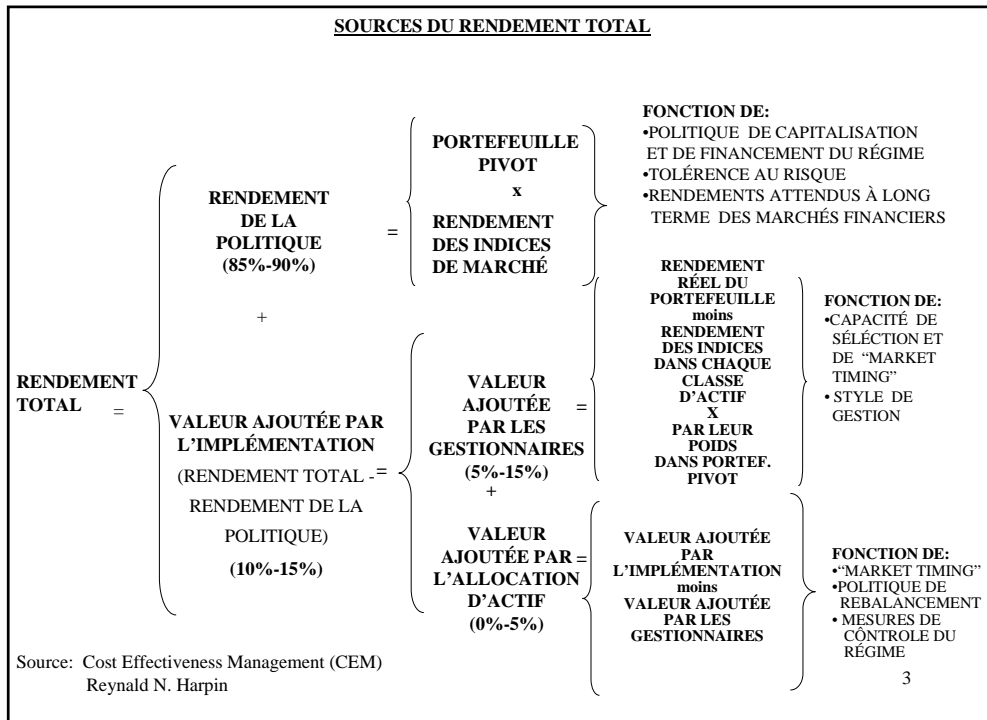


Tendance à long terme prévue des marchés financiers

Présentation de
Reynald N. Harpin c.f.a.
Directeur général, gestion des placements-
Caisses de retraite
Alcan Inc.
26 septembre 2003

1. Introduction
2. Facteurs préliminaires à prendre en considération
3. Tendance à long terme prévue des marchés financiers
 - 1^{ère} Partie: Marché boursier – Étude de cas
 - 2^{ème} Partie: Marché obligataire
Marché immobilier
Placements privés
Fonds de couverture
4. Conclusions préliminaires
5. Impact potentiel sur les caisses de retraite



Tendance à long terme prévue des marchés financiers

• Quelques facteurs préliminaires à prendre en considération :

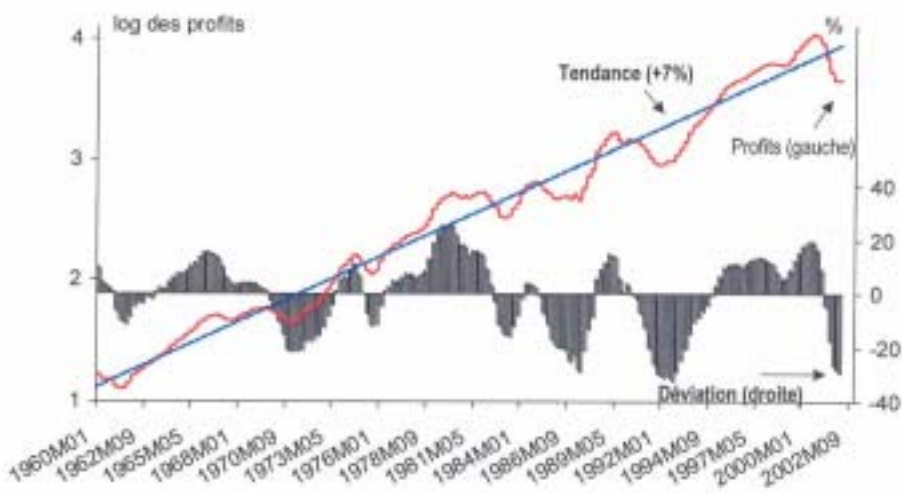
- Changements fondamentaux survenus récemment dans les marchés financiers :
 - Fin du 'bull market' séculaire (1981-2003) des obligations (?)
 - Fin du 'bull market' séculaire (1982-2000) des actions
 - Période de ré-évaluation est terminée

