

## **L'offensive gagne des parties, la défensive gagne des championnats... L'heure est à la défensive!**

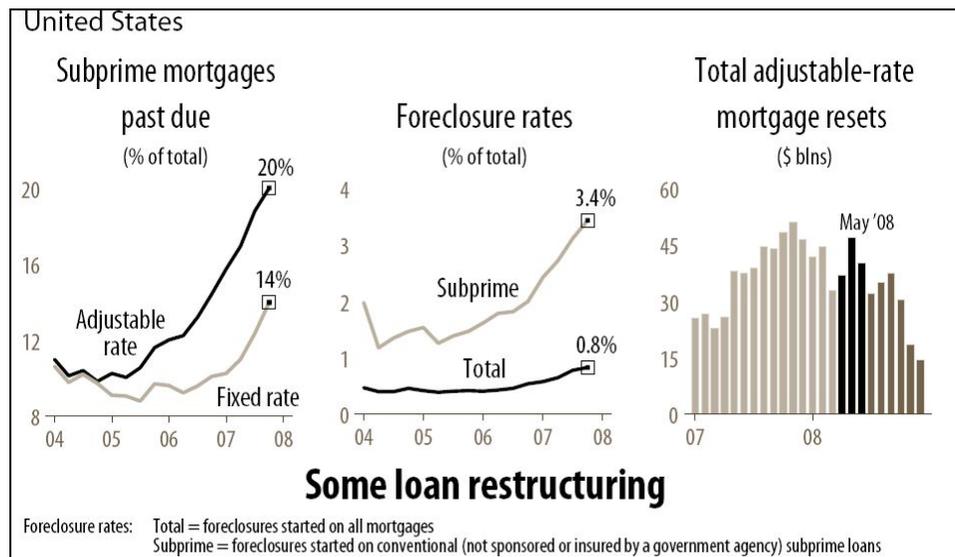
Le tour de montagnes russes que nous avons vécu au cours des six derniers mois a su martyriser les nerfs des plus aguerris. La crise financière s'est amplifiée et le manque flagrant de transparence des institutions financières est devenu de plus en plus apparent au cours du dernier trimestre, intensifiant l'incertitude et l'anxiété des investisseurs. Dans notre dernier bulletin, nous avons tenté d'expliquer, en langage de tous les jours, le fonctionnement des prêts hors normes à risque qui sont devenus le pire cauchemar du système financier (vous pouvez le consulter, au besoin). Dans le présent bulletin, nous examinerons certains exemples connus de la dure réalité confrontant certains établissements aujourd'hui. Mais d'abord, nous expliquerons comment cette bulle de crédit a vu le jour et ce qui a suscité l'engouement pervers du milieu financier pour ces instruments.

Lorsque les tours jumelles sont tombées le 11 septembre 2001, les États-Unis d'Amérique ont répondu en déclarant la guerre au terrorisme et en sortant tout leur arsenal pour montrer au monde entier quelle était la force financière véritable de leur pays. Grâce à l'intervention de la Banque centrale, les États-Unis ont donné un coup de fouet à l'économie en sabrant les taux d'intérêt, les réduisant à leur niveau le plus faible en 40 ans, et les laissant à ce niveau pendant plus de trois ans. Une abondance d'argent a permis aux consommateurs de dépenser et d'investir, certains plus sagement que d'autres. L'argent à bon marché a également attiré des spéculateurs, particulièrement dans le secteur immobilier, où l'effet de levier – l'endettement – est couramment utilisé et généralement accepté. La valeur immobilière croissant au rythme de la demande, l'appât du gain est devenu irrésistible pour les banquiers et prêteurs hypothécaires. Le manque de réglementation au chapitre des prêts hypothécaires aux États-Unis a permis aux consommateurs d'emprunter à hauteur de 105 % de la valeur immobilière de leur propriété, moyennant des taux d'intérêts en-deçà du taux de base pour des périodes d'un an ou deux, sans remboursement de capital. Ces méthodes de financement pré-approuvé ont éperonné davantage les spéculateurs. En effet, la valeur de votre maison augmente étant donné la robustesse du marché, ce qui encourage votre gentil banquier à vous offrir encore plus de fonds, garantis par la valeur de votre maison. Voilà qui vous permettrait enfin d'acheter le voilier de vos rêves, la voiture de prestige que vous convoitiez depuis des lunes, des bijoux ou, histoire de jouer au spéculateur vous aussi, une autre propriété.

Comme la vitesse et la vigueur de la reprise économique au cours des cinq années suivant les attentats ont dû impressionner Osama ben Laden! Je me demande si son plan d'origine prévoyait l'implosion qui se produit maintenant aux États-Unis?!

Ces abus de l'effet de levier reviennent maintenant nous hanter. Aujourd'hui, nous avons des spéculateurs et un nombre record de propriétaires surendettés qui, incapables de respecter leurs obligations, voient leurs biens saisis en forclusion (voir Graphe #1).

### Graphe #1



Source: BMO Capital Markets Economic Research, March 2008

Les dernières statistiques démontrent que près d'un propriétaire sur dix (soit huit million de propriétaires américain) doit à la banque plus que la valeur marchande de sa résidence. Voilà exactement le cercle vicieux que nous vous avons décrit dans le bulletin n° 32 (page 2 et 3): le nombre croissant de saisies a une incidence néfaste sur les valeurs immobilières, ce qui entraîne encore plus de saisies. Ce que nous avons peut-être sous-estimé est l'incroyable imagination de cette nouvelle race d'ingénieurs financiers qui a donné un tout nouveau sens à l'expression « effet de levier » et qui nous ont bernés en inventant de toutes pièces un tout nouveau jargon. Ainsi, en douce, les établissements financiers ont pu « restructurer » ou « refinancer » des portefeuilles de prêts hypothécaires en difficulté pour empocher des frais de restructuration alléchants. Bien entendu, les agences de notation (S&P, Moody's) ont goûté à leur part du gâteau, puisqu'elles ne sont ni contrôlées par l'État, ni réglementées. Ainsi, la crise du crédit a germé sur le marché des titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles (TACHR, ou « RMBS » en anglais) et, plus généralement, des titres garantis par des créances (TGC, ou « CDO » en anglais). Les taux de défaut sur les TGC, nettement supérieurs aux prévisions, combinés à la complexité déboussolante des titres, ont semé le chaos dans les bilans, ainsi que parmi les structures hors bilan comme les instruments de placement structurés (IPS, ou « SIV » en anglais) et les entités à détenteurs de droits variables (EDDV, ou « VIE » en anglais) qui ont, à leur tour, émis des billets de trésorerie adossés à des créances (BTAC, ou « ABCP » en anglais). Ouf! En essayant de maîtriser la

crise du crédit, les marchés semblent lutter contre une hydre – ce monstre mythologique à neuf têtes, auquel il renaît deux têtes dès qu'on lui en coupe une.

