monnaie refuge pour les investisseurs réfractaires au risque en 2008 mais, dès qu'on a commencé à croire de plus en plus que les économies américaine et mondiale avaient touché le fond au mois de mars, les investisseurs ne cherchaient plus qu'à se défaire de leurs billets verts.

Par suite de cette faiblesse, les prix des produits de base ont grimpé et, étant donné que l'indice S&P/TSX est composé à 47 % de titres tributaires des produits de base, il fallait s'attendre à ce que les acheteurs d'actions reviennent vers le marché canadien.

Le marché boursier canadien s'est aussi démarqué à cause des politiques monétaires et budgétaires appliquées tout au long de la crise financière et de la récession économique. L'ampleur et la vitesse de la réaction des autorités canadiennes, par l'intermédiaire de divers programmes de relance, ont facilité l'instauration d'une certaine stabilité financière, quoique encore fragile, au cours des derniers mois. Au fur et à mesure que des signes de stabilité économique et même d'une légère amélioration commençaient à apparaître, la tolérance au risque des investisseurs augmentait et ceux-ci ont recherché avec enthousiasme les placements cycliques. Des économies axées sur les produits de base comme le Canada et l'Australie ont été les bénéficiaires de ce regain d'intérêt. Nous nous attendions à ce que les prix des produits de base bondissent dans la seconde moitié de l'année, mais, étant donné que l'optimisme est revenu sur le marché plus tôt que nous l'avions prévu, notre prédiction du début de l'année s'est en fait révélée prudente. Compte tenu du type d'année que nous avons vécue en 2008, nous préférons nous être trompés par excès de prudence plutôt que par excès d'optimisme.

De plus, alors que les titres cycliques (sensibles à l'économie) ont nettement devancé les titres défensifs (moins sensibles à l'économie) en 2009, nous avons été heureux de constater que les titres de premier ordre de sociétés établies dans des secteurs défensifs continuent non seulement de maintenir, mais aussi de hausser leurs dividendes. Les actions défensives n'ont peut-être pas fourni aux investisseurs les meilleurs rendements totaux en 2009, mais, sur le plan des revenus, elles ont affiché une belle stabilité.

En ce qui concerne 2009, soulignons aussi qu'à notre avis l'analyse fondamentale a été moins pertinente qu'auparavant. En d'autres termes, un certain nombre des facteurs qui jouaient sur le marché en 2009 nous ont laissés vraiment perplexes. Par exemple, pourquoi les prix du pétrole augmentaient-ils alors que la demande diminuait et que les stocks augmentaient? Pourquoi les investisseurs avaient-ils l'impression qu'une reprise économique vigoureuse était inévitable alors que les consommateurs épargnaient plutôt que de consommer? Et, simplement à cause du fait que le pire de la crise du crédit était passé, pourquoi certains investisseurs se comportaient-ils comme s'il n'y avait plus aucun risque? Nous reconnaissons que les marchés sont tournés vers l'avenir et qu'une reprise économique était inévitable, mais nous croyons aussi que d'autres facteurs spéculatifs et techniques étaient à l'œuvre en 2009 et que ces facteurs ont rendu l'analyse fondamentale moins pertinente pour prédire l'évolution des marchés. Il est clair que l'afflux de capitaux a eu des effets sur le rendement des marchés, notamment sur celui des marchés des produits de base qui sont relativement petits. Bien qu'on aime croire que le marché boursier mondial est grand, il est complètement éclipsé par les marchés des titres à revenu fixe et des changes. Mais le marché boursier est plus grand que les marchés des produits de base; donc, lorsque des milliards de dollars affluent vers ces derniers, il est inévitable que ces flux spéculatifs poussent à la hausse les prix des produits de base. C'est particulièrement vrai du fait que les achats des produits de base ne sont plus effectués uniquement pour répondre à une demande concrète (c.-à-d. à des fins industrielles), mais aussi à des fins de placement. L'éventail des placements auxquels les investisseurs ont accès aujourd'hui dans les diverses catégories d'actif est énormément plus large qu'il y a cinq ans. C'est pourquoi il n'y a jamais eu autant de capitaux qui ont afflué vers certaines catégories d'actif que maintenant; par conséquent, l'instabilité augmente aussi dans ces catégories d'actif.

Nous dirions que l'année 2009, dans l'ensemble, nous a réservé une agréable surprise. Nous n'allons certainement pas nous plaindre des rendements enregistrés et nous avons été extrêmement heureux de constater que certaines de nos prédictions se sont révélées trop prudentes.

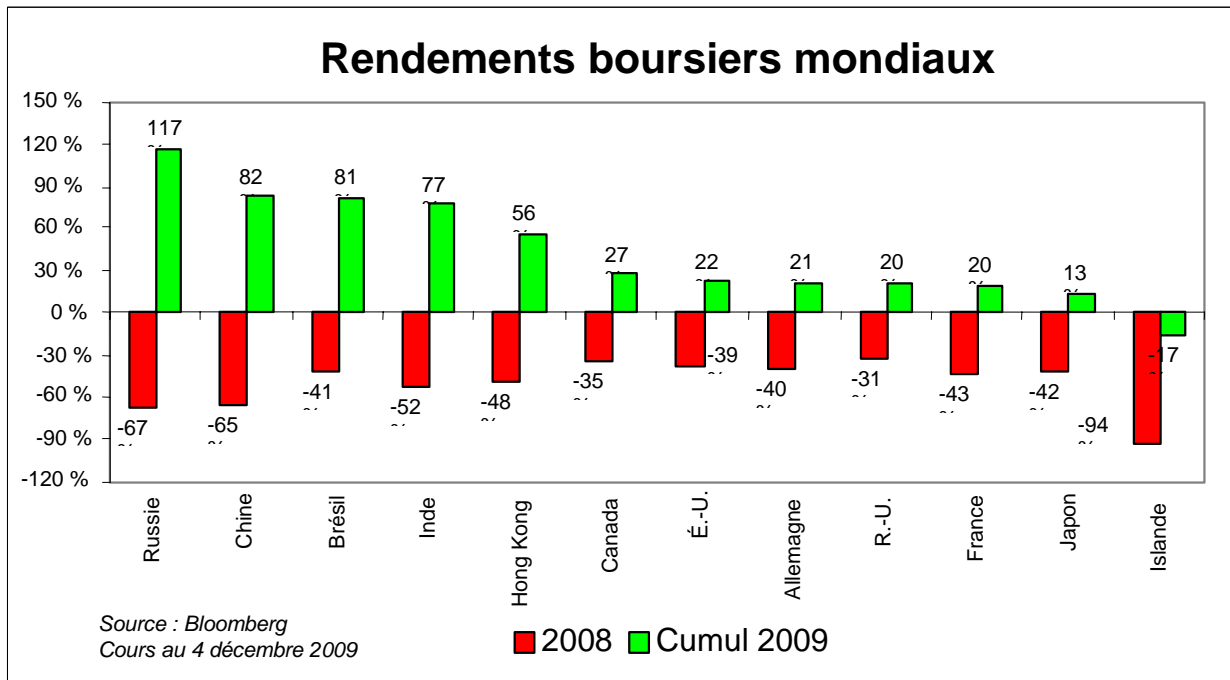
Situation actuelle

Même si les investisseurs voient d'un bien meilleur œil 2009 que 2008, il importe de marquer un temps d'arrêt et d'examiner honnêtement et sans compromis la situation actuelle concernant le marché boursier, la crise du crédit, l'économie, la politique monétaire, la politique budgétaire, le marché des changes et la position relative du Canada. Voici nos conclusions dans ces domaines :

- Dans le monde entier, les marchés boursiers ont inscrit une belle remontée par rapport à leurs creux.
- Le pire de la crise du crédit est probablement passé, mais les problèmes persisteront pendant des années.
- Les interventions des gouvernements semblent avoir permis d'éviter une dépression.
- Les taux d'intérêt sont à des creux historiques et y demeureront pendant des mois.
- La récession pourrait bien avoir pris fin au troisième trimestre en Amérique du Nord sur le plan technique, mais la reprise pourrait être laborieuse.
- La faiblesse du dollar américain a favorisé la hausse des prix des produits de base et les spéculateurs sont revenus sur les marchés qu'ils avaient brièvement abandonnés.
- Le Canada s'est démarqué pendant cette période difficile.

Dans le monde entier, les marchés boursiers ont inscrit une belle remontée par rapport à leurs creux.

Comme vous pouvez le constater dans le graphique ci-dessous, 2009 a été une bien meilleure année que 2008 pour les marchés boursiers, car toutes les principales places boursières de la planète ont enregistré des gains. Les marchés qui avaient déclaré les pires rendements l'an dernier ont signalé les meilleurs en 2009. On peut donc en conclure que nous avons tendance à trop acheter lorsque les marchés sont en hausse et à trop vendre lorsqu'ils sont en baisse. Cette évolution reflète aussi les attentes et les arbitrages risque-rendement que l'on retrouve dans les économies émergentes comme le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine (aussi appelées le BRIC). Les investisseurs cherchaient absolument à quitter les marchés émergents au moment où la récession a frappé, mais lorsque des signes de reprise économique ont commencé à apparaître en 2009, ce sont les premiers marchés vers lesquels ils se sont tournés. Soulignons aussi que le Canada, en plus de faire partie des pays industrialisés ayant subi les pertes les moins élevées en 2008, a aussi pris la tête de ce groupe en 2009 à cause de son économie fondée sur les produits de base et de sa gestion financière avisée.



Le pire de la crise du crédit est probablement passé, mais les problèmes persisteront pendant des années.

Est-ce que la crise du crédit est terminée? Pas du tout. Tout investisseur qui croit que la crise du crédit a débuté au moment où Lehman Brothers s'est placée sous la protection de la législation sur les faillites a tort. C'est peut-être difficile à croire, mais on peut faire remonter les origines de la crise du crédit au tout début de la décennie, c.-à-d. lorsque les banques américaines ont commencé à accorder des prêts hypothécaires à risque élevé. Et ce n'est qu'au milieu de l'année 2007 que les propriétaires de maison ont commencé à se trouver en situation de défaillance et que le marché immobilier aux États-Unis s'est effondré. Ce n'est donc pas des faillites de banques qui ont engendré la crise du crédit, mais bien le marché immobilier américain qui nous y a précipités – et cette crise n'est pas terminée. Ce qui était à l'origine une crise immobilière s'est muée en une crise de crédit des entreprises après la faillite de Bear Stearns, de Lehman Brothers, de Freddie Mac, de Fannie Mae et d'AIG. Ce choc a accéléré et aggravé la récession économique, parce qu'il est difficile d'alimenter l'économie en capitaux et en liquidités lorsque les banques n'ont pas d'argent à prêter. Entre septembre 2008 et février 2009, toutes les entreprises avaient énormément de difficulté à réunir des capitaux, particulièrement à des conditions qu'elles jugeaient acceptables. La crise du crédit a alors atteint son paroxysme, parce que les flux de liquidités dans le système financier mondial s'étaient taris et que les gouvernements et les banques centrales étaient forcés d'intervenir et de fournir des liquidités. Depuis le mois de mars, à cause de l'amélioration de la situation sur les marchés boursiers, les entreprises ont eu beaucoup plus de facilité à réunir des capitaux, mais l'aggravation de la récession économique n'a pas amélioré la situation financière des consommateurs, particulièrement celle des consommateurs américains qui ont perdu leur maison et leur emploi et à qui leur banque ne prête même pas un sou. La crise du crédit des entreprises a empiré la situation du crédit des consommateurs. Donc, la crise du crédit n'est pas terminée, mais il faudra attendre encore des années avant que la situation revienne à la « normale ». Le pire est peut-être passé en ce qui concerne la crise du crédit pour les entreprises, mais il reste encore beaucoup de travail à faire.

Les interventions des gouvernements et des banques centrales semblent avoir permis d'éviter une dépression.

