

JARISLOWSKY FRASER LIMITÉE

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

2^e TRIMESTRE 2010

Sommaire exécutif

Revue économique

- Plusieurs pays ont investi massivement dans des programmes à court terme afin d'éviter une récession ou une dépression potentielle
- Compte tenu de la réduction des dépenses gouvernementales, les perspectives économiques globales apparaissent plus faibles qu'escomptées

Perspectives d'investissement

- Au mieux, une reprise économique globale modeste est anticipée
- Les emprunts excessifs des gouvernements amèneront éventuellement les taux d'intérêt à des niveaux plus élevés et rendront les obligations moins attrayantes. Lorsqu'il faut détenir des obligations, les titres corporatifs de qualité, comportant des rendements élevés, sont privilégiés dans un environnement de faibles taux d'intérêt
- Nous préférons détenir des actions de compagnies dont les dividendes sont compétitifs avec les rendements des obligations, ce qui devrait générer de la croissance à moyen terme

Perspectives économiques

Dans les profondeurs de la récente récession, la plupart des pays, développés et en développement, ont emprunté et dépensé férocement afin d'éloigner la possibilité d'une récession plus sévère. Les dépenses ont surtout été concentrées sur des programmes fiscaux dont l'impact pouvait se faire sentir immédiatement, à l'encontre de programmes qui auraient pu procurer une croissance soutenable et durable à long terme. Maintenant que ces programmes sont complétés, la croissance économique faiblit de nouveau. Bien que ces conséquences aient été anticipées, la régression fut si rapide que des inquiétudes quant à une rechute en récession sont plus présentes.

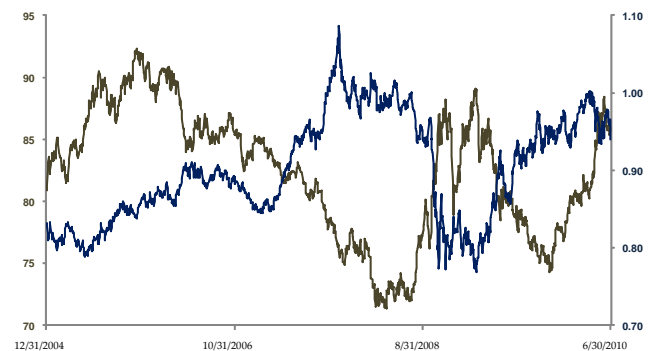
Parmi les nations développées, on comptait surtout sur les États-Unis pour procurer une des plus fortes reprises de la croissance du PNB avec un taux de 2,5% pour l'année 2010. Les ventes de nouvelles résidences ont chuté de 33% en avril, alors que les ventes de véhicules ont périclité tout autant, de 34%. De plus, le taux de chômage est resté irrémédiablement trop élevé au niveau de 9,7%. Il apparaît que tout cet ensemble de données nous laisse croire que la croissance sera plus lente dans la deuxième moitié de l'année et que les prévisions seront réduites pour l'année 2011. Il y avait peu de prévisions positives pour l'Europe en 2010 puisque les dépenses d'ordre fiscal étaient plus disciplinées. Cependant, des situations plus difficiles avec certains partenaires de l'Union, tels que la Grèce, ont entraîné des emprunts plus significatifs, soit 110 milliards d'euros pour la Grèce seulement, sans oublier les mesures d'austérité qui lui sont reliées. On doit en déduire que la croissance sera plus contrainte en Europe. Le Japon poursuit sa bataille sans fin contre la déflation, la croissance zéro et le gonflement des déficits gouvernementaux, sans espoir de budgets équilibrés dans l'avenir. La Chine était perçue comme un leader de la reprise économique, mais son économie ralentit également, puisque son gouvernement adopte des mesures pour limiter les emprunts et contrôler l'inflation.

Entretemps, le casse tête de l'endettement subsiste, dans une forme lascive toutefois. À l'orée de la récession, le niveau d'endettement des consommateurs était élevé, en raison surtout des emprunts hypothécaires. Les mesures de délestage de l'engagement hypothécaire signifient que ce qui faisait originellement partie du bilan des consommateurs a été transféré au bilan des gouvernements.