Presque tous les établissements financiers détiennent de tels nouveaux instruments et la fuite des investisseurs vers des valeurs refuges (comme les obligations d'État) n'a fait que tarir leur liquidité et, par conséquent, réduire leur valeur. Les établissements pris au dépourvu (c'est-à-dire détenant un portefeuille de titres adossés à des créances hypothécaires ne valant plus un clou) pourraient se retrouver dans un pire pétrin s'ils ne réussissent pas à respecter le minimum de capital exigé par la loi. Il est important de rappeler ici que le Canada dispose d'une des lois sur les banques et d'une des normes relatives au capital les plus rigoureuses au monde. Et alors que certaines banques canadiennes ont été plus durement touchées que d'autres par cette crise, elles demeurent toutes fondamentalement solides.

Une des récentes pertes entraînées par l'utilisation abusive des ces produits à effet de levier est une entreprise de prêts hypothécaires européenne du nom de Carlyle Capital. Après son premier appel public à l'épargne au prix de 19 \$ l'action en juillet 2007, le groupe a utilisé les 670 millions de dollars mobilisés pour consentir quelque 21,7 milliards de dollars en prêts hypothécaires (soit 32 fois ses fonds propres) au moyen d'emprunts à Merrill Lynch, à la Bank of America et à Citigroup. Inévitablement, la situation a vite tourné au vinaigre, mais plutôt que d'abandonner le bateau, les banques ont continué à injecter des sommes massives pour tenter de sauver le groupe. En vain. Aujourd'hui, on nous révèle régulièrement l'existence de créances irrécouvrables de cette nature, et les pertes s'accroissent à gauche et à droite. Or, les banques américaines mentionnées n'ont pas intégralement assumé ces prêts. Elles les ont restructurés puis revendus à des taux plus élevés à d'autres banques aux quatre coins du globe, ce qui explique l'ampleur de la contagion. Cet exemple montre aussi l'étendue dans laquelle certaines garanties ont été utilisées à répétition pour répartir le risque mais, avec du recul, nous savons maintenant que cela n'a fait qu'à empirer la situation. Connaissez-vous quelqu'un qui vous prêterait 10 000 000 \$ avec pour seule garantie votre maison de 300 000 \$ libre d'hypothèque? Et on se demande maintenant pourquoi les banques ne veulent plus se prêter entre elles! La confiance n'existe tout simplement plus. Par conséquent, et malgré les mesures prises par la Fed pour réduire les taux d'intérêt afin d'assouplir le crédit et de fournir les liquidités nécessaires, le LIBOR (London Interbank Offered Rate), c'est-à-dire le taux interbancaire utilisé par les banques entre elles, grimpait – le coût du crédit augmentait en fait dans le système bancaire. La Fed, la Banque centrale européenne, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse ont donc instauré une nouvelle facilité de prêt pour sortir le système bancaire de l'impasse. Le mécanisme a été baptisé Term Auction Facility (dispositif temporaire d'adjudication) aux États-Unis. Depuis sa création, le LIBOR a considérablement baissé et renoué avec sa relation normale avec le taux des fonds fédéraux, et cela signifie que les emprunteurs bénéficient véritablement de la baisse des taux.

Bien que ses actions aient donné un répit temporaire au marché, la Fed se verrait bientôt confrontée à une autre crise. Bear Stearns, une des plus importantes maisons de placement du monde, a été prise complètement au dépourvu. Sa soudaine pénurie de liquidités a forcé la Fed à intervenir une fois de plus. La Banque centrale a pour rôle de prêter des fonds à des banques à charte et d'agir comme la banque des banques. Son objectif n'est pas de se porter à la rescousse des entreprises en difficulté financière, à moins qu'une telle intervention ne soit jugée essentielle pour maintenir la stabilité du système financier. Les fonds de secours de la Fed ont transité par le banquier de Bear Stearns, J.P. Morgan Chase. Les interventions de la sorte doivent être approuvées par un comité spécial avant d'avoir lieu. La dernière fois que la Fed a eu recours à des telles mesures de dernier ressort remonte à la grande crise de 1929 pour empêcher une ruée sur les banques et offrir une certaine stabilité financière. L'échec de Bear Stearns a donné à J.P. Morgan Chase l'occasion de s'en porter acquéreur pour des pacotilles. L'assainissement du secteur des services financiers se poursuivra pour quelque temps encore, et d'autres occasions se présenteront assurément.

La Fed a également indiqué qu'elle prêterait des valeurs du Trésor américain pour une période de 28 jours par l'intermédiaire d'un nouveau dispositif temporaire de prêt de titres à terme, celui-ci acceptant en garantie des titres hypothécaires notés AAA vendus par des prêteurs hypothécaires (Fannie Mae et Freddie Mac, par exemple) ainsi que par les banques, celles-ci étant devenues illiquides. À l'annonce de la création de cette nouvelle facilité, le Dow Jones a gagné 417 points le 11 mars dernier. Quelques gestionnaires et économistes bien connus et respectés (dont Dennis Gartman entre autres), ont exprimé leur soulagement, indiquant qu'ils croyaient que le pire de la crise se trouvait maintenant derrière nous. Selon eux, la Fed a fait preuve de suffisamment de créativité, proposant toutes sortes de mécanismes pour modérer la crise financière et rétablir la confiance des investisseurs. Toutefois, malgré que la crise financière tire à sa fin, l'impact sur les conditions économique risque d'en souffrir. Espérons que la Fed n'aura pas à proposer d'autres mesures de gestion de crise.