Tendance à long terme prévue des marchés financiers

- À long terme, la croissance des profits est le principal facteur déterminant le rendement du marché boursier.
- Le niveau des ratios C/B des marchés boursiers est inversement corrélé au niveau des taux d'intérêt à long terme.
- À long terme, les rendements des obligations sont étroitement corrélés à la croissance de l'IPC
- À long terme, le taux de rendement réel des obligations est d'environ 3% (2½% aux E.U. et 3¾% au Canada).
- À long terme, la prime de risque moyenne des actions par rapport aux obligations est de 2½% - 3%.

Perspective historique sur les profits

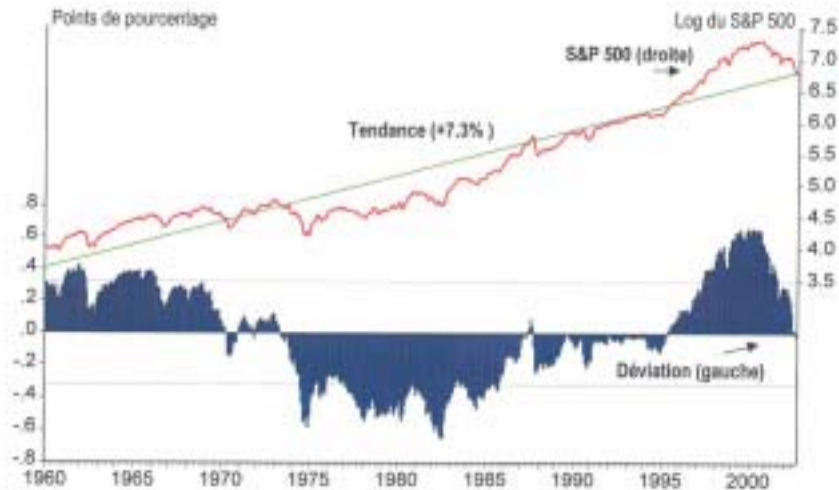
Profits d'opérations du S&P 500: observé vs. tendance