On peut toujours critiquer les politiques qui ont été appliquées ou remettre en question les montants dépensés, mais il est clair que l'intervention des gouvernements et des banques centrales à partir de septembre 2008 a permis d'éviter une dépression. Comment le savons-nous? Parce que nous ne sommes pas en dépression maintenant et que, semble-t-il, la plupart des économies du monde montrent des signes de croissance plutôt que de contraction. Il n'existe pas de moyens scientifiques fiables de mesurer les effets que les politiques sur les taux d'intérêt, les stimulants budgétaires, les programmes d'urgence ou les injections de liquidités par les banques centrales ont eus sur les marchés et l'activité économique, mais, à un certain moment en 2009, toutes ces mesures ont commencé à avoir des effets positifs.

Les taux d'intérêt sont à des creux historiques et y demeureront pendant des mois.

Pour réduire les dommages, les banques centrales ont notamment eu recours à la réduction des taux d'intérêt. Pour cette raison, les taux d'intérêt se sont établis à des creux historiques dans certains des plus grands pays et certaines des plus grandes régions de la planète. Les réductions de taux n'ont pas été aussi efficaces qu'elles ont pu l'être au cours des récessions antérieures parce que de nombreuses institutions financières ne disposaient tout simplement pas de suffisamment de fonds pour prêter à des taux d'intérêt aussi faibles. Mais, maintenant que l'économie mondiale semble s'améliorer et que l'argent circule plus librement, les réductions de taux auront des répercussions plus significatives. Étant donné que le consommateur américain ne se remet que lentement de la dernière récession, il est peu probable que les taux d'intérêt aux États-Unis augmentent dans un avenir immédiat. On peut dire la même chose des taux d'intérêt au Canada, mais la force de notre dollar peut se révéler un facteur encore plus important, empêchant une hausse des coûts d'emprunt. Par contre, les investisseurs et les consommateurs ne doivent pas oublier que les taux d'intérêt, chez nous comme au Royaume-Uni, en Europe et au Japon, ne peuvent que remonter. Donc, à cause des faibles taux d'intérêt, les emprunts sont bon marché à l'heure actuelle, mais il est certain que les coûts d'emprunt augmenteront un jour. Contrairement à ce que l'on peut penser, les augmentations des taux d'intérêt ne sont pas nécessairement un facteur négatif. Cette affirmation peut sembler étrange, mais rappelons-nous que les taux d'intérêt sont utilisés pour stimuler l'économie lorsqu'elle ralentit ou se contracte. Par contre, on a aussi recours aux taux d'intérêt pour réduire le rythme d'une économie en croissance, ce qui en empêche la surchauffe. De notre point de vue, lorsque les banques centrales décideront d'augmenter les taux, nous y verrons un signal positif indiquant que l'économie a regagné en puissance et que la croissance est véritablement en marche.

Réduction des taux d'intérêt de diverses banques centrales depuis 2008

	Taux au 1 ^{er} janv. 2008	Taux au 1 ^{er} déc. 2009		Variation
Banque du Canada	4,25 %	0,25 %	↓	400 pb
Réserve fédérale américaine	4,25 %	0,25 %	↓	400 pb
Banque d'Angleterre	5,50 %	0,50 %	↓	500 pb
Banque centrale européenne	4,00 %	1,00 %	↓	300 pb
Banque du Japon	0,50 %	0,10 %	↓	40 pb

Source : Bloomberg

La récession pourrait bien avoir pris fin au troisième trimestre en Amérique du Nord sur le plan technique, mais la reprise pourrait être laborieuse.

Selon des données récentes publiées aux États-Unis et au Canada, les économies des deux pays ont connu une expansion au troisième trimestre 2009, ce qui, sur le plan technique, mettait fin à la récession. Mais nous utilisons le terme « sur le plan technique » parce que la constatation de la fin d'une récession ne garantit pas que tout va bien. En effet, le chômage continuera à sévir et les consommateurs américains ne pourront pas nécessairement accroître leur consommation. Les Canadiens ne vivront peut-être pas les mêmes problèmes que les Américains, car nous n'avons pas vécu une crise de l'immobilier qui a entraîné la disparition de l'avoir net des propriétaires et l'érosion du pouvoir d'achat. De plus, le Canadien moyen ne s'est pas chargé d'une dette excessive. Mais l'état de l'économie américaine nous préoccupe parce que les États-Unis demeurent, et de loin, notre principal partenaire commercial. Le Canada ne pourra pas vraiment recouvrer la santé tant que les États-Unis seront mal en point. Un peu plus loin dans le présent rapport, nous vous présenterons des données selon lesquelles les dépenses de consommation aux États-Unis demeurent comprimées et pourraient le rester pendant un certain temps.

La faiblesse du dollar américain a favorisé la hausse des prix des produits de base et les spéculateurs sont revenus sur les marchés qu'ils avaient brièvement abandonnés.

La dernière grande vague de spéculation sur les marchés des produits de base est assez récente. En effet, de nombreux investisseurs se rappelleront la période où le baril de pétrole s'échangeait à plus de 140 \$ US et que les prix du pétrole grimpaient au moment où l'économie américaine amorçait son repli. Comment expliquer ce phénomène? Nous avons l'habitude de penser, tout à fait logiquement, que les caractéristiques fondamentales alimentent les prix des produits de base, mais la spéculation joue aussi un rôle. À notre avis, les spéculateurs sont revenus sur les marchés des produits de base plus tôt cette année après une brève absence par suite de l'effondrement de tant de fonds de couverture en 2008. C'est devenu très évident pour nous parce que les prix augmentaient en même temps que l'offre. Étant donné que les marchés sont censés être tournés vers l'avenir, la montée des prix des produits de base dans un contexte où les caractéristiques fondamentales pointent dans une autre direction peut être annonciatrice d'une augmentation future de la demande ou résulter d'une simple manipulation de prix en vue de réaliser un profit rapide. D'une façon ou d'une autre, la spéculation aura toujours un rôle à jouer sur les marchés des produits de base étant donné leur taille relativement faible; la valeur prédictive de l'analyse fondamentale en sera toujours réduite.

Cependant, un autre facteur important a joué un rôle dans la hausse des prix des produits de base : le fléchissement de la valeur du dollar américain. En termes simples, si la valeur de la plupart des produits de base est établie en dollars américains et que la valeur de ce dollar régresse, alors, en théorie, une moins grande quantité de dollars américains est nécessaire pour acheter la même quantité d'un produit de base donné. Donc, les prix des produits de base augmentent lorsque le dollar américain s'affaiblit et réciproquement. Lorsque la tolérance au risque a commencé à se renforcer en mars et que les investisseurs ont décidé de délaissé le dollar américain, les prix des produits de base ont monté. Cette faiblesse du dollar américain n'a fait que s'accélérer dans la seconde moitié de 2009 parce que les investisseurs affichaient une tolérance encore plus grande à l'égard du risque et qu'ils étaient plus inquiets devant les perspectives de l'économie américaine et son endettement croissant. Nous ne pouvons certes pas expliquer la vigueur des prix des produits de base en 2009 uniquement par l'effet de change, mais cela a été un facteur important. Même si de nombreux investisseurs estiment que les placements au Canada se justifiaient par les perspectives de reprise économique, nous serions d'avis qu'ils pariaient davantage sur la faiblesse du dollar américain par l'intermédiaire du marché des actions.

Le Canada s'est démarqué pendant cette période difficile.

Les investisseurs se demanderont peut-être comment nous pouvons tirer cette conclusion alors que nous sommes en passe de créer le plus gros déficit de l'histoire du Canada. Même s'il est vrai que nous enregistrons un déficit record au cours de l'exercice actuel, on ne peut vraiment établir une comparaison en termes absolus entre le déficit d'aujourd'hui et les déficits antérieurs. Par contre, une comparaison entre l'ampleur de notre déficit ou de notre dette et la taille de notre économie (PIB) peut se révéler utile. Par exemple, le ratio de la dette au PIB au Canada devrait osciller entre 25 % et 35 % au cours des trois prochaines années. Cependant, lorsque notre déficit a commencé à se creuser véritablement, en 1992, ce ratio était de 64,1 %, puis il a atteint le pourcentage record de 68,4 % en 1996. Certes, nos dépenses ont augmenté au cours de la dernière récession, mais nous sommes en mesure de gérer la dette que nous avons contractée pour financer les mesures de sortie de crise.

Dans un autre domaine que celui de l'endettement, nous avons aussi mieux réussi à endiguer nos dépenses budgétaires, tant au niveau fédéral qu'au niveau provincial. Le déficit fédéral canadien devrait se situer autour de 55 milliards de dollars cette année, ce qui équivaudrait à une dette de 1 700 \$ par citoyen. Par contre, aux États-Unis, le déficit prévu de 1,5 billion de dollars se traduirait par un endettement de 4 870 \$ pour chaque citoyen américain. Les déficits enregistrés pour stimuler l'économie sont une nécessité en période de récession parce que les gouvernements doivent assumer les dépenses à un moment où les consommateurs ne sont pas prêts à le faire. Indirectement, les gouvernements investissent notre argent par l'intermédiaire de nos impôts, mais s'ils ne disposent pas de suffisamment d'argent, ils doivent émettre des titres de créance. Le gouvernement fédéral est en meilleure posture mais, en plus, nos provinces font relativement mieux que certains États des États-Unis. Nous reconnaissons que la situation en Ontario s'est détériorée, mais nous pouvons nous consoler à la pensée que la province est en bien meilleure posture que la Californie, qui a presque fait faillite plus tôt en 2009.

Enfin, outre un bilan moins mauvais pour ce qui est des finances de l'État, les Canadiens peuvent s'enorgueillir du fait que leur système financier a su résister au pire choc à survenir depuis la Crise de 1929. Certes, nos institutions financières ont dû passer en charges certains placements, mais les montants en jeu paraissent bien faibles comparativement à ce qui a été constaté en Europe et aux États-Unis. La prudence de nos banques et la surveillance exercée par les responsables de la réglementation au Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) ont permis de créer une structure et une mentalité au sein de notre industrie financière qui nous a empêchés de prendre des risques excessifs. La récession au Canada a provoqué une détérioration de la situation financière de tous les Canadiens mais, malgré la crise du crédit que nous avons vécue, nos citoyens n'ont pas perdu leur avoir net dans leur maison et ont encore accès jusqu'à un certain point au crédit. La situation est bien différente de celle qui règne aux États-Unis, où l'avoir net des propriétaires s'est évanoui et où l'accès aux capitaux est bien plus difficile. Jusqu'à maintenant, le Canada était critiqué parce qu'il était jugé trop prudent; cependant, après coup, la plupart des Canadiens sont heureux d'avoir essuyé ce type de critique parce qu'il est reconnu, depuis deux ans, que le Canada possède le meilleur système financier du monde.

L'argument économique

Le présent article vise à vous permettre d'évaluer la reprise économique mondiale en cours et de déduire vos propres conclusions quant à ce qui est susceptible de se produire dans les marchés boursiers d'ici 12 à 24 mois.

Avant de vous fournir cette argumentation, nous tenons à clarifier un point particulier. Bien que des pays tels que la Chine aient fortement contribué à la croissance de l'économie mondiale au cours de la dernière décennie, nous ne pensons pas qu'une reprise économique complète soit possible sans la participation de l'économie américaine, qui demeure la plus importante de la planète. Il faut d'ailleurs souligner qu'il est indispensable que la croissance du monde occidental s'ajoute à celle des marchés émergents, car c'est la consommation de l'Amérique du Nord, de l'Europe de l'Ouest et du Japon qui contribue à la croissance des marchés émergents. Certes, l'investissement intérieur a considérablement aidé ces économies émergentes, mais le commerce international est un facteur que l'on ne peut pas ignorer. Par conséquent, bien que le profil de croissance impressionnant de la Chine fasse la une des journaux, il ne constitue que l'une des pièces de tout le puzzle économique.