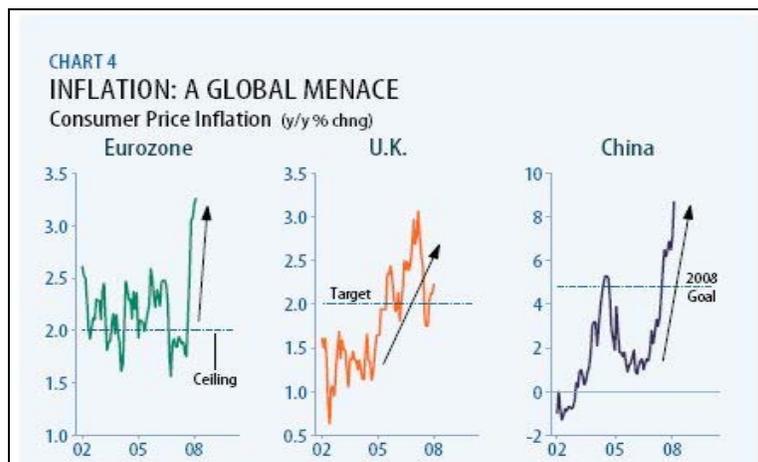
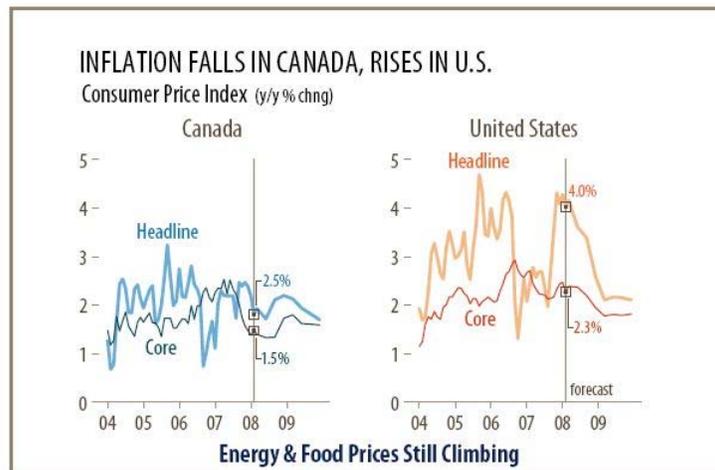
D'ici le mois de mai de cette année, des chèques de remboursement d'une valeur totale frôlant les 170 milliards de dollars US seront déposés dans les boîtes aux lettres de 130 millions de ménages américains dans le cadre d'un programme de relance du gouvernement Bush. Si ce n'est peut-être pas la dernière intervention de l'État, ce sera la dernière du président Bush, qui quitte la Maison blanche en novembre prochain. Nous pensons que, combinées, les mesures de stimulation monétaire et budgétaire porteront leur fruit... mais à quel prix?

Ces parachutes sont lestés par une presse à billets sans fin. Mais la dilution du billet vert s'effectue à un rythme accéléré et sa dépréciation a une incidence directe sur le prix de tous les produits de base (dont le prix est établi en dollars américains) et importés (près de 70 % des produits consommés par les Américains sont importés). Comme le mentionnait le précédent bulletin, l'inflation pourrait se révéler un moindre mal par rapport à une dépression qui s'éterniserait. Mais une fois que le système financier se sera stabilisé, la lutte contre l'inflation volera la vedette. Entre-temps, les taux d'intérêt ont chuté à un niveau si faible que les obligations et autres instruments à revenu fixe procurent un rendement réel (corrigé de l'inflation) négatif aux investisseurs pour la première fois en des décennies. Il semble peut-être sensé de trouver refuge dans de tels titres, réduisant ainsi l'exposition aux actions dans le contexte de crise actuel, mais il faut aussi se rendre à l'évidence que votre pouvoir d'achat s'érode. L'inflation complique la donne.

Les actions se sont montrées capables dans le passé de dégager des taux de rendement réels, ou corrigés de l'inflation, positifs quand la tendance est à l'inflation, grâce à la possibilité qu'ont les sociétés de transférer la hausse des coûts des intrants dans les prix de vente, dans une certaine mesure. Toutefois, elles sont aussi mises à rude épreuve en période de montée de l'inflation. Or, les entreprises caractérisées par un coefficient d'endettement faible ou nul tendent à mieux tirer leur épingle du jeu en périodes difficiles.

L'inflation semble devenir un phénomène de plus en plus mondial. Dans la zone euro, par exemple, avec un taux annualisé de 3,2 %, elle n'avait jamais été aussi forte en 14 ans. En Australie, le taux enregistré le plus récemment s'établissait à 3,8 % – son point culminant des 16 dernières années. Même situation aux États-Unis, où les chiffres font ressortir une hausse de 4,3 %, le taux annuel d'inflation le plus élevé depuis 1991. En Chine, l'inflation s'inscrit à 7,1 %, son niveau le plus élevé des 11 dernières années. À Singapour, le taux annuel d'inflation, de 6,6 %, n'a jamais été aussi fort en 26 ans. Pour le moment, le Canada fait figure d'exception (voir graphe 2). Les tensions inflationnistes soulevées par les produits de base ont été compensées par la fermeté du dollar canadien, qui a comprimé les prix à l'importation. Toutefois, le huard a atteint la parité avec le dollar US, et les répercussions désinflationnistes de l'appréciation du huard finiront par disparaître.

## Graphe #2



Source : BMO Capital Markets, Focus le 14 mars 2008

Les biens de consommation durables (énergie, métaux communs, or, etc.) ont tendance à s'adapter rapidement à toute évolution du dollar américain, particulièrement si la capacité est limitée et la demande vigoureuse. Ce que nous voyons aujourd'hui est une poussée de la demande mondiale alors que les marchés émergents prennent de l'expansion, après une période de surcapacité qui a duré 20 ans et s'est soldée par une série de fermetures et une vague de consolidation. En revanche, la surcapacité des biens de consommation non durables (céréales, denrées, etc.) a persisté, du moins jusqu'à ce que la nouvelle classe moyenne chinoise se découvre un appétit pour la viande et que les Américains aient augmenté le contenu en éthanol du carburant automobile qu'ils consommaient afin de réduire leur dépendance sur le pétrole étranger (voir Bulletin no.37). Ces deux facteurs se sont conjugués pour épuiser la capacité excédentaire de bon nombre de denrées alimentaires de base et mènent maintenant la poussée des pressions inflationnistes. L'utilisation d'aliments comme carburant n'aurait pas pu se produire à un pire moment. Heureusement,

les agriculteurs nord-américains (les plus importants fournisseurs de céréales et de semences du monde) ont bénéficié de 18 années de récoltes sans souffrir d'une sécheresse importante. Mais maintenant que la demande comprime l'offre et que les inventaires atteignent des niveaux minimum, nous ne serons pas en mesure d'expédier nos surplus de denrées si une catastrophe devait survenir quelque part dans le monde (tsunami, séisme ou autre désastre). Voir tableau 1