Source: Études économiques FBN

Perspective historique sur le marché boursier

S&P 500: observé vs. tendance



Source: Études économiques FBN

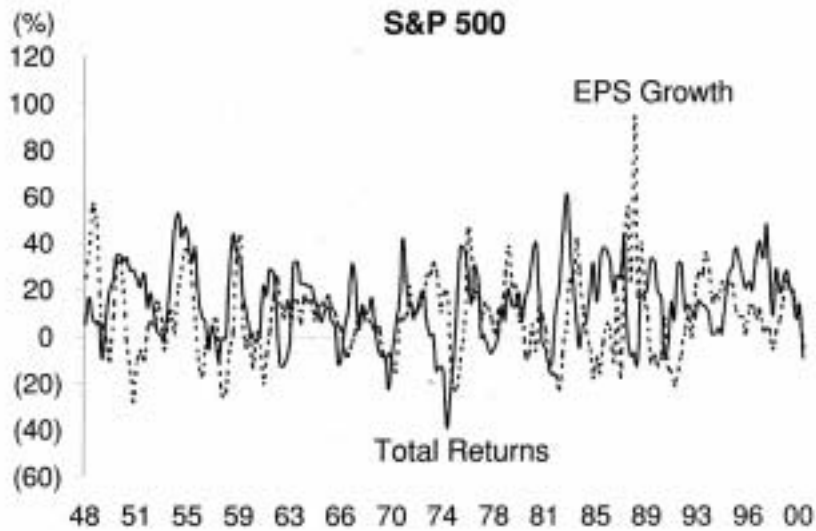
Relation entre les profits et la bourse

Profits d'opérations vs. S&P 500



Source: Études économiques FBN

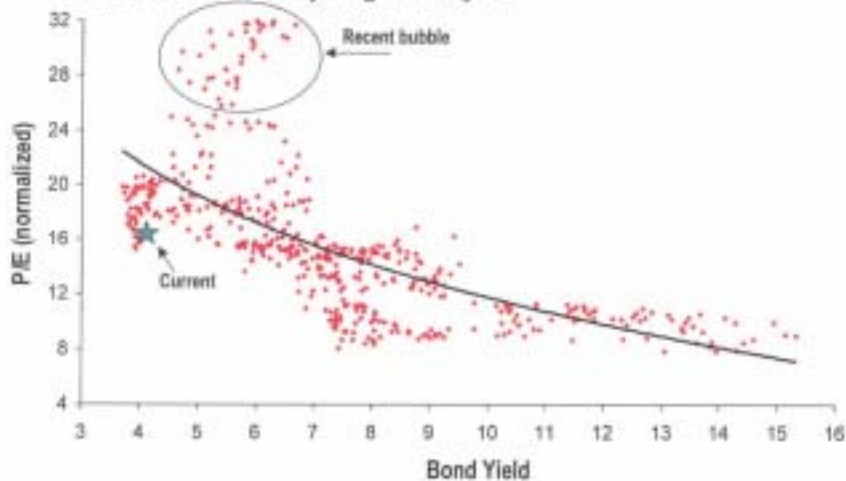
Stock Prices Usually Follow Earnings



Rolling four quarters through December 2000
Source: Standard & Poor's and Alliance Capital

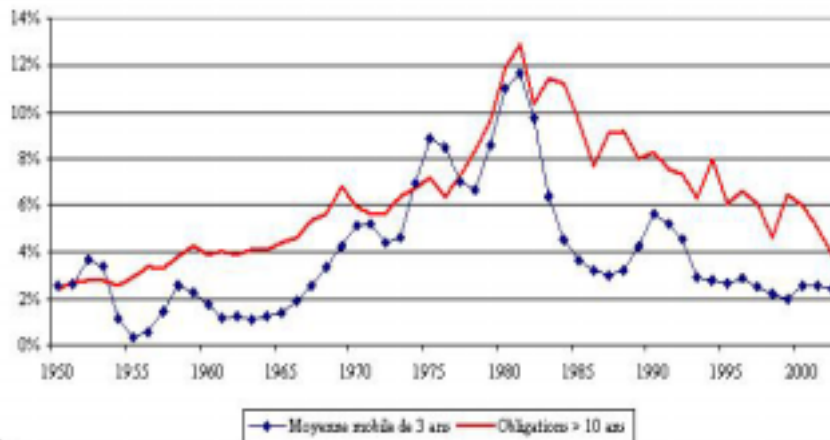
PEs vs. 10-year government bond yield since 1960

Normalized PEs vs. 10-year gvt bond yield



Source: NBF Economic Research

Inflation et taux de long terme, États-Unis



Tendance à long terme prévue des marchés financiers

Rendement attendu

• Marché boursier américain

Rendements totaux historiques:

1872 – 2001	9.1%
1926 – 2001	10.7%
1960 – 2001	11.0%

Récemment marché haussier (1981 – 2000) 16.5%

Attendu (2003 – 2010)

(30%) optimiste:	11.5% - 12.5%
(50%) le plus probable:	8.0% - 9.0%
(20%) pessimiste:	4.5% - 5.5%
Moyenne pondérée:	8.90%