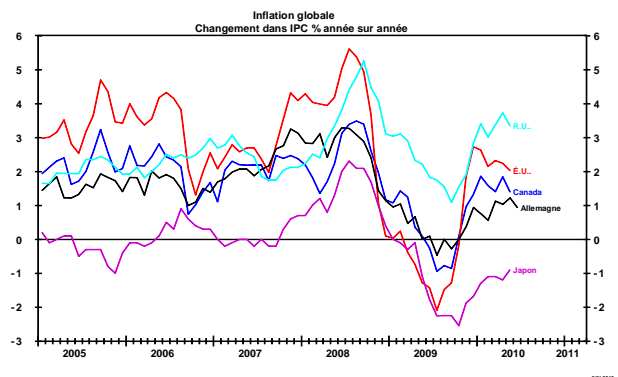
Les institutions financières mal gérées ont pu également bénéficier de ce transfert de leurs engagements vers les gouvernements. Les rencontres du G-20 ont conclu leurs entretiens avec une résolution visant à réduire les déficits et à stabiliser les niveaux d'endettement. Ce message a été largement soutenu par les dirigeants des pays qui ne faisaient pas face à des élections imminentes et qui, somme toute, étaient plus préparés à accepter une croissance économique plus anémique. Les États-Unis, par exemple, doivent faire face à des élections à mi-mandat cette année et étaient moins enthousiastes à l'idée de couper les dépenses trop tôt.

Les économies qui se sont endettées le plus rapidement, comme les États-Unis et la Grande-Bretagne, ont confronté plus tôt une dépréciation de la valeur de leur monnaie. Cependant, la fragilité de l'euro, devenue évidente par l'intermédiaire de ses partenaires plus faibles, n'a pu contrer cette tendance. La baisse des prix des matières premières a aussi exercé une pression sur le dollar canadien.

Dollar américain pondéré par les transactions / Dollar canadien v.s. dollar américain



Les nouvelles positives au cours des récents mois sont plutôt reliées au fait que l'inflation demeure sous contrôle dans tous les pays développés et que les taux d'intérêt sont demeurés peu élevés. Cette situation revêt un aspect important pour les gouvernements, puisque les coûts d'emprunt sont toujours relativement peu dispendieux et que les acheteurs sont nombreux.



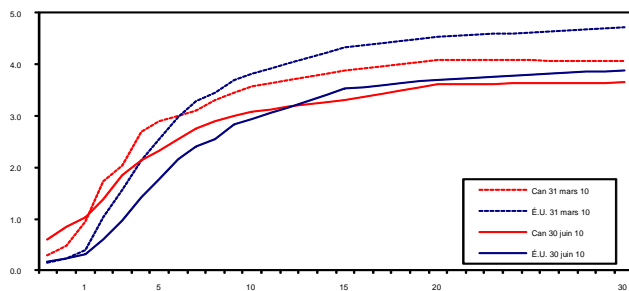
Nous continuons de prévoir une reprise économique modeste. Au Canada, un environnement plus favorable serait entrevu avec scepticisme. Une reprise économique globale anémique ne peut qu'avoir un effet négatif sur notre secteur des ressources et, éventuellement, le consommateur canadien endetté devra aussi se serrer la ceinture. La croissance du PNB en avril était neutre, alors que les ventes au détail reculaient de 2%. Ce retranchement abrupte n'est pas souligné par tous, mais si l'économie canadienne

est dépendante du commerce extérieur, elle n'est pas à l'abri des tendances globales.

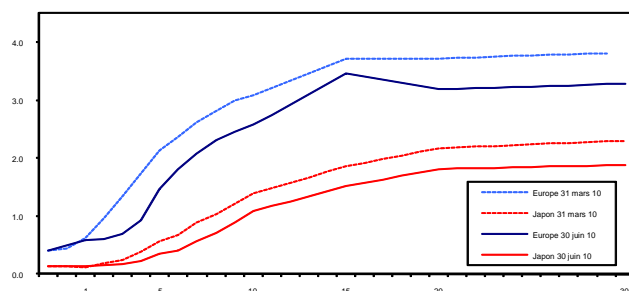
Les marchés obligataires

Les indices du ralentissement de la croissance économique ont provoqué la baisse des rendements obligataires dans la plupart des nations développées, en dépit de la hausse des taux d'intérêt de court terme au début du 2^e trimestre par quelques autorités monétaires, telles que la Banque du Canada.

Courbes de rendement au Canada et aux États-Unis (30 juin 2010 vs 31 mars 2010)



Courbes de rendement en Europe et au Japon (30 juin 2010 vs 31 mars 2010)



Les obligations corporatives n'ont pas aussi bien performé que leurs contreparties gouvernementales, alors que les écarts, soit la différence entre les rendements des obligations corporatives et ceux des obligations gouvernementales, se sont élargis de nouveau. Cette réaction est typique lorsque la perception indique que la croissance économique fléchit, mais surprend compte tenu du désir d'obtenir des titres à plus haut rendement.