Cela dit, et sans essayer de donner une explication trop simple à un problème complexe, nous considérons qu'une reprise économique comprend deux volets : la reprise de la production et la reprise de la consommation. Nous pensons donc qu'il n'est pas possible d'avoir une reprise économique durable et une progression soutenue des marchés boursiers sans reprise à la fois de la production et de la consommation.

Ce que nous appelons le « producteur », ce sont les entreprises et les pays qui produisent des biens et services qui se négocient activement à l'échelle mondiale. Il n'y a aujourd'hui rien de surprenant à constater, avec la mondialisation croissante des dernières décennies en faveur des pays à faibles coûts de production, que les marchés émergents produisent maintenant une grande partie des biens et services que le monde occidental consomme. Il n'est donc pas étonnant que des pays comme la Chine et l'Inde aient bénéficié d'une relance de l'activité économique avant le monde occidental, étant donné qu'ils doivent « produire » avant que nous puissions « consommer ». Les statistiques économiques récentes ont tendance à confirmer ce point de vue, l'économie chinoise n'ayant ralenti que pendant une période brève. Nous assistons même à une amélioration des activités de production aux États-Unis, des mesures telles que les indices ISM des secteurs manufacturier et non manufacturier tournent autour de 50,0 et indiquent une expansion économique. Cependant, face à cette reprise d'activité, nous devons nous demander s'il y a effectivement une reprise durable de la demande de consommation, ou si cette reprise d'activité résulte du fait que les entreprises reconstituent leurs stocks, espérant que le taux de consommation des particuliers va augmenter après le recul de l'an dernier. Le débat reste ouvert, mais il est clair que les producteurs ont recommencé à produire, et donc à acheter des marchandises et d'autres intrants, ce qui crée des pressions à la hausse sur les prix des marchandises et sur l'indice S&P/TSX.

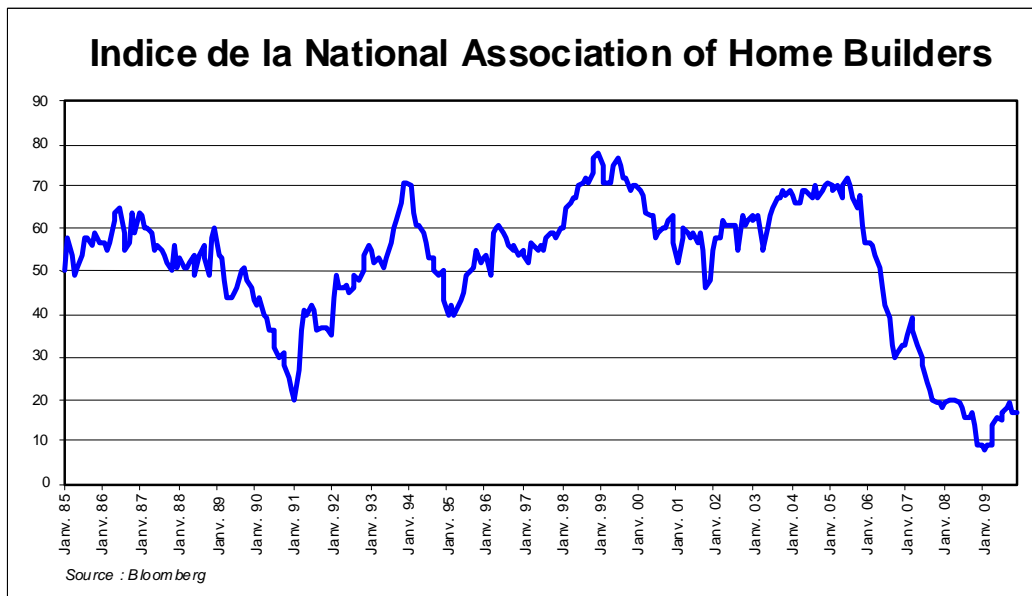
La récente reprise de l'activité économique est-elle susceptible de continuer de façon durable? L'inconnue de cette équation, c'est le consommateur. Dans la discussion qui suit, nous allons nous concentrer sur le consommateur américain, en raison de son influence sur la croissance économique américaine. Alors que les chiffres récents des producteurs sont effectivement supérieurs aux prévisions, on ne peut pas en dire autant des indices concernant la consommation, dont la confiance des consommateurs, les ventes au détail et les prix des maisons (aux États-Unis). Les investisseurs ne sont donc pas certains que la reprise sera rapide et robuste. En termes simples, si le consommateur n'a pas la capacité d'augmenter son taux de consommation, la reprise économique aura beaucoup de mal à accélérer. Nous désignons par le terme « capacité » la capacité du

consommateur à dépenser l'argent et à se procurer les capitaux dont il a besoin. Lorsque le patrimoine des particuliers diminue, leur capacité de consommer diminue aussi.

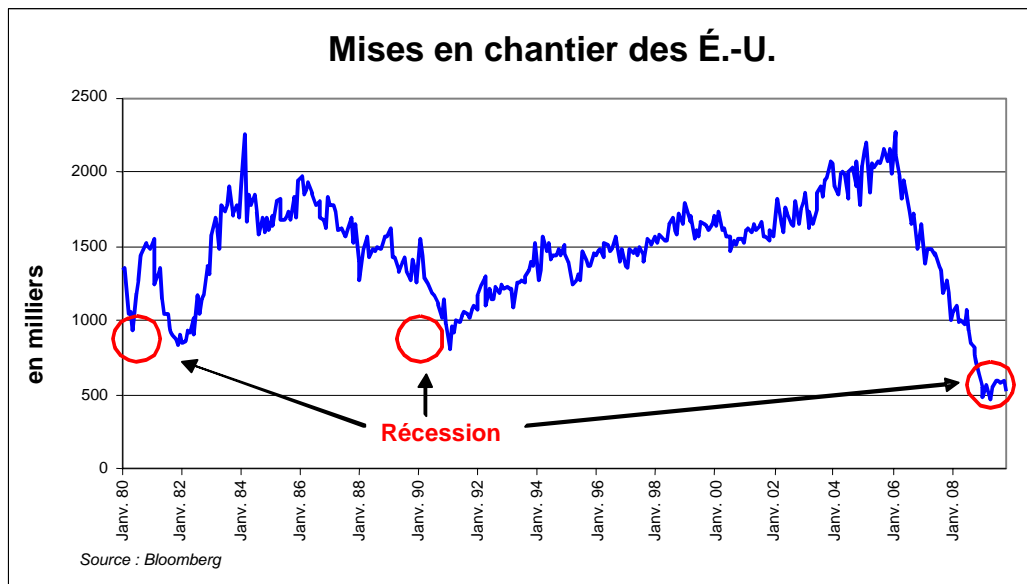
Nous incluons les prix des maisons dans cette discussion, car ils constituent l'un des meilleurs indicateurs de prospérité des particuliers. En effet, votre actif le plus important est probablement votre maison ou votre appartement : sa valeur reflète votre prospérité personnelle et votre capacité à obtenir un financement supplémentaire si nécessaire. S'il est vrai que nous n'avons pas été confrontés à une crise immobilière au Canada, on ne peut pas en dire autant des États-Unis, où les prix des maisons ont chuté, à un moment donné, de plus de 50 % dans certaines régions du pays. Imaginez comment vous réagiriez si l'on vous disait que la valeur de votre maison ou de votre condo n'est que la moitié de ce que vous pensiez. Si vous aviez acheté pour 500 000 \$ une maison dont la valeur était tombée à 250 000 \$, vous ne vous précipiteriez probablement pas pour acheter une voiture, surtout si vous avez contracté un emprunt hypothécaire de 400 000 \$ sur cette maison. Dans ce cas, le solde de votre dette hypothécaire serait supérieur à la valeur de votre maison et l'actif le plus coûteux que vous possédez représenterait en fait un capital négatif. Ce genre de situation n'est malheureusement pas rare aux États-Unis. En fait, selon certaines projections, d'ici le milieu de l'année 2010, plus de 30 % des hypothèques des États-Unis auront une valeur négative (la valeur de la maison étant inférieure au solde du prêt hypothécaire). Lors des récessions antérieures, les Américains n'ont pas nécessairement assisté à un effondrement simultané du marché immobilier résidentiel, ce qui leur a permis d'emprunter et de relancer l'expansion économique par la consommation. Cependant, étant donné l'état du système financier des États-Unis et le fait qu'un si grand nombre d'Américains ne dégagent aucune valeur nette sur leur propriété, les banques ne sont tout simplement pas disposées à prêter de l'argent aux consommateurs, puisqu'ils n'ont aucun actif à offrir en garantie. Cette impossibilité d'obtenir un financement réduit leur capacité de consommation, quelle que soit leur volonté de dépenser. C'est pourquoi nous accordons une telle importance à l'évolution des prix des maisons, puisqu'ils seront essentiels dans le processus de restauration du patrimoine des Américains. Car même si les prix des maisons finissent par se rétablir, on peut se demander combien de temps prendra ce rétablissement. Compte tenu de l'abondance de l'offre de maisons aux États-Unis, nous croyons que cela demandera plus de temps que le pensent certains investisseurs et que, par conséquent, le taux de consommation ne va pas augmenter de façon importante dans un proche avenir. Nous connaissons tous le résultat final des sinistres prêts hypothécaires à haut risque (« subprimes ») des États-Unis, mais nous allons certainement assister à des rajustements supplémentaires parmi les prêts hypothécaires « Alt-A » et « Option Arm », au cours des deux ou trois prochaines années, ce qui pourrait faire augmenter le nombre des saisies hypothécaires, faire augmenter l'offre de maisons à vendre et, donc, laisser les prix des maisons à un niveau déprimé.

Les graphiques ci-dessous illustrent clairement la situation déplorable du marché américain de l'habitation.

L'indice de la National Association of Homebuilders est essentiellement un indicateur psychologique, qui décrit les prévisions de vente. Le niveau maximal est de 100 lorsque les prévisions sont bonnes et le niveau minimal est de 0 lorsqu'elles sont mauvaises. Bien que cet indice ait un peu rebondi en 2009, le message clair qu'il transmet est que les attentes restent moroses pour le proche avenir.

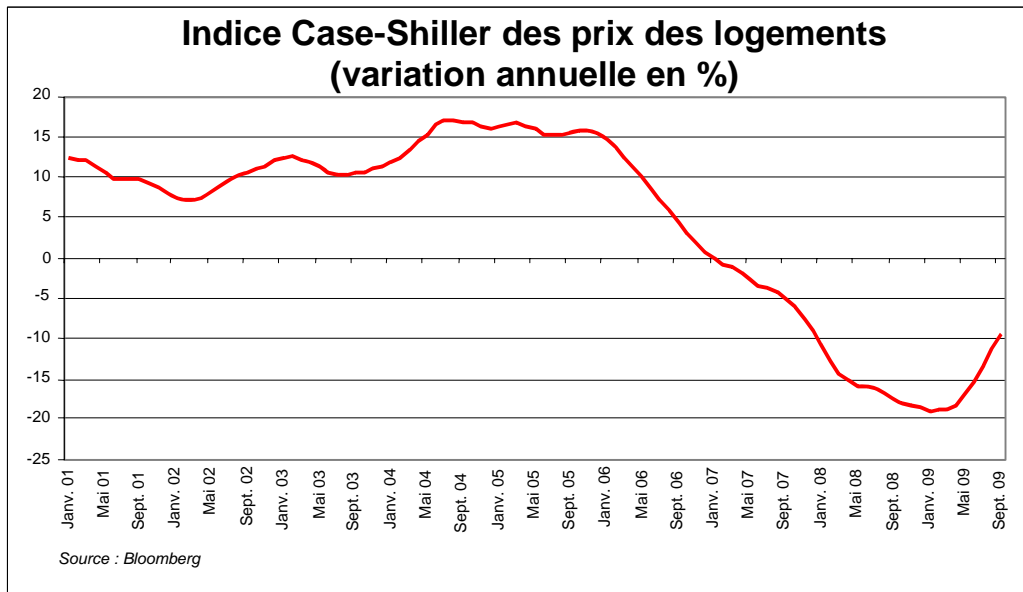


Généralement, lorsque l'économie est forte, le nombre des mises en chantier augmente, et vice-versa. Comme le montre le graphique ci-dessous, non seulement les mises en chantier des États-Unis ont atteint leurs niveaux les plus bas depuis 30 ans, mais elles sont actuellement coincées dans la fourchette de 500 000 à 600 000. Bien qu'il s'agisse d'un indicateur défavorable pour le court terme (puisque le nombre de constructions diminue), cela peut aussi être considéré comme une bonne chose pour le long terme, car cela indique que les constructeurs de logements attendent que l'offre excédentaire du marché de la revente commence à baisser avant de construire de nouveaux logements – plutôt que d'aggraver les préoccupations concernant l'offre.