Rendement attendu à long terme du marché boursier

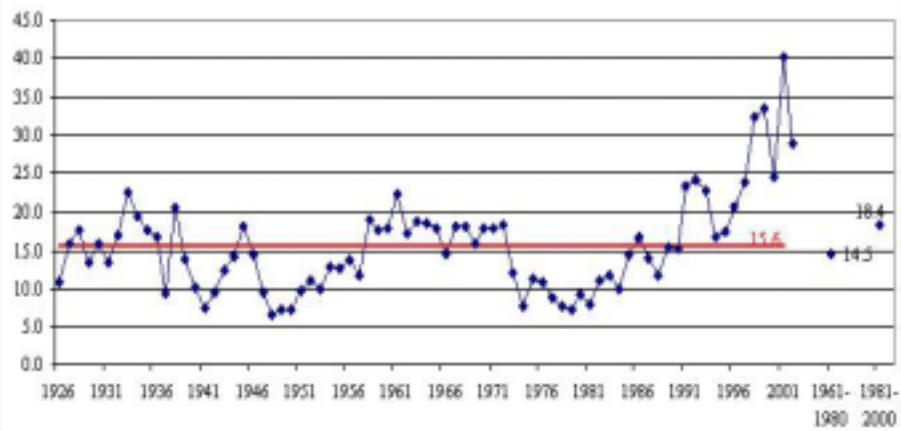
S&P 500 Une étude de cas

1. Décomposition du rendement total

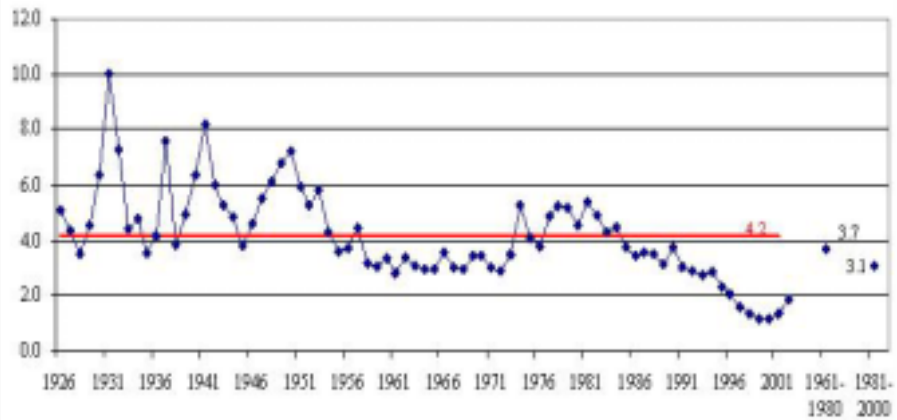
	Rendement à long terme	=	Rendement des dividendes	+	Croissance des profits	+	Révision du C/B
Récent marché haussier (1981-2000)	16.5%	=	3.0%	+	6.5%	+	7.0% (7.5 to 30)
Attendu (2003-2010)							
(30%) optimiste:	11.5%-12.5%	=	2.5%-3.0%	+	8.0%-8.5%	+	1.0%
(50%) le plus probable:	8.0%-9.0%	=	2.0%-2.5%	+	6.0%-6.5%	+	0.0%
(20%) pessimiste:	4.5%-5.5%	=	1.5%-2.0%	+	4.0%-4.5%	-	1.0%
Moyenne pondérée:	8.90%	=	2.30%	+	6.1%	-	0.5%