## Tableau#1

### World Supply & Utilization of Major Crops, Livestock, & Products

	1999/00	2000/01	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
	<i>Million units</i>								
<b>Wheat</b>									
Area (hectares)	215.4	217.6	214.7	214.6	209.6	217.2	218.5	212.3	217.5
Production (metric tons)	585.8	581.5	581.2	568.4	553.5	625.1	621.5	593.2	605.0
Exports (metric tons) <sup>1</sup>	113.4	101.5	105.7	105.6	108.4	110.7	116.2	110.7	106.9
Consumption (metric tons) <sup>2</sup>	585.1	584.2	585.4	603.7	587.5	606.9	624.4	615.8	619.6
Ending stocks (metric tons) <sup>3</sup>	208.5	205.8	201.6	166.3	132.4	150.6	147.6	125.1	110.4
<b>Coarse grains</b>									
Area (hectares)	299.7	296.8	301.5	293.3	306.4	299.8	300.8	303.7	315.0
Production (metric tons)	877.7	862.5	894.1	875.4	916.1	1,015.8	977.3	979.7	1,056.2
Exports (metric tons) <sup>1</sup>	104.9	104.1	102.0	102.1	103.2	100.9	107.1	116.5	120.2
Consumption (metric tons) <sup>2</sup>	882.3	884.2	906.9	903.0	945.8	978.2	991.5	1,008.6	1,063.3
Ending stocks (metric tons) <sup>3</sup>	232.8	211.2	198.3	170.7	141.0	178.6	164.4	135.5	128.4
<b>Rice, milled</b>									
Area (hectares)	155.3	151.7	150.6	146.0	148.3	150.6	152.6	153.0	153.6
Production (metric tons)	408.9	398.7	399.3	377.8	391.6	400.5	417.6	418.2	422.9
Exports (metric tons) <sup>1</sup>	22.8	24.1	26.9	28.7	27.4	28.5	30.2	30.9	29.4
Consumption (metric tons) <sup>2</sup>	399.7	395.1	413.1	407.6	413.0	408.1	415.6	420.0	422.5
Ending stocks (metric tons) <sup>3</sup>	143.5	147.2	133.4	103.6	82.1	74.5	76.5	74.8	75.2
<b>Total grains</b>									
Area (hectares)	670.4	666.0	666.8	653.9	664.3	667.6	671.9	669.1	686.1
Production (metric tons)	1,872.4	1,842.7	1,874.6	1,821.6	1,861.2	2,041.4	2,016.4	1,991.1	2,084.1
Exports (metric tons) <sup>1</sup>	241.1	229.7	234.6	236.4	239.0	240.0	253.5	258.0	256.5
Consumption (metric tons) <sup>2</sup>	1,867.2	1,863.5	1,905.4	1,914.3	1,946.3	1,993.3	2,031.5	2,044.3	2,105.4
Ending stocks (metric tons) <sup>3</sup>	584.9	564.1	533.3	440.6	355.5	403.7	388.6	335.3	314.0

Source: USDA Economic Research Service, Agricultural Outlook: Statistical Indicators, March 2008: <http://www.ers.usda.gov/Publications/AgOutlook/AOTables/>

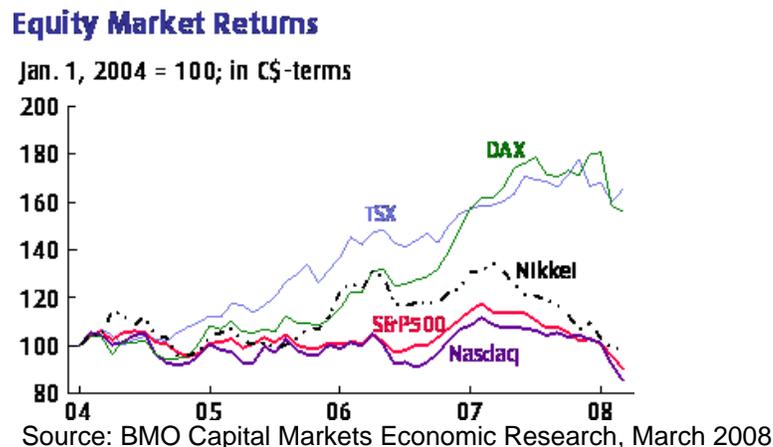
Pouvez-vous imaginer ce qui arriverait si 2008 se révélait l'année de la sécheresse en Amérique du Nord? Selon des analyses dendrochronologiques (étude des anneaux de croissance des arbres qui permet d'évaluer les conditions climatiques contemporaines à la vie d'un arbre), l'Amérique du Nord connaît une sécheresse, en moyenne, tous les 19 ans. Elle suit habituellement une année de sécheresse dans le sud-est des États-Unis, ce que nous avons connu l'an dernier (le niveau d'eau du lac Lanier, près d'Atlanta en Géorgie, est de 16 pieds sous la normale) et se produit d'ordinaire durant un épisode du phénomène La Niña, caractérisé par un refroidissement de la surface de l'eau dans le centre et l'est du Pacifique équatorial, phénomène qui semble bien installé cette année. La

probabilité croissante qu'une sécheresse sévère est plus que jamais source d'inquiétude, et notre stratégie de placement doit en tenir compte comme les niveaux de stock sont au plus bas depuis des décennies.