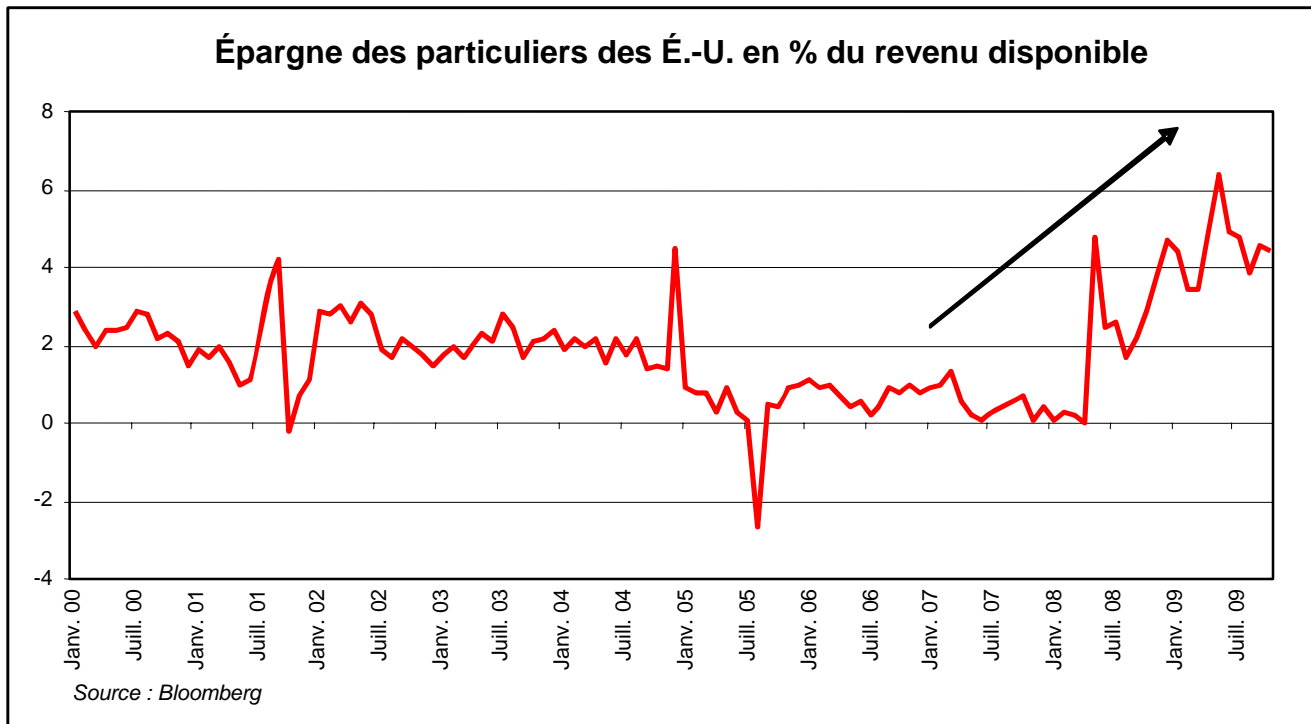
L'indice Case-Shiller des prix des logements mesure les variations annuelles de prix moyen des maisons dans les 20 principaux marchés immobiliers des États-Unis. Bien que les chiffres récents soient encourageants, car les prix baissent à un rythme moins rapide, ils continuent de baisser par rapport à l'année précédente. Si l'on

considère l'évolution mensuelle, les chiffres semblent indiquer que les prix des logements recommencent à augmenter, mais à un rythme tellement lent que nous ne pensons pas qu'il aura une incidence quelconque à très court terme sur le comportement des consommateurs.

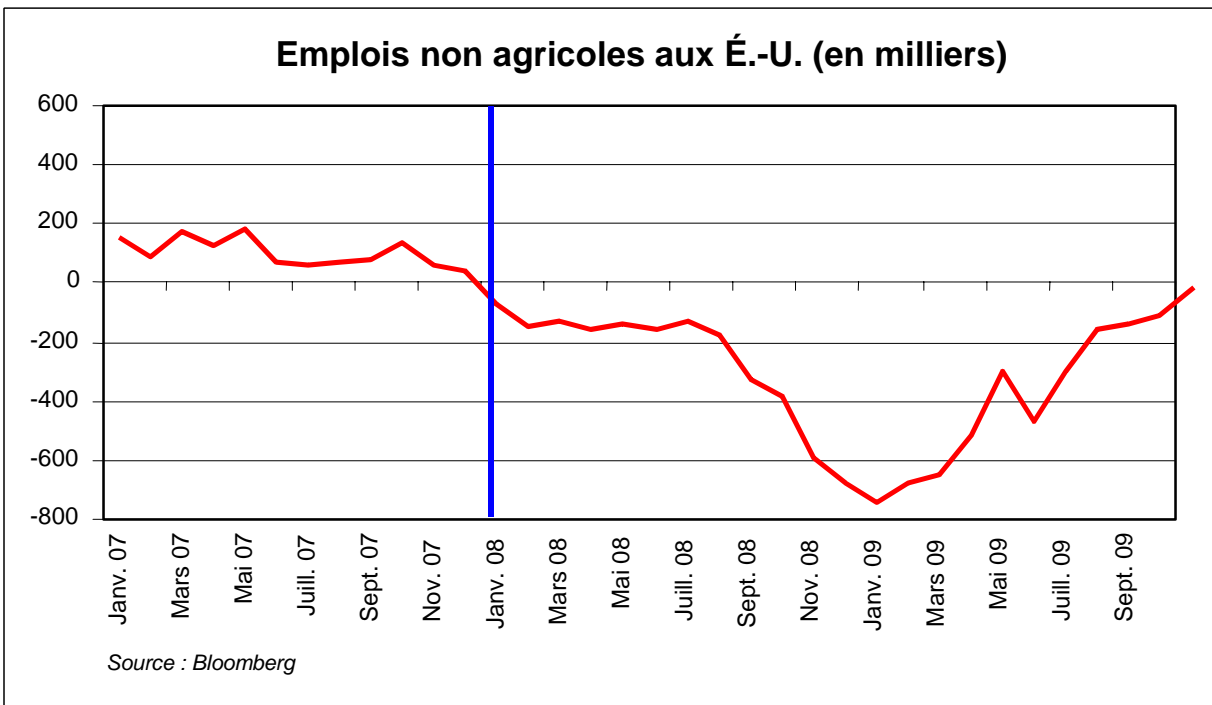


Dans certains de nos rapports de l'année passée, nous avons souligné à maintes reprises que, puisque 70 % environ de la demande globale des États-Unis provient de la consommation intérieure, le consommateur américain va devoir jouer un rôle important dans toute reprise économique. Or, en plus des effets concernant le logement mentionnés ci-dessus, d'autres indices en rapport avec la consommation portent à croire que la reprise économique sera lente.

Les consommateurs américains sont généralement reconnus pour leur prodigalité, mais les chiffres récents donnent à penser qu'ils recommencent à épargner. Le graphique ci-dessous montre que la part du revenu personnel qui est actuellement épargnée a augmenté depuis le milieu de 2008 et que le taux d'épargne des Américains est à son niveau le plus élevé de toute la décennie. Cette épargne aura un effet positif à long terme pour les consommateurs américains, qui vont ainsi assainir leurs bilans personnels, mais elle n'aidera guère l'économie américaine à court terme, si les Américains préfèrent épargner plutôt que de dépenser.



La situation de l'emploi aux États-Unis ne laisse entrevoir aucune remontée rapide des dépenses de consommation. Le taux de chômage dépasse 10 % et, bien que le nombre des pertes d'emplois ait diminué ces derniers mois, l'économie continue de détruire des postes, ce qui signifie que les Américains sont moins nombreux à disposer d'un revenu accru qu'ils pourraient dépenser. Certes, les données sur l'emploi représentent un indicateur retardé, mais nous ne pouvons ignorer leur importance lorsqu'il s'agit d'évaluer la capacité du grand public non seulement à dépenser, mais aussi à augmenter sa consommation pour retrouver les niveaux antérieurs à la récession. Nous n'avons observé aucune croissance de l'emploi aux États-Unis depuis la fin de 2007 et, bien que cette croissance devrait revenir en 2010, elle ne sera peut-être pas assez rapide pour modifier le comportement des consommateurs dans l'avenir immédiat.



Après avoir lu cette section de notre rapport, certains d’entre vous en concluront peut-être que nous sommes optimistes en ce qui concerne la production et pessimistes en ce qui concerne la consommation. Les choses ne sont pas si simples. Nous sommes optimistes pour ce qui est de la reprise de la production, dans la mesure où celle-ci résulte d’une reprise mondiale durable de la demande de consommation. Une entreprise donne-t-elle un « produit A » parce que les consommateurs veulent effectivement plus de « produits A », ou le fabrique-t-elle parce que les effets de la récession ont lentement réduit les stocks de ce produit, si bien que les entreprises ont besoin de produire davantage pour répondre à la demande actuelle? Il ne faut pas oublier que, même en période de récession, notre taux de consommation ne tombe jamais à zéro; nous nous contentons de réduire ce taux. Faut-il donc produire plus de « produits A » parce que nos taux de consommation ont augmenté, ou parce que nous avons épuisé toute l’offre disponible à notre taux actuel de consommation?

La plus grande partie de notre discussion concernant la reprise de la consommation a porté sur les risques auxquels le consommateur est actuellement confronté. Mais ne vous y trompez pas : nous ne disons pas que le consommateur ne peut pas se rétablir; nous disons simplement qu’il doit encore surmonter un certain nombre d’obstacles avant que l’on assiste à une croissance soutenue des dépenses de consommation. Nous espérons qu’un tel changement va effectivement se produire, mais nous avons le devoir de vous informer non seulement des avantages des investissements dans le marché, mais aussi des risques qui existent. En ce qui nous concerne, nous pensons que les consommateurs sont confrontés à plus de risques que les producteurs, ce qui nous interdit d’affirmer de façon décisive que les consommateurs sont de retour et qu’une reprise robuste et durable est imminente. Comme tout le monde, nous souhaitons que la reprise soit solide, mais il est essentiel pour chaque investisseur de ne pas oublier que le risque n’a pas disparu simplement parce que les marchés boursiers ont rebondi. Le risque est toujours présent, même pendant les bonnes périodes, mais quand on sort de la pire crise financière depuis 80 ans, nous pensons que nous avons la responsabilité de rappeler aux investisseurs la réalité du risque et de faire en sorte que ce dernier soit traité de la meilleure façon possible.

Que faut-il donc en conclure?

Maintenant que vous avez lu notre argumentation et que nous nous sommes penchés sur de nombreux facteurs à prendre en compte, il faut se demander ce qu'on doit en conclure. Nous pensons que trois scénarios possibles peuvent être envisagés pour 2010 : une reprise en « V », une reprise en « W » (retombée en récession) ou un scénario « idéal ».