13

Ratio cours / bénéfice du S&P 500



Taux de rendement du dividende S&P 500

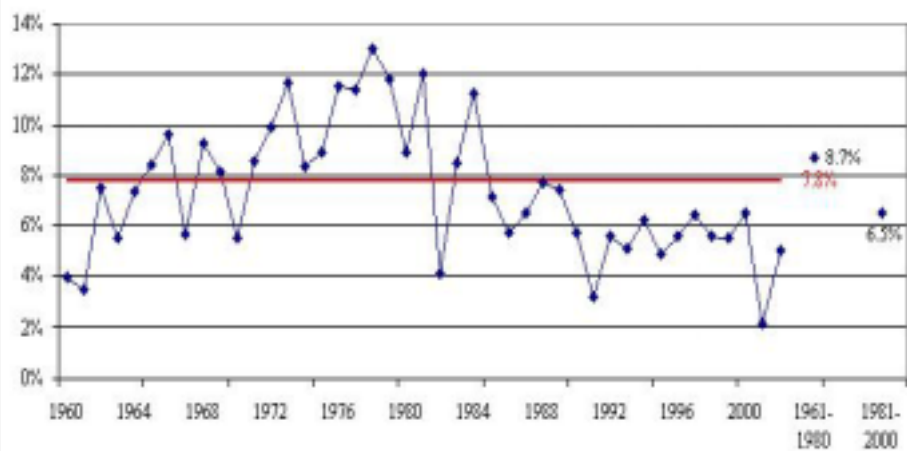


Rendement attendu à long terme du marché boursier

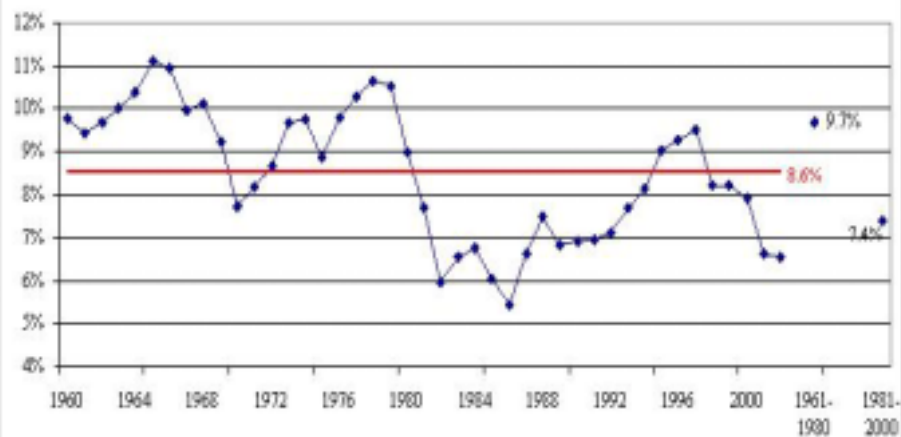
2. Décomposition de la croissance des profits

	Croissance des profits	=	Croissance du PNB nominal	+	Changement de la part des profits dans le PNB
Récent marché haussier (1981-2000) Attendu (2003-2010)	6.5%	=	7.5%	-	1.0%
(30%) optimiste:	8.0%-8.5%	=	7.0%-7.5%	+	1.0%
(50%) le plus probable:	6.0%-6.5%	=	6.0%-6.5%	+	∅
(20%) pessimiste:	4.0%-4.5%	=	5.0%-5.5%	-	1.0%
Moyenne pondérée:	6.1%	=	6.00%	+	0.10%

Taux de croissance du Pib américain



Bénéfices des sociétés en % du Pib



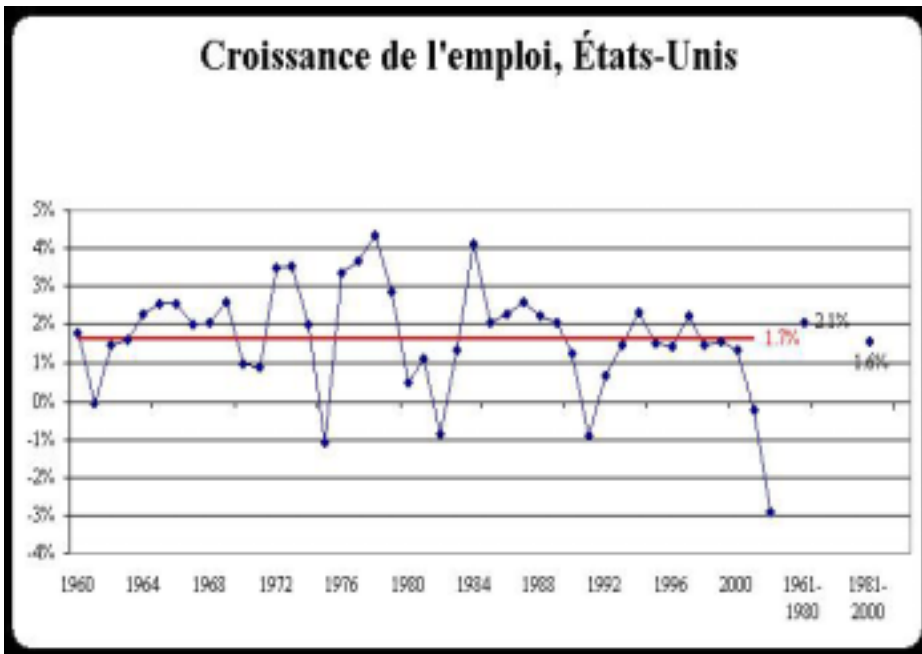
Rendement attendu à long terme du marché boursier