### L'évolution de notre stratégie de placement

Depuis quelques années, nous sonnons l'alarme quant à l'état et la vulnérabilité de l'économie américaine. En conséquence, nous avons haussé la pondération du compartiment de titres à revenu fixe de façon disciplinée, la faisant passer de 15 % en moyenne il y a trois ans, à 30 % aujourd'hui (ces pondérations varient selon le client, compte tenu du profil d'investisseur et du niveau de tolérance au risque de chacun). Par ailleurs, comme nous manquons de confiance en l'économie américaine et la devise de ce pays, nous avons considérablement augmenté nos positions en titres aurifères. Heureusement, nous avons évité les marchés des actions américaines pour les mêmes raisons. En fait, nous avons préféré jouer dans notre propre cour, ici même au Canada, pour la plupart de nos placements (plus de 90 %). Le graphe qui suit présente le taux de rendement, en dollars canadiens, des autres principaux marchés du monde depuis les cinq dernières années.

### Graphe #3



Les Canadiens qui ont résisté à la tentation d'investir à l'étranger durant cette période, compte tenu de toute la publicité entourant l'expansion des horizons de placement dans cette nouvelle économie mondiale, ont été bien récompensés. Cette stratégie n'est pas permanente mais, entre-temps, elle a permis aux investisseurs canadiens de participer à l'expansion des marchés émergents tout en minimisant le risque de change. Le Canada est parmi le plus important producteur et exportateur d'énergie et de matières premières vers la Chine, l'Inde et d'autres pays émergents.

L'indice TSX a affiché une performance positive en 2007, mais ce bon rendement est le résultat de sept entreprises tout au plus, sur un total de 303. Si vous avez passé à côté des sept, votre performance aura assurément été

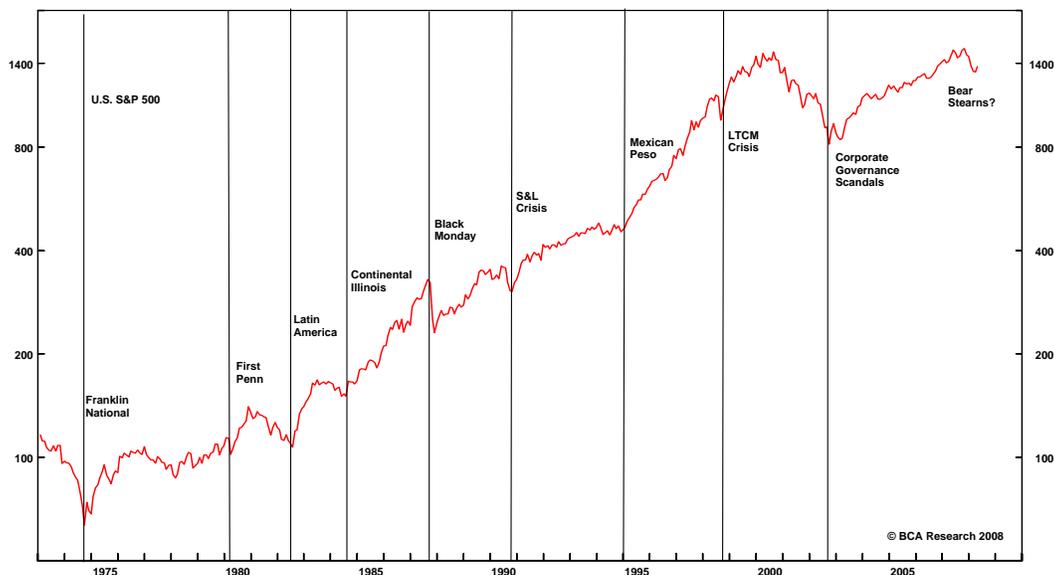
négative. Autrement dit, le rendement dégagé par l'indice durant l'année, mesuré selon les 296 autres entreprises, a été nul. La crise financière actuelle qui s'amorçait alors à causé de l'incertitude et un manque de confiance, immobilisant ainsi les marchés.

Depuis le début de l'année, les marchés traversent une période qui sera probablement une des plus volatiles de l'histoire. La « folie de mars » ne s'appliquera plus exclusivement au basketball – les négociateurs, les gestionnaires de fonds de placement spéculatifs et les spéculateurs ont aussi connu un brin de folie. Espérons qu'il ne s'agira pas d'un événement annuel!

## Conclusion

Le marché actuel est caractérisé par une grande incertitude, mais il existe néanmoins des situations qui semblent plus prévisibles. La crise financière actuelle et la poussée d'inflation sont certes préoccupantes, mais elles nous indiquent également quelle orientation prendre quant au choix des secteurs que nous devrions privilégier ou écarter. La peur et l'émotion ne doivent en aucun cas éclairer vos décisions de placement. Le tableau #2 démontre que les crises financières se sont avérées historiquement des occasions d'achat pour les investisseurs aguerris. Généralement ces crises financières se concluent avec la faillite d'une institution financière d'importance et signale le début d'une nouvelle tendance haussière.