Reprise en V

Les investisseurs haussiers qui misent sur une reprise en V pensent que la reprise du marché sera aussi rapide que sa chute. Ces investisseurs pensent que, malgré le chômage et la baisse des prix immobiliers, les consommateurs ont déjà commencé à se mobiliser et à dépenser de nouveau (ce qui n'est peut-être pas le cas, selon les prévisions concernant les ventes pour la période des Fêtes, aux États-Unis). Pour que cela se produise, il faudrait que la récession ait eu peu d'incidence sur les classes inférieure et moyenne, et que l'accès au crédit s'améliore rapidement. Tout semble indiquer que ce n'est pas le cas. Cependant, si l'emploi commence effectivement à augmenter, que les ventes au détail sont plus élevées que prévu et que les prix immobiliers s'améliorent considérablement aux États-Unis au cours des prochains mois, ces investisseurs pourraient avoir raison. La reprise que nous avons observée jusqu'à présent pourrait durer. Dans ce cas, les secteurs de la finance, de l'énergie et des matériaux poursuivront leur reprise, tandis que les secteurs défensifs resteront déprimés en raison de la rotation sectorielle. Évidemment, le contraire pourrait se produire si les haussiers ont tort et que les actions cycliques restituent une partie des gains qu'elles ont réalisés récemment.

Reprise en W (retombée en récession)

Les investisseurs baissiers qui prévoient une reprise en W pensent que, si les producteurs ont repris leur production, les consommateurs ne sont pas disposés à recommencer à dépenser. Le niveau élevé du chômage, l'accès restreint au crédit et la valeur nette négative de leur maison ont réduit leur désir de dépenser. Ces investisseurs pensent aussi que les consommateurs essaient de ne plus vivre au-dessus de leurs moyens et qu'ils peuvent avoir modifié de façon permanente certaines tendances dépensières au cours de ce processus. Si le consommateur s'abstient de dépenser et que les producteurs reconstituent les stocks, l'activité économique pourrait s'arrêter de nouveau, jusqu'à ce que les consommateurs finissent inévitablement par augmenter leurs dépenses. Il n'y aura pas de création d'emplois ni de hausse importante des prix des maisons au cours des prochains mois. Si les baissiers ont raison, on constatera probablement un recul important des secteurs cycliques au cours des six prochains mois – les investisseurs se tourneront vers les secteurs défensifs, qui offrent la stabilité et, dans la plupart des cas, un rendement raisonnable.

Scénario « idéal »

Les investisseurs qui adoptent ce scénario « idéal » reconnaissent que les producteurs ont relancé l'activité économique, mais ils n'ont pas le sentiment que les consommateurs s'abstiendront encore longtemps de dépenser. Même si, en 2010, les dépenses de consommation ne reviennent pas à leurs niveaux antérieurs à la récession, elles pourraient augmenter progressivement au cours des 12 prochains mois. Cependant, cette augmentation pourrait être lente et graduelle, ce qui se traduirait par une remontée plutôt lente de l'économie, par opposition aux redémarrages rapides que nous avons observés à la suite des récessions précédentes. Si ces investisseurs ont raison, la reprise en 2009 des titres liés aux produits de base a probablement été trop rapide : ces titres pourraient faire l'objet de prises de profits à court terme en 2010. Les titres financiers subiront aussi une certaine pression, mais les sociétés financières canadiennes devraient mieux s'en sortir que leurs consœurs étrangères. Certains flux de placement reprendront la direction des secteurs défensifs, mais pas de façon

permanente, les investisseurs préférant attendre que les consommateurs soient revenus sur le marché. Il est sans doute facile de prendre une position intermédiaire, mais nous avons tendance à préférer ce scénario « idéal » qui, à notre avis, tient compte à la fois des développements positifs de 2009 et des risques qui pèsent encore sur le système financier mondial et la reprise économique.

Perspectives économiques

Selon Études économiques Scotia, les perspectives économiques de 2010 sont nettement meilleures que celles qui avaient été prévues pour 2009, étant donné que la plupart des économies qui étaient en récession devraient connaître une expansion au cours des 12 prochains mois. Nous devrions aussi assister à une poursuite de l'expansion des économies de pays comme la Chine et l'Inde, qui ont été assez fortes en 2009 pour éviter une contraction. Comme on peut le constater, nos économistes prévoient que les taux du financement à un jour du Canada et des États-Unis recommenceront à augmenter au troisième trimestre de 2010, pour terminer l'année en hausse de 100 points de base, à 1,25 %. Ils pensent aussi que la tendance haussière du dollar canadien se maintiendra; que notre dollar devrait atteindre la parité avec le dollar américain au deuxième trimestre; et que cette parité devrait être plus durable.

Prévisions d'Études économiques Scotia au 1^{er} décembre 2009

PIB réel (% changement)	2008	2009p	2010p	2011p	
Canada	0,4	-2,6	2,7	2,8	
États-Unis	0,4	-2,5	3,3	2,5	
Japon	-0,7	-5,3	1,3	0,9	
Royaume-Uni	0,7	-4,5	1,2	1,1	
Zone euro	0,8	-3,8	1,3	1,1	
Chine	9,0	8,3	9,5	9,0	
Inde	6,7	6,8	7,0	6,5	
Brésil	5,1	0,5	5,0	5,0	
	T4/2009	T1/2010	T2/2010	T3/2010	T4/2010
Taux de la Banque du Canada	0,25	0,25	0,25	0,75	1,25
Taux de la Réserve fédérale	0,25	0,25	0,25	0,75	1,25
Dollar canadien (\$ US/\$ CA)	1,04 \$	1,02 \$	1,00 \$	0,98 \$	0,97 \$
Dollar canadien (\$ CA/\$ US)	0,96 \$	0,98 \$	1,00 \$	1,02 \$	1,03 \$

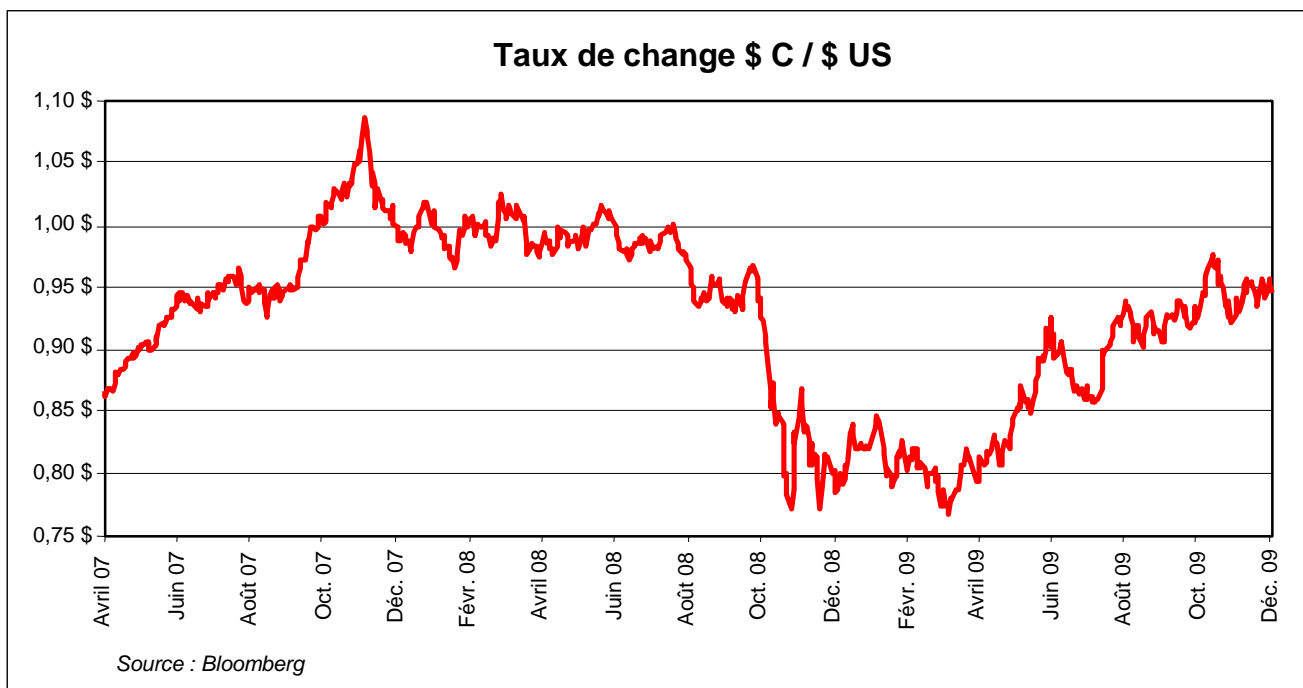
Source : Études économiques Scotia

Quelle sera l'orientation du dollar canadien en 2010?

Haussière. Certains facteurs qui ont contribué à la force du dollar canadien en 2009 devraient continuer à produire leurs effets en 2010.

1. **Faiblesse du dollar US :** Nous rappelons aux investisseurs que les mouvements de devises dépendent des points de vue relatifs des deux pays concernés. Les investisseurs se sont éloignés du dollar US parce qu'ils n'aiment pas ce qu'ils observent du point de vue économique et budgétaire. Ce mouvement a été favorable au dollar canadien, non pas parce que l'économie canadienne est beaucoup plus forte, mais parce que l'économie américaine a donné relativement plus de signes de faiblesse.
2. **Produits de base :** Le facteur qui justifie pour nous la prévision d'un dollar canadien fort est le secteur des produits de base, le Canada étant considéré comme une économie fondée sur les matières premières. Mais la hausse des prix des produits de base est en partie attribuable à la faiblesse du billet vert. Une croissance soutenue de la demande mondiale en produits de base se traduirait par un regain de vigueur de l'économie canadienne, étant donné que la hausse des prix des produits de base serait attribuable aux paramètres fondamentaux, plutôt qu'aux taux de change.
3. **Meilleures perspectives budgétaires :** Comme nous l'avons déjà mentionné au début de ce rapport, si nous accumulons actuellement le plus important déficit de l'histoire du Canada, les niveaux d'endettement du Canada sont encore gérables par rapport à ce que nous observons aux États-Unis. Tant que le Canada restera maître de sa comptabilité, il pourra continuer d'assurer la stabilité de son dollar, ou même le renforcer.

Étant donné que les États-Unis ont encore un long chemin à parcourir pour remettre de l'ordre dans leur politique budgétaire et que les Américains ont encore du pain sur la planche avant d'assainir leurs bilans personnels, nous prévoyons que les trois thèmes abordés ci-dessus resteront pertinents en 2010.



Perspectives du marché boursier canadien

Afin de déterminer quelle orientation prendra l'indice S&P/TSX en 2010, il nous faut d'abord comprendre sa composition. Vous trouverez ci-dessous les pondérations des secteurs de l'économie au sein de l'indice S&P/TSX, au 30 novembre 2009. La contribution de chaque secteur aux rendements de 2009 durant les 11 premiers mois de l'année est également indiquée.

Composition sectorielle de l'indice S&P/TSX

	Pondération dans l'indice	Apport en points à l'indice S&P/TSX Du 1 ^{er} janv. au 30 nov.	
Indice S&P/TSX		2 459,50	
Finance	30,5 %	887,19	36,1 %
Énergie	27,1 %	658,74	26,8 %
Matériaux	20,3 %	726,29	29,5 %
Industrie	5,5 %	72,88	3,0 %
Télécommunications	4,4 %	-45,10	-1,8 %
Consommation discrétionnaire	4,3 %	65,59	2,7 %
Technologie	3,2 %	66,91	2,7 %
Biens de consommation de base	2,7 %	9,22	0,4 %
Services aux collectivités	1,5 %	-0,49	0,0 %
Santé	0,5 %	18,27	0,7 %

Source : Scotia Capitaux, Bloomberg

Étant donné la remontée des secteurs de la finance, de l'énergie et des matériaux, il n'est pas étonnant que l'indice S&P/TSX leur accorde une part importante. C'est pourquoi la plupart de nos commentaires prospectifs se concentreront sur ces secteurs; nous aborderons brièvement l'évolution prévue des autres secteurs pour 2010.