3. Sources de la croissance du PNB nominal

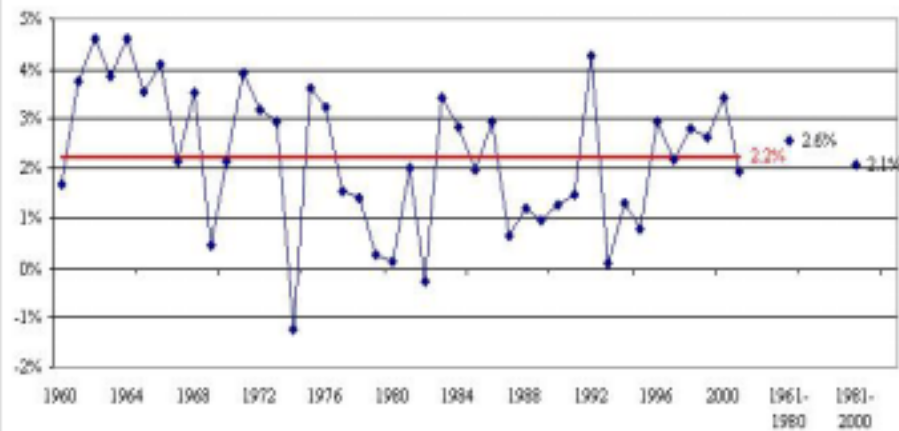
	Croissance du PNB nominal	=	Croissance de la main- d'oeuvre	+	Gain de productivité	+	Inflation
Récent marché haussier (1981-2000) Attendu (2003-2010)	7.5%	=	1.5%	+	2.0%	+	4.0%
(30%) optimiste:	7.0%-7.5%	=	1.5%	+	2.5%-3.0%	+	3.0%
(50%) le plus probable:	6.0%-6.5%	=	1.5%	+	2.0%-2.5%	+	2.5%
(20%) pessimiste:	5.0%-5.5%	=	1.5%	+	1.5%-2.0%	+	2.0%
Moyenne pondérée:	6.00%	=	1.5%	+	1.95%	+	2.55%