Écarts indicatifs de crédits corporatifs de moyen terme au Canada (%)			
	31-Dec-08	31-Mar-10	30-Jun-10
Corporatif AAA/AA	4.10	0.76	1.10
Corporatif A	4.56	1.18	1.39
Corporatif BBB	4.71	1.46	1.72

Performance sectorielle du DEX- Rendements au 30 juin 2010(%)			
Secteur de l'indice DEX	T2	Année à date	1 an
Court terme	1.72	2.17	4.31
Moyen terme	3.30	5.01	8.39
Long terme	5.05	7.78	10.85
Univers	2.93	4.22	6.88
Univers gouvernemental	3.17	4.10	5.60
Univers corporatif	2.27	4.52	10.27

Les marchés boursiers

Les marchés boursiers ont commencé à se corriger durant le mois de mai et ont terminé le trimestre sur une note négative pour presque tous les marchés. Les plus grands reculs se sont produits en Europe, où la baisse de l'euro a exacerbé la situation des rendements, et sur les marchés émergents où les évaluations excessives étaient devenues insoutenables.

Rendements des marchés - Périodes se terminant le 30 juin 2010

(%)	T2	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
S&P/TSX	-5.5	12.0	5.5	3.3	8.5
S&P 500 (\$C)	-7.2	4.6	-3.6	-4.8	4.4
S&P 500 (\$US)	-11.4	14.4	-0.8	-1.6	6.2
DJIA (\$C)	-5.7	5.8	-3.8	-3.9	3.4
DJIA (\$US)	-10.0	15.7	-1.0	-0.7	5.2
MSCI EAEO (\$C)	-9.7	-2.7	-1.5	-2.7	0.0
MSCI EAEO (\$US)	-13.8	6.4	1.4	0.6	4.1
Shanghai (\$US) Chine	-21.4	-17.1	24.0	5.8	10.8
BSE Sensex (\$US) Inde	-1.6	27.9	19.8	15.6	9.1
EAEO marchés émergents (\$US)	-8.3	23.5	13.1	10.3	7.1
Univers oblig. DEX	2.9	6.9	4.9	6.6	7.3
Bons du Trésor 91 jours	0.1	0.3	2.8	3.0	3.6
\$C/\$US	-4.5	9.3	2.9	3.4	1.7

Convertis en dollars canadiens en utilisant le taux de 16 heures à Londres.

Stratégie d'investissement

Les rendements des dividendes excèdent maintenant les rendements des obligations dans certains secteurs du marché ce qui indique généralement que cet argument peut nous convaincre d'acheter des actions. Cependant, si la croissance économique devient négative et que les bénéfices des entreprises chutent, les dividendes pourraient être à risque et les prix des actions pourraient diminuer encore plus. Nous préférons détenir les entreprises dont les bénéfices sont plus stables, surtout dans les secteurs non cycliques, où la couverture du dividende est plus assurée et les bénéfices sont plus résilients à toute récession. L'appréciation du prix des actions surviendra lorsque la croissance économique semblera soutenable.

Les obligations ont procuré des rendements positifs contrairement aux actions jusqu'à maintenant en 2010. Les rendements des obligations gouvernementales ont atteint le niveau de 3,0% en Amérique du nord et en Europe et peuvent varier facilement si les investisseurs démontraient une réticence à accepter de nouvelles émissions. Jusqu'à un certain point, l'endettement gouvernemental sans limite conduira les taux d'intérêt vers un niveau plus élevé. De façon similaire, le maintien des taux de court terme faibles par les banques centrales et l'abondance de l'offre de monnaie amèneront plus d'inflation, ce qui résultera en des rendements obligataires plus élevés. Donc, même si les obligations semblent attrayants aujourd'hui, elles sont vulnérables car les rendements pourraient changer de cap rapidement vers la hausse.

Les portefeuilles demeurent axés vers les actions avec une concentration sur les entreprises de qualité qui paient des dividendes. Dans le secteur du revenu fixe, les obligations corporatives sont privilégiées puisque les écarts de rendement sont particulièrement attrayants dans l'environnement actuel des taux d'intérêt.

Ce document est préparé pour circulation générale aux clients de Jarislowsky, Fraser Limitée (JFL) dans l'unique but de fournir de l'information. L'intention n'est pas de fournir des conseils d'investissement, légaux, fiscaux ou de placements personnalisés. Toutes les opinions et estimés contenus dans ce rapport représentent le jugement de JFL au moment d'écrire ces lignes et sont fournis de bonne foi. Toutes les données, faits et opinions présentés dans ce document peuvent changer sans préavis. Ceci ne constitue pas une sollicitation d'affaires. Les rendements passés ne sont pas un gage des performances futures. Les rendements futurs ne sont pas garantis. L'utilisation du nom de Jarislowsky, Fraser Limitée ou de toute information contenue dans ce document ne peut être copiée ou redistribuée sans l'approbation écrite de JFL.