Finance

Banques

Après la publication en décembre de leurs rapports sur leurs bénéfices de l'exercice, les banques canadiennes ont confirmé que leur situation financière était meilleure que celle de banques étrangères comparables, que leurs politiques de dividendes n'étaient pas menacées, que leur gestion du risque était plus appropriée et qu'elles étaient rentables, malgré un contexte économique et financier difficile. Les banques canadiennes continuent de produire de bons résultats et leur solidité financière s'est encore améliorée. Il serait facile de conclure que le niveau de capitaux des banques canadiennes est trop élevé et que les actionnaires ne retirent pas un rendement suffisant sur le capital supplémentaire consenti depuis les douze derniers mois. C'est pourquoi nous pensons que les banques pourraient procéder à des acquisitions au cours de la prochaine année ou retourner des fonds aux actionnaires sous la forme de rachats d'actions, voire d'augmentations du dividende. Vous avez bien lu : nous croyons qu'une augmentation des dividendes est possible. En février dernier, les investisseurs craignaient

de possibles réductions de dividendes, mais nous ne pouvons écarter la possibilité d'un retour aux augmentations de dividendes au cours de la prochaine année si les banques ne trouvent pas un moyen plus efficace d'utiliser leur capital. Alors que le monde entier tente de sortir d'une récession et que les préoccupations concernant le crédit persistent, la conjoncture dans laquelle évoluent les banques est toujours difficile, mais leurs flux de revenus diversifiés leur ont procuré de la stabilité et devraient continuer de le faire dans un avenir prévisible. Par ailleurs, il est également possible que les provisions pour pertes sur prêts durant le présent cycle pourraient avoir déjà atteint leur sommet. Si tel est le cas, cela sera avantageux pour les banques canadiennes parce que l'effet de levier des bénéfices augmentera. Il est possible que les cours des titres bancaires canadiens fluctuent au cours des prochains trimestres, car ils sont déjà établis en fonction d'attentes élevées, mais nous sommes optimistes à l'égard des banques canadiennes et nous recommandons aux investisseurs de conserver leurs placements bancaires tant que la pondération du secteur dans leur portefeuille restera adéquate. Même s'il ne faut pas s'attendre à une réédition des cours boursiers de 2009 en 2010, car le marché a déjà récompensé les banques canadiennes pour leurs excellents résultats d'exploitation, elles restent bien placées pour enregistrer une hausse de leurs bénéfices. Si c'est le cas et que les ratios de valorisation restent stables, les banques canadiennes devraient enregistrer une appréciation du capital au cours de la prochaine année.

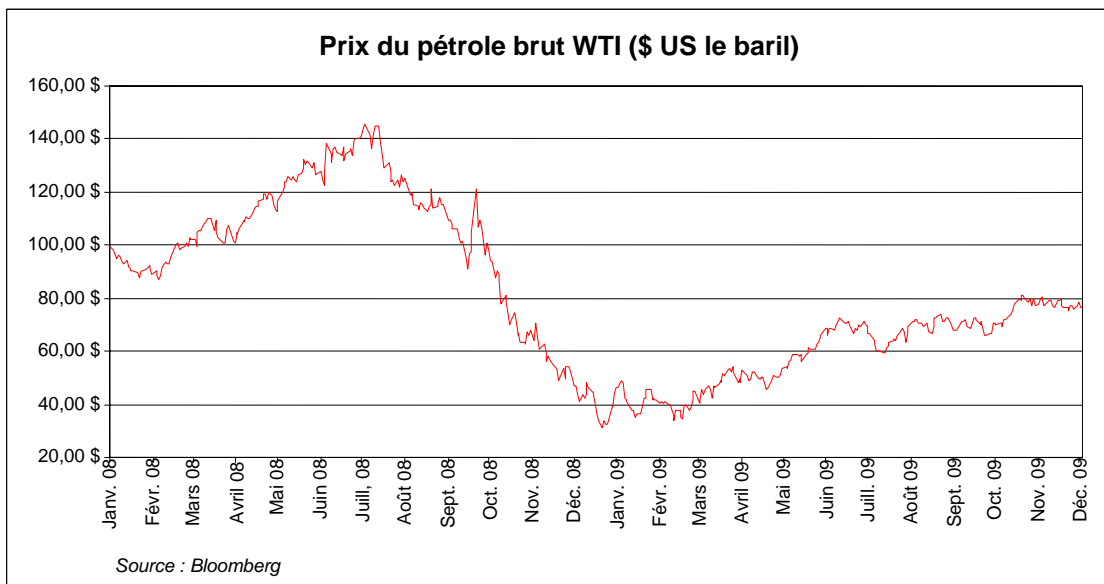
Compagnies d'assurance-vie

À l'autre extrémité du spectre des titres financiers, on trouve les compagnies d'assurance-vie comme la Financière Manuvie, la Financière Sun Life et Great-West Lifeco. Ces sociétés n'ont pas été aussi bien traitées que les banques canadiennes au cours de la dernière année, la baisse des marchés boursiers et le resserrement des conditions de crédit ayant causé de nombreuses dépréciations d'actif. Qui plus est, les investisseurs n'ont pas apprécié la réduction-surprise du dividende de Manuvie, ni ses émissions d'actions massives. Après cette année éprouvante, la question est de savoir si ces sociétés représentent un mauvais investissement. Il y a quelques mois, nous aurions dit non. Or, à ce moment-là, les investisseurs s'attachaient tant à la compensation des pertes liées au crédit ou alors aux gains enregistrés par les marchés boursiers qu'ils avaient peut-être perdu de vue que le secteur des assurances se porte assez bien malgré la conjoncture difficile. Toutefois, la plus récente émission d'actions de Manuvie, d'un montant de 2,5 milliards \$, nous a causé des inquiétudes, car nous ne pouvons être certains qu'il n'y a pas de problèmes structurels à l'origine des problèmes financiers de ces sociétés. Il est vrai que nos craintes portent davantage sur Manuvie, car les bénéfices et le cours de l'action de Great-West Lifeco se sont bien comportés, comparativement à ceux des sociétés comparables. Mais s'il y a des inquiétudes à l'égard de Manuvie, nous pouvons nous attendre à ce que toutes les compagnies d'assurance-vie soient confrontées à ce type de problème, à des degrés divers. Les perspectives de Manuvie et de Sun Life sont bien meilleures à plus long terme, à condition que les marchés boursiers et les marchés des titres à revenu fixe continuent de se redresser et que ces sociétés exécutent efficacement leurs plans d'expansion sur d'autres marchés. Une telle croissance, avec les changements qu'elle comporte, prendra du temps à se réaliser, mais il semble que tout soit mis en œuvre pour y parvenir, ces sociétés cherchant à se diversifier hors du marché nord-américain, plus établi. À la question « Les compagnies d'assurance-vie représentent-elles un mauvais investissement? », nous estimons toujours que la réponse est non, mais nous admettons volontiers que nous préférons détenir des titres de banques canadiennes à ce stade, car celles-ci offrent une plus grande transparence et de meilleurs antécédents de bénéfices, selon nous. Actuellement, nous avons une préférence pour Great-West Lifeco, parmi les trois grandes compagnies d'assurance-vie.

Énergie

Pétrole brut

Tout au long de 2009, nous avons exprimé certaines réserves concernant la vitesse à laquelle le cours du pétrole a progressé par rapport aux données fondamentales. Si les prix n'ont pas beaucoup reculé, ils ne se sont pas vraiment appréciés non plus durant la seconde moitié de l'année, et ce, malgré la faiblesse du dollar américain. Peut-être est-ce dû au fait que ces prix étaient trop élevés; toujours est-il que les investisseurs hésitaient à vendre au cas où la tendance à la hausse se poursuivrait. Ce que l'on sait, c'est que les spéculateurs sont retournés sur les marchés et que les placements financiers sont peut-être en train de dépasser les achats de biens matériels. Nous estimons toujours que les niveaux de stocks sont trop élevés et que la demande n'est pas assez forte pour justifier les prix actuels. Cependant, nous insistons sur le fait que les marchés fonctionnent selon un principe d'anticipation, ce qui pourrait signifier qu'on peut s'attendre à ce que les six prochains mois soient favorables sur le front de l'économie. À court terme, à moins d'importantes perturbations imprévues de l'approvisionnement, l'incertitude économique et le niveau élevé des stocks limiteront vraisemblablement la hausse du prix du pétrole. Toutefois, nous sommes d'avis que si le prix du pétrole recule ou se stabilise autour des niveaux actuels jusqu'à ce que les signes d'une reprise économique s'améliorent, un tel scénario présenterait une excellente occasion d'achat à long terme. Cela permettrait aux investisseurs de profiter du fait que le printemps est généralement une période plus favorable aux titres énergétiques et, aussi, de profiter des facteurs fondamentaux haussiers de l'offre à long terme qui soutiennent fortement le prix des produits de base sous-jacents. Nous sommes convaincus que plusieurs éléments pointent vers une hausse du prix du brut à long terme, dont ceux-ci : la baisse des activités d'exploration de ces dernières années (due à des contraintes de budget), la dépendance croissante par rapport aux ressources non conventionnelles – généralement plus coûteuses à produire – et le redressement de l'économie mondiale.



Gaz naturel

Les perspectives à court terme sont encore plus mauvaises pour le gaz naturel que pour le pétrole, car les stocks continuent d'augmenter. La croissance de l'offre restera un thème dominant pour ce produit de base. En plus des hauts niveaux de stocks, l'offre de gaz naturel liquéfié (GNL) et l'arrivée du gaz de schiste nuiront considérablement au prix du gaz naturel. Ils finiront cependant par revenir à leur coût marginal de production, ce qui contribuera à leur normalisation à long terme. Cela peut donc représenter une occasion pour les investisseurs qui ont un horizon à long terme, mais nous estimons que les prix du pétrole brut offrent maintenant des occasions à long terme plus intéressantes. Voilà pourquoi nous recommandons aux investisseurs qui recherchent des titres énergétiques d'acheter des titres de sociétés actives du côté du pétrole brut, davantage que du côté de l'extraction de gaz naturel.

