



George Stedman, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal

RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
1501 McGill College, Suite 2150
Montréal, QC, H3A 3M8
Tél: 514-840-7626
Fax: 514-840-7639
george.stedman@rbc.com
www.georgestedman.com

Deuxième Trimestre 2011

Les cours des actions ont baissé au deuxième trimestre (indice composite de rendement total S&P/TSX, -5,1 %, indice S&P 500 TR, -0,6 % en dollars canadiens et indice MSCI Monde, -1 %) et n'ont pas beaucoup changé au premier semestre de l'année. Vous trouverez ci-joint votre taux de rendement pour les 12 derniers mois et pour 2011 jusqu'à présent (ainsi que pour divers indices non gérés).

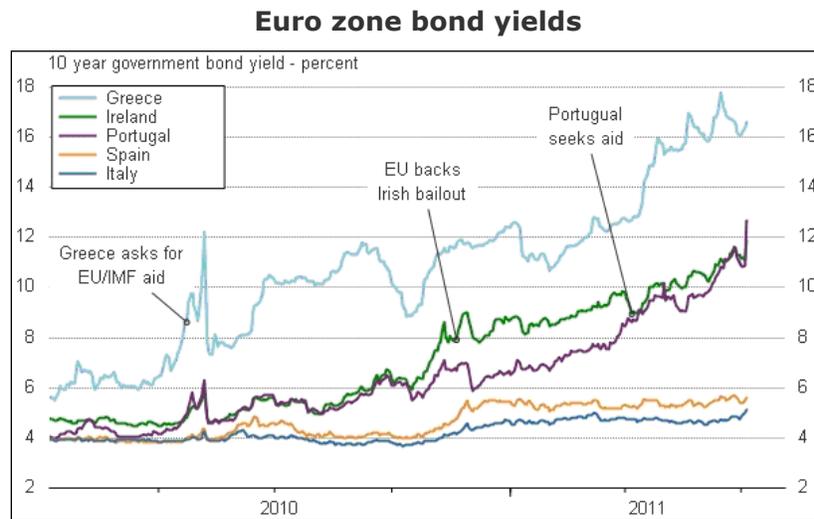
Une variété de facteurs dans le monde entier ont pesé sur les cours des actions, au-delà de la saisonnalité habituelle (« vendre en mai et partir, revenir après la fête du Travail »).

Le gouvernement chinois tente de ralentir le rythme d'expansion économique du pays pour atténuer l'inflation. Les Chinois ont augmenté les taux d'intérêt trois fois cette année et ont resserré les exigences de réserves bancaires à plusieurs reprises. Ils (le Politburo – 5 à 9 hommes en costume) tentent d'organiser un « atterrissage en douceur », par lequel l'inflation et la spéculation sont étouffées par des conditions monétaires plus strictes, mais sans provoquer de récession. Les faibles taux d'intérêt sur les dépôts bancaires par rapport au taux d'inflation ont poussé les investisseurs chinois à se tourner vers le secteur immobilier. Les craintes que les dirigeants chinois ne contrôlent pas totalement l'économie dirigée et que la bulle immobilière n'éclate dans ce pays ont des répercussions sur les producteurs canadiens de matières premières, notamment les actions du secteur de l'énergie (qui représentent un tiers du S&P/TSX canadien).

L'agence de notation Standard and Poor's (S&P) a récemment abaissé la note de crédit de la Grèce à CCC. C'est désormais le pays le moins bien noté au monde par S&P. Les autorités européennes ont exigé des mesures d'austérité de la part de la Grèce en échange d'une aide financière. Les manifestations et les émeutes en Grèce laissent penser que si le gouvernement coupe trop profondément dans les dépenses, le tissu social pourrait se défaire. Les autorités européennes semblent préférer repousser la faillite de la Grèce suffisamment longtemps pour donner aux plus grands PIIGS (Portugal, Irlande, Italie, Espagne. La Grèce ne compte que 11 millions d'habitants) le temps de mettre de l'ordre dans leurs budgets publics et de préparer toutes les (contre) parties à l'avalanche que déclenchera le défaut de paiement de la Grèce. Jusqu'à présent, parmi les emprunteurs institutionnels européens, seules les sociétés financières sont fortement touchées.