## Tableau #2



Source: BCA Research, Global Investment Strategy-Weekly Bulletin, March 20, 2008

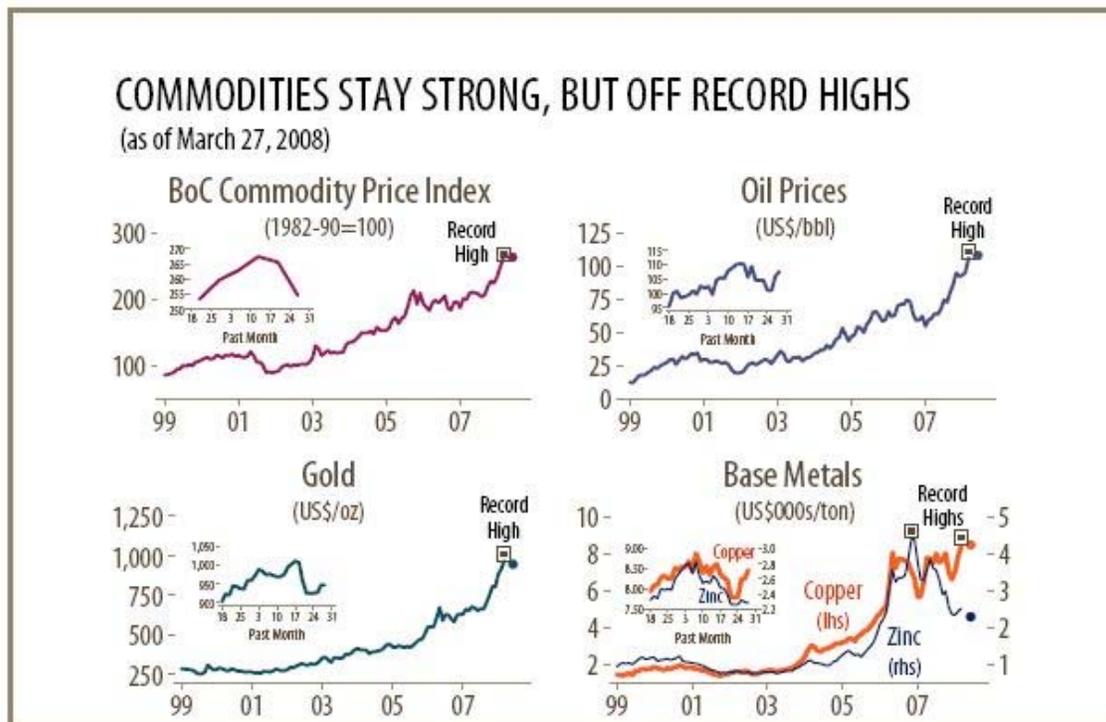
La crise financière semblant se dissiper, une remontée s'est amorcée sur les marchés depuis les creux de mars, mais le retour éventuel de l'inflation pourrait produire le résultat contraire durant les trimestres à venir. Du fait de ce risque, nous croyons qu'il serait plus sage pour un investisseur d'accorder la priorité à la préservation plutôt qu'à la croissance du capital jusqu'à ce que l'inflation ait été officiellement mâtée. Cette stratégie se caractérise par une surpondération du compartiment à revenu fixe (compte tenu de votre tolérance personnelle au risque) et en titres de secteurs sensibles à l'inflation comme :

l'or  $\pm$  6% (Agnico Eagle, Barrick Gold, Goldcorp, Virginia Gold Mines)  
 l'énergie  $\pm$  10% (Suncor, Canadian Oil Sands, Petro Canada, Encana, Crescent Point Energy)

les produits agricoles  $\pm$  4% (Viterra, fonds indicier Market Vector Agribusiness)

métaux de base  $\pm$  5% (Tech, Sherritt Int'l, Quadra Mining)

#### Graphe #4



Source: BMO Capital Markets Research, North American Outlook, March 28, 2008

Les produits de consommation de base et, dans une moindre mesure, les pipelines et les services d'électricité devraient également offrir une certaine stabilité et dégager un bon flux de revenus. La sélection de titres devrait cibler les entreprises présentant un très faible coefficient d'endettement comme il leur devient de plus en plus difficile de faire avaler aux consommateurs l'augmentation des coûts de production, sans mentionner les coûts de financement. Dans un contexte déflationniste ou désinflationniste, le recours à l'endettement peut rehausser la rentabilité comme les taux d'intérêt se replient habituellement. À l'inverse, l'inflation tend à faire grimper les taux d'intérêt, ce qui a une incidence sur les coûts financiers et de production.

Il ne faudrait pas oublier non plus un autre secteur dans cette conjoncture ascendante pour les produits de base. Il s'agit de l'eau. Seulement 3 % de l'eau du monde est potable, mais la demande progresse à deux fois le rythme de croissance de la population, selon le World Water Institute. Étant donné la raréfaction de la plupart des produits agricoles et le risque croissant d'une sécheresse en Amérique du Nord, un tel placement serait judicieux à long terme. Nous recommandons d'investir plus ou moins 4% dans ce secteur par le biais de Groupe Laperriere & Verreault (GLV) et/ou Claymore fonds indiciel d'Eau Global (CWW).

Nous croyons fermement qu'à mesure que les effets des stimulants monétaires et budgétaires se feront sentir dans l'économie et que le rythme de modifications de taux d'emprunts hypothécaires ralentira d'ici la fin de 2008 et en 2009, ce sera l'inflation plutôt que les soucis financiers qui se retrouvera au centre de la mire. Nous pensons donc que l'évolution de notre stratégie de placement continuera à vous offrir une meilleure protection contre une contraction éventuelle de l'économie américaine, le retour de pressions inflationnistes et une dévaluation du billet vert.

## Sources :

Credit Suisse

Value Line

Globe and Mail

Financial Post

The New York Barron's January 14, 2008 and February 11, 2008

CIBC World Markets "Private Client Investing" February 2008

The Privateer (2008 Volume-Mid February Issue- Number 597)

USDA Economic Research Service, Agricultural Outlook: Statistical Indicators, March 2008

BMO Nesbitt Burns Research:

Focus March 14, 2008

North American Outlook, March 28, 2008

Basic Points December '07 and January, February, March '08

Portfolio Strategy January 2, 2008 and March 4, 2008

Viewpoint

Before the Bell

Global Equity Weekly March 7, 2008

The Goods February 2008

The Gartman Letter March 12, 2008 and March 17, 2008

BCA Research, Global Investment Strategy-Weekly Bulletin, March 20, 2008

Recherche indépendante en finance internationale depuis 1949

\* Extrait de la publication intitulée Portefeuille Dirigé D'Actions Canadiennes, mars 2008.

### Informations sur les sociétés- Notes

BMO NB utilise les cadres suivants pour donner des renseignements spécifiques sur les sociétés. Veuillez vous reporter à la section ci-dessus pour connaître les énoncés applicables aux émetteurs cités dans le présent rapport.

- 1 - BMO NB a fourni des conseils, moyennant versement d'honoraires, à l'égard de cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
- 2 - BMO NB a pris un engagement de prise ferme vis-à-vis de cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
- 3 - BMO NB a prodigué des services bancaires d'investissement à l'égard de cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
- 4 - BMO NB, BMO Capital Markets Corp. ou une de leurs sociétés affiliées possède à titre de bénéficiaire au moins 1 % d'une catégorie de titres participatifs de cet émetteur.
- 5 - BMO NB, BMO Capital Markets Corp. ou une de leurs sociétés affiliées est contrepartiste pour ce titre.
- 6 - BMO Capital Markets Corp. ou une de ses sociétés affiliées a assumé les fonctions de chef de file ou de co-chef de file dans le cadre du placement des titres de cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
- 7 - BMO Capital Markets Corp. ou une de ses sociétés affiliées a reçu une rémunération de cet émetteur pour la prestation de services bancaires d'investissement au cours des 12 derniers mois.
- 8 - BMO Capital Markets Corp. ou une de ses sociétés affiliées ou ses dirigeants ou partenaires possèdent des options, droits ou bons de souscription sur les titres de cet émetteur.
- 9 - BMO Capital Markets Corp. ou une de ses sociétés affiliées a reçu une rémunération de cet émetteur relativement à

des produits ou services autres que des services bancaires d'investissement au cours des 12 derniers mois.