Matériaux

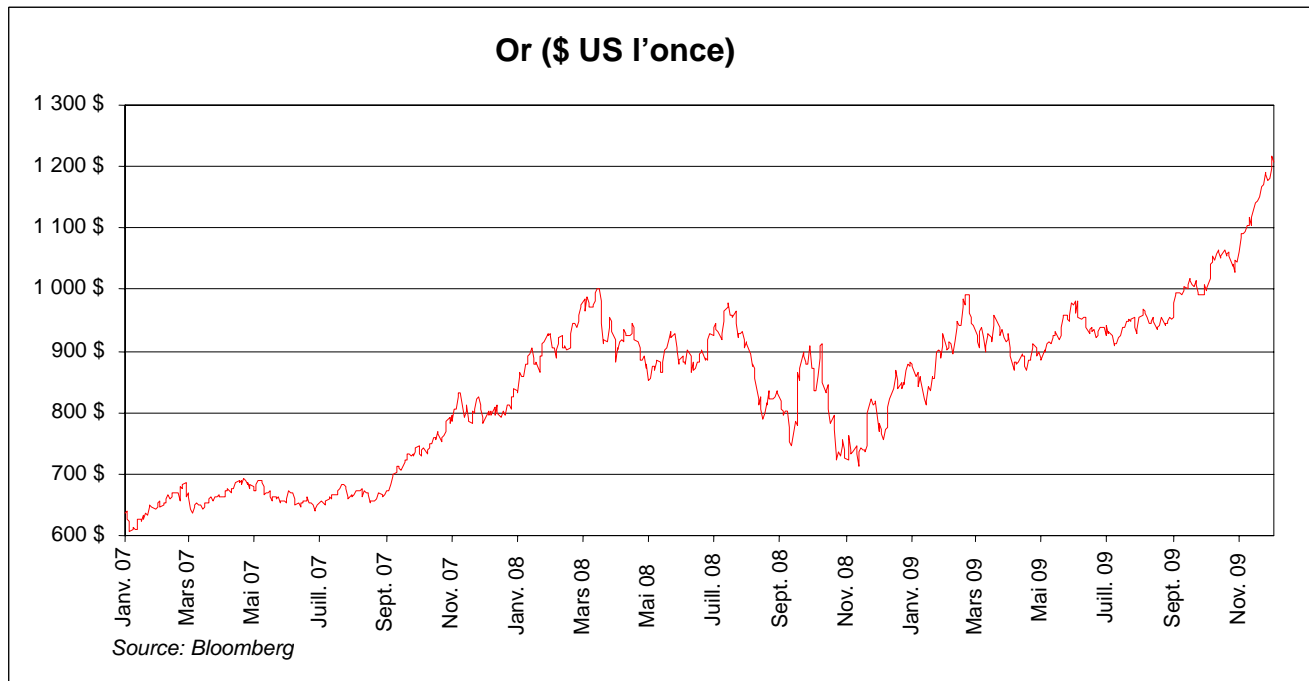
Métaux de base

Les métaux de base se sont comportés de manière semblable à celle des titres énergétiques, étant pareillement sensibles à la reprise de l'économie mondiale. De ce fait, la majorité de nos observations relatives au pétrole s'applique également aux métaux de base. Même si les prix des métaux de base ont augmenté au cours de la dernière année en raison de la hausse de la demande, de la faiblesse du dollar américain et de la formation de primes spéculatives, nous ne sommes pas convaincus que les facteurs fondamentaux relatifs à l'offre et à la demande sont suffisamment solides pour justifier de tels gains à court terme, tant que nous ne verrons pas une augmentation des dépenses de consommation aux États-Unis, ce qui ne s'est pas encore produit. Il est intéressant de souligner que les prix de l'aluminium, du cuivre et du zinc ont grimpé au cours de la seconde moitié de 2009, tout comme le niveau de leurs stocks à la Bourse des métaux de Londres. Soit les niveaux de stocks continueront de monter, et les prix devront alors baisser; soit la consommation augmentera, faisant alors baisser le niveau des stocks, ce qui justifiera les prix actuels. Comme nous restons prudents à court terme, nous reconnaissons également qu'il est possible que le secteur connaisse une plus grande vigueur au cours des six prochains mois si la reprise économique est plus forte et plus rapide que prévu. Les économies émergentes commencent à montrer des signes de revitalisation. Elles seront les premières à connaître une reprise de la demande pour les matières premières, mais l'Occident finira par suivre. À plus long terme, les difficultés mentionnées en ce qui concerne l'offre de pétrole pourraient aussi toucher de façon importante les métaux de base. Ainsi, ce qui nous préoccupe à court terme servira les investisseurs à long terme, si la reprise économique s'accélère.

Métaux précieux

Nous misons sur l'or depuis le début de 2007 et, dans nos perspectives pour 2009, nous avons souligné le fait qu'il représentait une occasion de placement, car nous prévoyions un affaiblissement du dollar américain. Nous estimons que le sommet inégalé que vient d'atteindre le prix de l'or nous a donné raison. C'est la faiblesse du dollar américain qui expliquait que nous favorisions l'or pour 2009 et en cela notre position n'a pas changé pour 2010. De plus, nous avons noté qu'une hausse de la demande de placements a placé une pression à la hausse sur le prix de l'or et cela ne devrait pas changer tant que le dollar américain ne se redressera pas. Le dollar américain finira par remonter plus durablement, mais nous ne pensons pas que le moment est venu. Nous ne faisons pas partie des inconditionnels qui pensent que le prix va grimper jusqu'à 4 000 \$ US l'once, mais nous croyons qu'il peut s'établir aux alentours de 1 100 \$ US en moyenne, en 2010. Il est vrai que le prix de l'or pourrait facilement redescendre sous ce niveau au cours des premiers mois de l'année, en raison de la

saisonnalité ou d'une poussée à court terme du dollar américain si l'économie s'améliore plus que prévu. Toutefois, l'ère de l'or à 1 000 \$ US et plus n'est pas encore révolue! Nos prévisions pour l'or s'appliquent également à l'argent, car la faiblesse du dollar américain est un facteur déterminant pour ce métal précieux. Par conséquent, le prix de l'argent devrait également bénéficier d'un soutien en 2010.



Engrais

Les investisseurs qui optent pour des titres de producteurs d'engrais doivent comprendre que de nombreux facteurs à court terme peuvent avoir une incidence sur le prix des céréales et, par conséquent, sur le cours des engrais. Mentionnons tout particulièrement les conditions météorologiques. Il est donc judicieux de n'investir dans ces titres que dans un horizon à long terme. Nos prévisions à l'égard de ce segment du marché n'ont pas beaucoup changé au cours des douze derniers mois et nous continuons de penser que les facteurs fondamentaux de l'offre et de la demande mondiales d'aliments à long terme favorisent ces titres, même si on doit s'attendre à une bonne dose de perturbations. Comme pour les actions liées aux autres produits de base dont nous avons discuté jusqu'ici, le rendement à court terme des actions de ce segment demeure incertain; toutefois, à moins d'une récession mondiale à double creux, nous croyons que les prix de ces actions devraient être plus élevés dans un an.

Technologies

Même si la plupart des investisseurs choisissent leurs titres technologiques chez nos voisins du Sud, car le marché canadien offre très peu de sociétés à grande capitalisation dans ce secteur, nous continuons de recommander l'action du géant canadien Research in Motion (RIM) pour les investisseurs à long terme. La société a récemment annoncé un bénéfice inférieur aux attentes, car les prix de vente de ses appareils ont baissé, mais nous croyons qu'il ne s'agit que d'un problème de nature cyclique, car aucun nouvel appareil n'a été lancé durant le trimestre. Cette donnée mise à part, nous avons constaté un bon bénéfice et une solide croissance du

nombre d'abonnés. La concurrence restera féroce sur le marché des téléphones portables et des téléphones intelligents, mais RIM nous semble être en bonne position à long terme, d'un point de vue stratégique et financier.

Consommation discrétionnaire

Ce secteur regroupe principalement des titres du commerce de détail et de biens de consommation, à l'exception des magasins d'alimentation et des pharmacies. Il est donc logique de penser que si l'économie s'améliore, la consommation augmentera et le secteur de la consommation discrétionnaire en profitera. Et si nous reconnaissons que les cours boursiers tiennent déjà compte de ces attentes, nous restons tout de même préoccupés par la consommation aux États-Unis. Toutefois, nous reconnaissons également que les consommateurs canadiens n'ont pas été touchés aussi durement que les consommateurs américains, le Canada n'ayant pas connu une crise de l'immobilier comme celle des États-Unis, qui a réduit de milliards de dollars l'avoir net des consommateurs. De ce fait, et comme l'économie canadienne est sortie de la récession au troisième trimestre de 2009, nous ne déconseillons plus ce secteur aux investisseurs. Même si la reprise pourrait être lente, nous pensons que l'économie canadienne aura assez d'élan au cours des 12 prochains mois pour inciter les consommateurs à dépenser davantage et faire grimper les gains du secteur de la consommation discrétionnaire.

Industrie

Si nous avons repris confiance dans le secteur de la consommation discrétionnaire, nous avons également repris confiance dans la plupart des titres de l'industrie. De fait, comme la plus grande partie de la reprise de l'économie mondiale s'est produite dans les pays en développement, il n'est que logique de croire davantage dans les perspectives du secteur canadien de l'industrie que dans celui de la consommation discrétionnaire. Si les biens sont produits outre-mer et que la demande pour les ressources augmente, les secteurs des services d'ingénierie, des chemins de fer et de l'équipement industriel verront vraisemblablement une croissance de leurs activités qui devrait se traduire par la hausse de la rentabilité. Nous conseillerions sans conteste aux investisseurs qui détiennent des titres dans ces secteurs de conserver leurs placements, voire de les accroître au cours de la prochaine année s'ils sont sous-pondérés dans leur portefeuille. Si l'économie canadienne est remise sur les rails, le moment pourrait même être bien choisi pour s'intéresser de nouveau aux titres des compagnies aériennes et des fabricants de pièces automobiles. Nous reconnaissons toutefois que ces titres comportent plus de risques en raison de la baisse de la demande intérieure et de l'appréciation du dollar canadien.

Secteurs défensifs

À titre de rappel, les actions défensives sont celles qui inscrivent un bon rendement lorsque l'économie est en difficulté. Par exemple, citons les biens de consommation de base (pharmacies et magasins d'alimentation), les services aux collectivités, les pipelines et les télécommunications. Tout le monde utilise les services et produits fournis par ces secteurs, même en période de récession. Comme nous l'avons déjà dit, il faut s'attendre à une reprise plus graduelle des économies canadienne et mondiale. Voilà pourquoi nous continuons de recommander aux investisseurs de conserver leurs placements défensifs au sein d'un portefeuille bien équilibré et diversifié, car les difficultés économiques et financières que nous connaissons ne disparaîtront pas dans un avenir immédiat. De plus, de nombreuses sociétés des secteurs défensifs au Canada sont également dotées d'un solide bilan, d'une équipe de direction compétente et elles offrent un rendement relatif en dividende élevé et durable.

Toutefois, nous devons informer les investisseurs que depuis que l'économie mondiale a commencé à montrer des signes d'amélioration plus nombreux, nous avons assisté à une rotation sectorielle, car les investisseurs qui avaient acheté des titres défensifs en 2008 ont commencé à les vendre pour acheter des titres cycliques, plus sensibles à l'économie, afin de positionner leur portefeuille dans l'optique d'une reprise économique. Cela peut créer un affaiblissement temporaire des titres défensifs, mais ce n'est pas parce que le cours de leur action risque de baisser que ces sociétés constituent de mauvais placements et dans la plupart des cas, les investisseurs axés sur la valeur achèteront ces titres si leurs cours descendent trop bas. Par conséquent, même si nous recommandons aux investisseurs de conserver leurs placements dans ces secteurs, nous leurs conseillons d'éviter de les surpondérer, car la rotation sectorielle aura une incidence continue sur le marché au cours des 6 à 12 prochains mois. Il est également important de savoir que même si les investisseurs se ruent sur les secteurs cycliques de l'économie, il est également peu prudent d'éliminer complètement les titres défensifs de votre portefeuille, surtout si vous recherchez un revenu de dividendes. Un portefeuille diversifié contient toujours à la fois des titres défensifs et des titres cycliques. C'est la pondération de ces titres qui changera, selon la phase du cycle dans laquelle on se trouve, afin de tenir compte des perspectives économiques.

Biens de consommation de base

Au Canada, le secteur des biens de consommation de base est composé de seulement deux types de sociétés, soit les pharmacies et les magasins d'alimentation. Pour 2010, nous privilégions toujours les pharmacies par rapport aux magasins d'alimentation, car nous pensons que les données fondamentales du secteur restent plus favorables pour ce segment – et pour la position concurrentielle de Shoppers Drug Mart en particulier. La chaîne Shoppers Drug Mart (Pharmaprix, au Québec) est la seule chaîne pancanadienne de pharmacies à être cotée en bourse. Elle affiche une croissance régulière de ses bénéfices et de ses flux de trésorerie depuis plusieurs années, ce qui devrait lui permettre d'inscrire des rendements supérieurs en 2010.

Services aux collectivités et pipelines

Dans ce secteur, les actifs sont généralement réglementés et les entreprises enregistrent des revenus réguliers et une croissance des dividendes depuis plusieurs décennies. Cette régularité est très appréciée des investisseurs, que l'économie soit en période d'expansion ou de contraction. Même si la rotation sectorielle devrait inciter certains investisseurs à se détourner de ce secteur si les indicateurs économiques s'améliorent, les services aux collectivités pourraient bien être le premier secteur qui aura la faveur des investisseurs si la croissance économique s'essouffle ou si le taux d'accélération est inférieur aux attentes des marchés. Quel que soit l'environnement économique, nous sommes toujours convaincus qu'un portefeuille bien diversifié doit comprendre des titres liés aux services publics et aux pipelines.