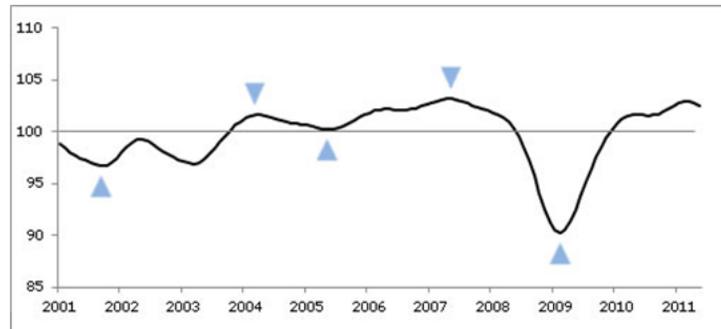
Du point de vue canadien, l'Europe semble mal constituée. C'est comme si les provinces riches du Canada soutenaient nos provinces pauvres sans contrôler un parlement national efficace. Une situation qui ne semble pas tenable. Aujourd'hui, la probabilité de défaut dans les 5 prochaines années suggérée par les marchés du crédit est de 85 % pour la Grèce, de 23 % pour l'Espagne. Les sauvetages répétés semblent avoir eu peu

d'impact sur les rendements obligataires de la périphérie européenne par rapport à ceux de l'Europe « centrale ». Le graphique ci-dessous illustre la hausse des rendements des obligations d'État européennes à 10 ans :



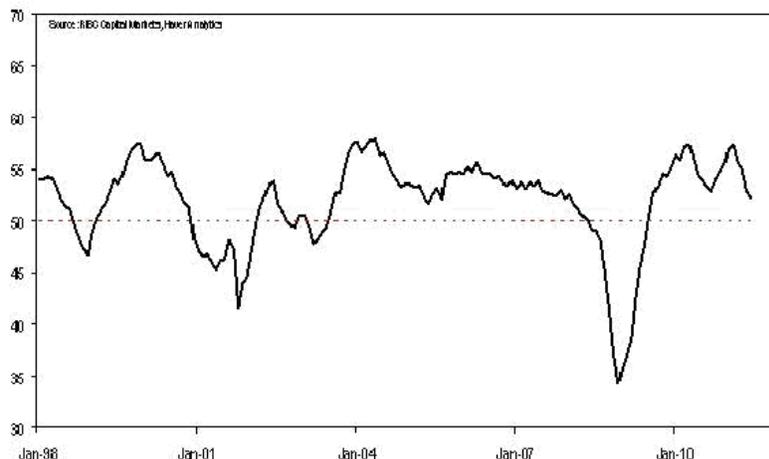
Les chiffres économiques décevants en provenance des États-Unis et du reste du monde (notamment au Japon) ont également pesé sur les cours boursiers. L'indice S&P 500 tire environ 35 % de son chiffre d'affaires de l'étranger. Les indicateurs composites avancés de l'OCDE sont conçus pour anticiper les points de retournement de l'activité économique. Les données de mai 2011 publiées en juillet indiquent un ralentissement dans la plupart des grandes économies.

Ralentissement potentiel dans la zone OCDE



Plus de deux ans se sont écoulés depuis la fin de la Grande Récession, mais la reprise économique a été entravée aux États-Unis par les effets de la « nouvelle normalité » provoqués par un excédent de logements invendus et la fin des mesures de relance gouvernementales. La période de faiblesse économique du printemps dernier aux États-Unis (les tendances dans le secteur manufacturier, le logement, les ventes de véhicules, les dépenses personnelles, la confiance des consommateurs et l'emploi ont été pires que prévu) s'inscrit dans la tendance des hauts et des bas économiques des deux dernières années. L'indice manufacturier de l'Institute of Supply Management est retombé en juin aux niveaux d'il y a un an, même s'il indique toujours une expansion de l'économie globale.