10AL'émetteur a été un client de BMO NB, de BMO Capital Markets Corp. ou de l'une de leurs sociétés affiliées au cours des 12 derniers mois, ou l'est toujours : services bancaires d'investissement.

10BL'émetteur a été un client de BMO NB, de BMO Capital Markets Corp. ou de l'une de leurs sociétés affiliées au cours des 12 derniers mois, ou l'est toujours : services liés au commerce des valeurs mobilières (autres que des services bancaires d'investissement).

10CL'émetteur a été un client de BMO NB, de BMO Capital Markets Corp. ou de l'une de leurs sociétés affiliées au cours des 12 derniers mois, ou l'est toujours : services non liés au commerce des valeurs mobilières.

11 - Un employé, dirigeant ou administrateur de BMO NB est membre du conseil d'administration, conseiller ou dirigeant de cet émetteur.

12 - Un membre du conseil d'administration de la Banque de Montréal siège également au conseil d'administration ou est un dirigeant de cet émetteur.

13 - Un membre de la famille des analystes ou des adjoints à la recherche qui ont préparé les travaux sur lesquels s'appuie le présent rapport est membre du conseil d'administration, conseiller ou dirigeant de cet émetteur. Un membre de la famille des analystes ou des adjoints à la recherche sur les actions qui ont préparé les travaux sur lesquels s'appuie le présent rapport est membre du conseil d'administration, conseiller ou dirigeant de cet émetteur.

14 - Les analystes ou les adjoints à la recherche (ou les membres de leur famille) qui ont préparé le présent rapport de recherche détiennent directement ou à titre de bénéficiaires des titres de cet émetteur.

15 - Renseignements spécifiques sur les sociétés :

ABX - BMO Nesbitt Burns Inc., Société aurifère Barrick et d'autres sociétés font l'objet d'une poursuite pour fraude en vertu de la réglementation américaine sur les valeurs mobilières de la part de l'ensemble des actionnaires américains de Bre-X. Cette action en est aux premiers stades de la procédure préliminaire. Aucune évaluation des risques liés à cette poursuite judiciaire ou d'éventuelles demandes de règlement défavorables entre les défendeurs n'a été entreprise lors de la préparation de ce rapport ni prise en compte dans celui-ci.

ATA - BMO Nesbitt Burns Inc. («BMO NBI») a été mandatée par ATS Automation Tooling Systems Inc. pour exercer les fonctions de conseiller financier dans l'évaluation et la poursuite des occasions financières et des options stratégiques pour Solar Group. BMO NBI a mis en place des procédures de contrôle de l'information pour empêcher que ceux de ses analystes qui rédigent des rapports de recherche aient accès à des renseignements non publics sur ce dossier en provenance des employés des services bancaires d'investissement de BMO NBI. Il est donc possible que certains employés de BMO NBI disposent de renseignements ou d'avis non publics importants non inclus dans les renseignements et conseils contenus dans le présent rapport et susceptibles de contredire ces derniers.

BA.UN - BMO Nesbitt Burns Inc. («BMO NBI») a été mandatée par Groupe Pages Jaunes pour exercer les fonctions de conseiller financier [et recevra à ce titre des honoraires calculés en fonction du succès de l'opération] dans le cadre de l'acquisition des actifs de Aliant Directory Services. BMO NBI a mis en place des procédures de contrôle de l'information pour empêcher que ceux de ses analystes qui rédigent des rapports de recherche aient accès à des renseignements non publics sur ce dossier en provenance des employés des services bancaires d'investissement de BMO NBI. Il est donc possible que certains employés de BMO NBI disposent de renseignements ou d'avis non publics importants non inclus dans les renseignements et conseils contenus dans le présent rapport et susceptibles de contredire ces derniers.

BMO - La réglementation sur les valeurs mobilières de certaines provinces canadiennes interdit aux courtiers agréés de recommander, seuls ou en association avec une autre personne, par voie de circulaire, brochure, ou toute autre publication similaire, distribuée suffisamment régulièrement dans le cours normal de leurs activités, l'achat, la vente ou la conservation de titres du courtier agréé ou d'un émetteur lié au courtier agréé, ou, dans le cadre de la distribution, de titres d'un émetteur rattaché au courtier agréé, à moins que ladite publication n'expose la nature des relations et des liens de dépendance entre le courtier agréé et l'émetteur. BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd. sont des filiales de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée. La Banque de Montréal, par l'intermédiaire d'une filiale, détient la totalité des titres avec droit de vote et des actions participantes de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée. La Banque de Montréal est donc émetteur associé et émetteur rattaché de BMO Nesbitt Burns Inc. et de BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd. AUX RÉSIDENTS DES ÉTATS-UNIS : La présente publication, dans la mesure où elle fait référence aux titres de la Banque de Montréal, n'a pas été approuvée et n'est pas distribuée par BMO Capital Markets Corp. ni par BMO Nesbitt Burns valeurs mobilières Ltée, filiales de BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd. Elle n'est destinée à être distribuée aux États-Unis par BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd qu'aux seuls «grands investisseurs institutionnels américains» (tels que définis dans le règlement 15a-6 sur la SEC du Securities Act de 1934 et de ses amendements).