Télécommunications

Pour être tout à fait honnêtes, nous estimons que le secteur des télécommunications a été maltraité en 2009, non seulement en raison de la rotation sectorielle, mais également du fait d'une réaction excessive aux menaces pour la concurrence. Ce n'est un secret pour personne, les nouveaux opérateurs essaient de se faire une place dans le secteur pour concurrencer les joueurs déjà en place, soit Rogers Communications, TELUS et BCE Inc. Toutefois, en décembre 2009, ces sociétés n'exercent pas encore officiellement leurs activités ou n'ont pas encore obtenu l'approbation formelle du CRTC. Plus ce processus se prolonge, mieux c'est pour les gros joueurs bien établis. Nous avons également des doutes sur la part de marché que ces nouveaux opérateurs réussiront à se tailler dans le secteur des télécommunications sans fil. Il est certain qu'ils se bâtiront une clientèle, mais il ne faut pas sous-estimer la position concurrentielle des joueurs déjà en place en ce qui a trait

au regroupement de services et aux prix. Il ne faut pas non plus oublier que Rogers, TELUS et BCE sont des machines génératrices de flux de trésorerie, ce qui leur permet d'offrir aux investisseurs une stabilité et une croissance des dividendes. Comme nous l'avons mentionné précédemment, les actions défensives sont généralement survendues lorsque les investisseurs se tournent vers les actions cycliques, créant ainsi des occasions pour les investisseurs axés sur la valeur. Nous pensons que c'est ce qui s'est passé vers la fin de 2009 et que le marché recommence à s'intéresser à ce secteur. Même si nous reconnaissons que les secteurs cycliques pourraient inscrire des rendements supérieurs à ceux du secteur des télécommunications en 2010, nous maintenons que ce secteur devrait produire des rendements positifs dans l'avenir.

Titres intéressants

L'année dernière, compte tenu des conditions de marchés, nous avons fourni aux investisseurs deux listes des titres à surveiller. La première présentait les titres à envisager si les difficultés économiques persistaient et la seconde, les titres à envisager pour positionner les portefeuilles dans l'optique d'une reprise économique. Le pire de la crise économique étant probablement terminé en 2009, nous vous fournissons deux listes différentes cette année :

Titres qui, selon nous, devraient produire des rendements réguliers dans un portefeuille équilibré

Société aurifère Barrick

Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada

Enbridge

Great-West Lifeco

Research in Motion

Rogers Communications

Banque Royale

Shoppers Drug Mart

Suncor

Thomson Reuters

Titres qui devraient fournir un rendement supplémentaire si les données fondamentales s'améliorent

Banque de Montréal
Brookfield Asset Management
Canadian Natural Resources
Crescent Point Energy
Finning International
IAMGOLD
Potash Corporation
Silver Wheaton
SNC Lavalin
Thompson Creek Metals

Ces listes ne sont pas exhaustives, mais elles visent à mettre en avant des sociétés de qualité, dotées d'un solide bilan, d'une bonne équipe de direction et dont les antécédents de rendements sont satisfaisants. Nous ne prétendons pas que ces sociétés seront les plus performantes de l'année, mais nous sommes convaincus qu'elles peuvent être intéressantes, suivant l'objectif que vous poursuivez, et nous vous recommandons de communiquer avec votre conseiller en gestion de patrimoine de ScotiaMcLeod pour en savoir plus. Nos commentaires sur les secteurs présentés plus haut devraient vous aider à comprendre pourquoi ces sociétés nous semblent dignes d'intérêt.

Conclusion générale

On ne peut nier que l'indice S&P/TSX a inscrit une remontée remarquable. Nul besoin de préciser que les résultats ont dépassé nos attentes, vraisemblablement en raison de la faiblesse du dollar américain et de l'amélioration du marché du crédit – qui ont été plus prononcées que prévu – ainsi qu'en raison des pays émergents qui ont littéralement refusé de prendre part à la récession mondiale. Nous ne prévoyons pas le même niveau d'appréciation pour l'indice S&P/TSX en 2010, mais nous sommes optimistes à l'égard du marché boursier canadien à long terme et nous croyons que le pays sera très intéressant pour les investisseurs quand l'économie mondiale décollera, cette année et par la suite.

Renseignements comparatifs sur les banques canadiennes

Banque	Symbole	Recommandation de Scotia Capitaux	Risque	Cible 1 an
Banque de Montréal	BMO	1-Rend. supérieur au secteur	Faible	65,00 \$
Banque de Nouvelle-Écosse	BNS	2-Rend. du secteur	Faible	55,00 \$
Banque CIBC	CM	3-Rend. inférieur au secteur	Faible	75,00 \$
Banque Nationale	NA	2-Rend. du secteur	Faible	75,00 \$
Banque Royale	RY	1-Rend. supérieur au secteur	Faible	75,00 \$
Banque TD	TD	2-Rend. du secteur	Faible	80,00 \$

Les auteurs du présent document possèdent des titres des émetteurs suivants : **Banque de Nouvelle-Écosse, Potash Corporation of Saskatchewan, Inc., Research In Motion Limited et Rogers Communications Inc.**

Les dirigeants du Groupe conseil en portefeuilles possèdent des titres des émetteurs suivants : **Banque de Nouvelle-Écosse, BCE Inc., Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada, Société Financière Manuvie et TELUS Corporation.**

Scotia Capitaux fait l'objet de restrictions à l'égard de l'émetteur suivant aux États-Unis : **Banque de Nouvelle-Écosse.**

L'analyste en recherche fondamentale ou l'associé possède, dans son compte ou un compte lié, des titres des émetteurs suivants qu'il surveille : **Banque Canadienne Impériale de Commerce, Banque de Montréal, Banque de Nouvelle-Écosse, Banque Royale du Canada, Banque Toronto-Dominion, Financière Sun Life inc. et Société Financière Manuvie.**

Le chef de la recherche sur les marchés des actions ou l'analyste responsable possède, dans son compte ou un compte lié, des titres des émetteurs suivants : **Banque Canadienne Impériale de Commerce, Banque de Montréal, Banque de Nouvelle-Écosse, Banque Royale du Canada, Banque Toronto-Dominion, BCE Inc., Canadian Natural Resources Limited, Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada, Crescent Point Energy Corp., Enbridge Inc., Financière Sun Life inc., Finning International Inc., Great-West Lifeco Inc., Research In Motion Limited, Rogers Communications Inc., Shoppers Drug Mart Corporation, Société d'énergie Talisman Inc., Société Financière Manuvie, Suncor Énergie Inc., TELUS Corporation et Thomson Reuters Corporation.**

Le stratège en placement ou l'associé possède, dans son compte ou un compte lié, des titres des émetteurs suivants : **Banque Nationale, Banque Toronto-Dominion et Financière Sun Life inc.**

Les émetteurs suivants ont payé une partie des frais de déplacement occasionnés par la visite de l'analyste en recherche fondamentale ou de l'associé à leurs installations d'exploitation : **Finning International Inc., IAMGOLD Corporation, Silver Wheaton Corp et Société aurifère Barrick.**

Scotia Capitaux fait l'objet de restrictions à l'égard de l'émetteur suivant : **Banque de Nouvelle-Écosse.**

Scotia Capitaux Inc. et les sociétés de son groupe détiennent ensemble la propriété véritable de plus de 1 % d'une ou plusieurs catégories de titres de participation émis et en circulation des émetteurs suivants : **Banque Canadienne Impériale de Commerce, Banque de Montréal, Banque Nationale, Banque Royale du Canada, Banque Toronto-Dominion, BCE Inc., Enbridge Inc., Financière Sun Life inc., Finning International Inc., Great-West Lifeco Inc., Rogers Communications Inc., Société Financière Manuvie, TELUS Corporation et Thomson Reuters Corporation.**

La Banque de Nouvelle-Écosse (« la Banque ») est la société mère de Scotia Capitaux Inc. Le présent document contient des données comparatives sur plusieurs concurrents de la Banque. Ces données sont connues de SCI ou vérifiables par celle-ci et sont présentées sur le même pied d'égalité que les données concernant la Banque.

L'analyste en recherche fondamentale ou l'associé a visité les installations d'exploitation des émetteurs suivants : **BCE Inc., Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada, IAMGOLD Corporation, Potash Corporation of Saskatchewan, Inc., Research In Motion Limited, Rogers Communications Inc., Shoppers Drug Mart Corporation, Silver Wheaton Corp., Société aurifère Barrick, TELUS Corporation et Thomson Reuters Corporation.**

Au cours des 12 derniers mois, Scotia Capitaux Inc. ou les sociétés de son groupe ont agi à titre de preneur ferme ou donné des conseils contre rémunération à l'égard de titres de participation ou de créance pour les émetteurs suivants : **Banque Canadienne Impériale de Commerce, Banque de Montréal, Banque de Nouvelle-Écosse, Banque Nationale, Banque Royale du Canada, Banque Toronto-Dominion, Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada, Crescent Point Energy Corp., Enbridge Inc., Financière Sun Life inc., Great-West Lifeco Inc., IAMGOLD Corporation, Potash Corporation of Saskatchewan, Inc., Rogers Communications Inc., Shoppers Drug Mart Corporation, Silver Wheaton Corp., Société aurifère Barrick, Société d'énergie Talisman Inc., Société Financière Manuvie, TELUS Corporation et Thomson Reuters Corporation.**

Scotia Capitaux est membre du Fonds canadien de protection des épargnants. ScotiaMcLeod est une division de Scotia Capitaux Inc. (« SCI »). Le présent document a été préparé par SCI au nom du conseiller en placement. Les opinions, estimations et projections qu'il contient ont été établies par SCI à la date des présentes et sont sujettes à changement sans préavis. L'information et les opinions indiquées ici sont tirées de sources considérées comme fiables. Toutefois, aucune garantie, expresse ou implicite, ne peut être donnée quant à leur exactitude ou leur intégralité. Ni SCI ni les sociétés de son groupe ne peuvent être tenues responsables de pertes découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. Ce document ne constitue ni une offre de vente ni une sollicitation d'achat de titres ou de contrats à terme de marchandises, et ne devrait pas être considéré comme tel. SCI, les sociétés de son groupe ou leurs dirigeants, administrateurs ou employés respectifs peuvent à l'occasion acheter, détenir ou vendre des titres ou des marchandises ou des contrats à terme de marchandises mentionnés ici, en qualité de mandataire ou pour leur propre compte. SCI ou les sociétés de son groupe peuvent avoir agi à titre de conseiller financier ou de preneur ferme pour certaines des sociétés mentionnées ici et peuvent avoir reçu et recevoir une rémunération pour ces services.

Le contenu du présent document peut être basé, en tout ou en partie, sur des renseignements fournis par Credit Suisse First Boston Corporation (« CSFB »), son correspondant de recherche. CSFB a accordé à ScotiaMcLeod l'autorisation générale d'utiliser ses rapports de recherche comme source de documentation, mais n'a pas révisé ni autorisé le présent document, pas plus qu'il n'a été avisé de sa publication. CSFB peut à l'occasion détenir des positions acheteur ou vendeur et effectuer des opérations relativement aux titres dont il est fait mention dans ce document. En outre, CSFB peut à l'occasion fournir ou solliciter des services bancaires d'investissement ou d'autres services à toute entreprise mentionnée dans le présent document.

La présente analyse et l'information, les opinions et les conclusions qu'elle contient sont protégées par le droit d'auteur. Le présent document ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni mentionné de quelque façon que ce soit, et l'information, les opinions et les conclusions qu'il contient ne peuvent être mentionnées, dans chaque cas, sans le consentement exprès préalable de SCI. SCI est une filiale en propriété exclusive d'une banque à charte canadienne. SCI est membre de la Securities and Futures Authority Limited. Aux résidents des États-Unis : Scotia Capital (USA) Inc., filiale en propriété exclusive de SCI, endosse la responsabilité du contenu des présentes, sous réserve des clauses et restrictions ci-dessus. Tout résident des États-Unis qui désire obtenir de plus amples renseignements ou effectuer une opération sur les titres mentionnés ici est prié d'appeler Scotia Capital (USA) Inc. au 212-225-6500.