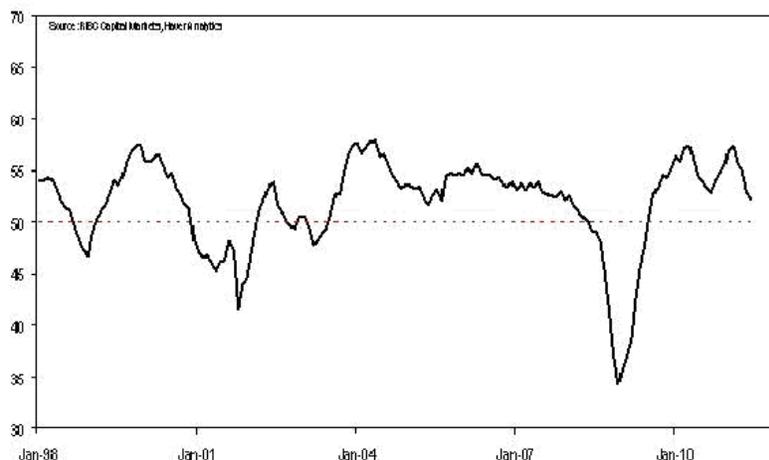
Ralentissement potentiel dans la zone OCDE



Source : Les indicateurs composites avancés de l'OCDE, 11 juillet 2011

Plus de deux ans se sont écoulés depuis la fin de la Grande Récession, mais la reprise économique a été entravée aux États-Unis par les effets de la « nouvelle normalité » provoqués par un excédent de logements invendus et la fin des mesures de relance gouvernementales. La période de faiblesse économique du printemps dernier aux États-Unis (les tendances dans le secteur manufacturier, le logement, les ventes de véhicules, les dépenses personnelles, la confiance des consommateurs et l'emploi ont été pires que prévu) s'inscrit dans la tendance des hauts et des bas économiques des deux dernières années. L'indice manufacturier de l'Institute of Supply Management est retombé en juin aux niveaux d'il y a un an, même s'il indique toujours une expansion de l'économie globale.

PMI mondial : industrie manufacturière



Source : RBC Marchés des Capitaux, 5 juillet 2011

Les trois facteurs mentionnés ci-dessus : une tentative d'organiser un « atterrissage en douceur » économique en Chine, la gestion de l'insolvabilité de la périphérie européenne et une « période de faiblesse » économique aux États-Unis et dans le monde entier ont eu pour conséquence la persistance de taux d'intérêt bas. En effet, l'indice du marché obligataire canadien a enregistré un rendement de 2,5 % au deuxième trimestre. Les faibles rendements obligataires (prix élevés des obligations) ont renforcé notre stratégie boursière consistant à nous concentrer sur les rendements futurs des dividendes.

Les hypothèses sur les taux d'intérêt semblent être au cœur d'une divergence d'opinion entre Jeremy Grantham, de GMO, et Jeremy Siegel, auteur du best-seller *Stocks for the Long Run*, décrit par Brian Milner dans le *Globe and Mail* (11 juillet 2011). Grantham considère que les actions sont généralement chères, mais que les grandes valeurs vedettes constituent une bonne valeur relative. Pour Siegel, « les actions n'ont jamais été aussi bien valorisées dans un environnement de taux d'intérêt extrêmement bas comme celui que nous connaissons actuellement » – *Financial Post*, 29 juin 2011.

Barron's (9 juillet 2011) a décomposé la valorisation des actions : « le multiple du S&P 500 sur les bénéfices prévus pour les 12 prochains mois est inférieur à 13, donc apparemment bon marché. Pourtant, les 30 plus grosses actions à très forte capitalisation sont si peu chères et méprisées que les 470 autres se négocient ensemble exactement à leur moyenne à long terme... » Il n'est pas étonnant que dans notre quête permanente de rendements en dividendes, nous ayons été fréquemment attirés récemment par les actions à très forte capitalisation bon marché et orphelines.

Sincèrement,

George Stedman, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal
Veuillez nous rendre visite sur www.georgestedman.com