- CGX.UN Joan Dea, vice-présidente à la direction et chef de la gestion stratégique, BMO Groupe financier, est - membre du conseil d'administration.
- FMF.UN FMF Capital Group Ltd., BMO Nesbitt Burns Inc. et Atul Shah, ainsi que d'autres sociétés, ont été nommées - à titre de défenderesses dans trois recours collectifs envisagés relativement aux titres de participation aux bénéfices de FMF Capital. Les recours collectifs envisagés n'ont pas été certifiés. Le présent rapport ne contient aucune évaluation des mérites de ces recours collectifs.
- GWO - BMO Nesbitt Burns Inc. («BMO NBI») exerce les fonctions de conseiller de Great-West Lifeco Inc. dans le cadre de l'acquisition de Putnam Investments Trust. BMO NBI a mis en place des procédures de contrôle de l'information pour empêcher que ceux de ses analystes qui rédigent des rapports de recherche aient accès à des renseignements non publics sur ce dossier en provenance des employés des services bancaires d'investissement de BMO NBI. Il est donc possible que certains employés de BMO NBI disposent de renseignements ou d'avis non publics importants non inclus dans les renseignements et conseils contenus dans le présent rapport et susceptibles de contredire ces derniers.
- NA - BMO Nesbitt Burns Inc., Financière Banque Nationale Inc. (filiale de la Banque Nationale), ainsi que d'autres sociétés, ont été nommées à titre de défenderesses dans trois recours collectifs envisagés relativement aux titres de participation aux bénéfices de FMF Capital. Les recours collectifs envisagés n'ont pas été certifiés. Le présent rapport ne contient aucune évaluation des mérites de ces recours collectifs ou du potentiel d'opposition entre les parties défenderesses.
- SNC - BMO Nesbitt Burns et certaines sociétés du groupe SNC-Lavalin font l'objet, avec d'autres, de poursuites judiciaires intentées au Canada par des actionnaires de Bre-X Minerals Ltd. À l'heure actuelle, ces actions font l'objet d'un non-lieu, d'un non-lieu provisoire ou sont en attente. Aucune évaluation des risques liés à ces poursuites judiciaires ou d'éventuelles demandes de règlement défavorables entre les défendeurs n'a été entreprise lors de la préparation de ce rapport ni prise en compte dans celui-ci.
- SXR - BMO Nesbitt Burns Inc. («BMO NBI») a été mandatée par SXR Uranium One Inc. pour exercer les fonctions de conseiller financier [et recevra à ce titre des honoraires calculés en fonction du succès de l'opération] dans le cadre des acquisitions de la société aux États-Unis. BMO NBI a mis en place des procédures de contrôle de l'information pour empêcher que ceux de ses analystes qui rédigent des rapports de recherche aient accès à des renseignements non publics sur ce dossier en provenance des employés des services bancaires d'investissement de BMO NBI. Il est donc possible que certains employés de BMO NBI disposent de renseignements ou d'avis non publics importants non inclus dans les renseignements et conseils contenus dans le présent rapport et susceptibles de contredire ces derniers.
- TD - TD – BMO Nesbitt Burns Inc., TD Valeurs Mobilières Inc. (filiale de la Banque TD), ainsi que d'autres sociétés, ont été nommées à titre de défenderesses dans trois recours collectifs envisagés relativement aux titres de participation aux bénéfices de FMF Capital. Les recours collectifs envisagés n'ont pas été certifiés. Le présent rapport ne contient aucune évaluation des mérites de ces recours collectifs ou du potentiel d'opposition entre les parties défenderesses.
- YLO.UN BMO Nesbitt Burns Inc. («BMO NBI») a été mandatée par Groupe Pages Jaunes pour exercer les fonctions - de conseiller financier [et recevra à ce titre des honoraires calculés en fonction du succès de l'opération] dans le cadre de l'acquisition des actifs de Aliant Directory Services. BMO NBI a mis en place des procédures de contrôle de l'information pour empêcher que ceux de ses analystes qui rédigent des rapports de recherche aient accès à des renseignements non publics sur ce dossier en provenance des employés des services bancaires d'investissement de BMO NBI. Il est donc possible que certains employés de BMO NBI disposent de renseignements ou d'avis non publics importants non inclus dans les renseignements et conseils contenus dans le présent rapport et susceptibles de contredire ces derniers.
- # AUX RÉSIDENTS DES ÉTATS-UNIS : Les actions ordinaires de cet émetteur n'ont pas été inscrites aux États-Unis en vertu de la législation régissant les valeurs mobilières. Elles ne peuvent pas être offertes ou VENDUES aux États-Unis ou à des ressortissants américains à moins d'avoir été inscrites, ou de faire l'objet d'une exemption d'inscription pertinente. La législation régissant les valeurs mobilières aux États-Unis restreint également la vente ou la négociation de ces actions par des ressortissants américains, à leur profit ou pour leur compte. Par conséquent, il est strictement interdit de diffuser ce rapport aux États-Unis ou de le communiquer à des ressortissants américains sans avoir obtenu notre consentement préalable exprès par écrit. La distribution irrégulière de rapports de recherche sur ledit émetteur pourra notamment être sanctionnée en vertu des lois sur les valeurs mobilières aux États-Unis.

Les opinions, estimations et projections contenues dans ce document ont été établies par l'auteur à la date indiquée. Elles sont sujettes à changement sans préavis et ne reflètent pas forcément celles de BMO Nesbitt Burns Inc. («BMO NBI»). Tous les efforts ont été faits pour assurer que le contenu est tiré de sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. BMO NBI peut cependant disposer d'information n'y figurant pas. Toutefois, ni l'auteur ni BMO NBI ne peut donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peut être tenu responsable des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. Ce document n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'achat de titres quels qu'ils soient, et ne devrait pas être considéré comme tel. BMO NBI, ses sociétés affiliées et/ou leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent à l'occasion acheter, détenir ou vendre les titres mentionnés ici en qualité d'agent ou pour leur propre compte. BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd («BMO Nesbitt Burns») peuvent, pour leur propre compte, acheter aux clients ou vendre à ceux-ci des titres d'émetteurs mentionnés ici. BMO Nesbitt Burns, ses sociétés affiliées, leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent avoir une position acheteur ou vendeur à l'égard de ces titres, des titres connexes ou des options, contrats à terme ou autres instruments dérivés. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs assurer des services de conseils financiers ou de prise ferme pour des sociétés émettrices mentionnées ici et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. Une relation de crédit importante peut exister entre la Banque de Montréal ou ses sociétés affiliées et certains des émetteurs. BMO NBI est une filiale en propriété exclusive de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée, elle-même filiale indirecte à participation majoritaire de la Banque de Montréal. Tout résident des Etats-Unis souhaitant effectuer des opérations sur des titres dont il est question ici doit le faire par l'intermédiaire de BMO Nesbitt Burns Corp. et/ou BMO Nesbitt Burns Valeurs mobilières Ltée.

## **MEMBRE FCPE**