19

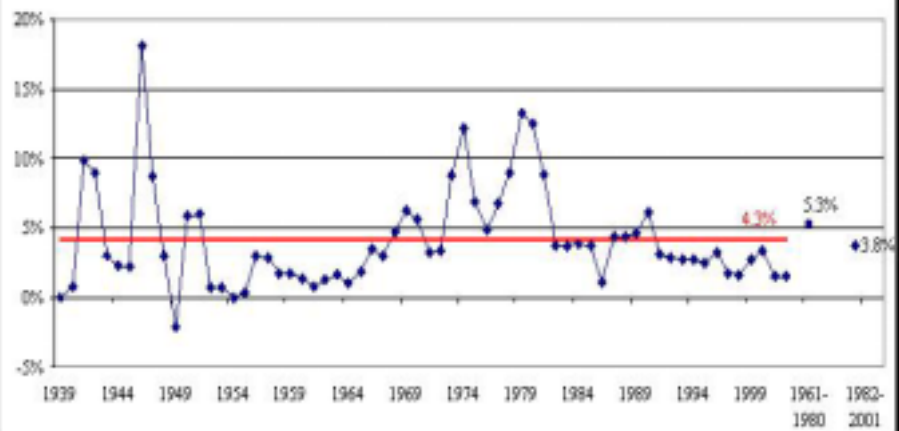
Croissance de l'emploi, États-Unis



Productivité du secteur privé, États-Unis



Taux d'inflation, États-Unis

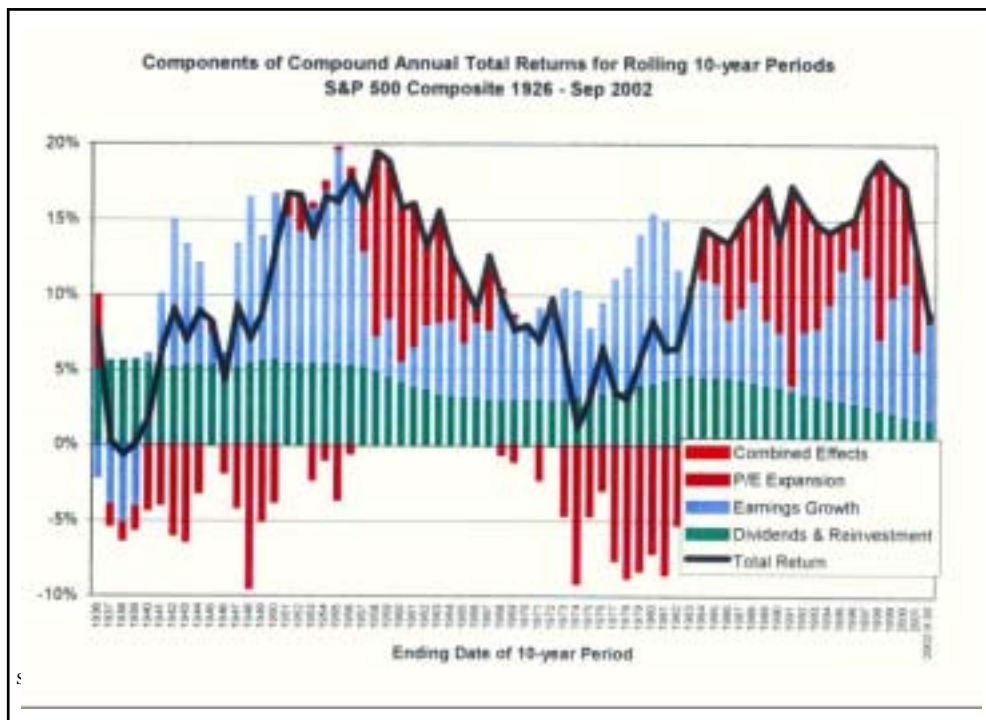


Décomposition du rendement du S&P 500

	Rendement total	Rendement des dividendes	Croissance des profits*	Changement dans l'évaluation
1872-2001	9.1%	4.8%	3.5%	0.8%
1960-2001	11.0	3.7	5.1	2.2
Les décennies				
1872-1879	6.5%	6.0%	-1.1%	1.7%
1880	5.6	4.8	-1.1	1.9
1890	5.5	4.2	5.0	-3.7
1900	9.9	4.3	5.6	0.0
1910	4.5	5.7	2.0	-3.2
1920	14.6	5.3	5.7	3.6
1930	-0.1	5.3	-5.7	0.3
1940	9.2	6.2	9.9	-7.0
1950	19.5	5.8	3.9	9.7
1960	7.8	3.4	5.5	-1.1
1970	5.7	4.3	9.9	-8.5
1980	17.5	4.9	4.5	8.1
1990	18.5	2.7	7.8	7.7

*Basée sur les profits rapportés

23



Tendance à long terme prévue des marchés financiers

Rendement attendu

• Marché obligataire

Derniers 20 ans:	13%	(Canada)
	12%	(E.U.)

Attendu (2003-2010):

(30%) optimiste:	6.0% - 7.0%
(50%) le plus probable:	4.0% - 5.0%
(20%) pessimiste:	2.0% - 3.0%
Moyenne pondérée:	4.5%

25

Tendance à long terme prévue des marchés financiers

Rendement attendu

• Immobilier

Derniers 20 ans:	8.0%
------------------	------

Attendu (2003-2010):

(30%) optimiste:	10.0% - 11.0%
(50%) le plus probable:	8.0% - 9.0%
(20%) pessimiste:	6.0% - 7.0%
Moyenne pondérée:	8.7%

(Note: le rendement attendu provenant des 'cash flow' est d'environ 8%)

26

Tendance à long terme prévue des marchés financiers

Rendement attendu

• Placements privés en actions

Derniers 20 ans: *	15%	(Europe)
	20%	(U.S.A.)

(* prime de risque de 5% au-dessus du rendement du marché boursier)

Attendu (2003-2010):

(30%) optimiste:	12% - 13%
(50%) le plus probable:	9% - 10%
(20%) pessimiste:	6% - 7%
Moyenne pondérée:	9.8%

27

Tendance à long terme prévue des marchés financiers

Rendement attendu

• Fonds de couverture

Derniers 20 ans:*	18%
-------------------	-----

(* prime de risque de 3% au-dessus du rendement du marché boursier)

Attendu (2003-2010) *

(30%) optimiste:	11% - 12%
(50%) le plus probable:	8% - 9%*
(20%) pessimiste:	5% - 6%
Moyenne pondérée:	8.8%

* en ligne avec le rendement du marché boursier

28

Traditional and Alternative Investments
Historical Return, Volatility and Correlation Characteristics *

	Return %	Volatility %	1	2	3	4	5	6	7	8
1 U.S. Equity	14.8	12.8	1.00	0.55	0.35	0.24	-0.46	-0.01	0.33	0.71
2 Ex-U.S. Equity	13.2	16.7	0.55	1.00	0.14	0.29	0.00	0.39	0.25	0.52
3 U.S. Fixed Income	10.5	7.0	0.35	0.14	1.00	0.73	-0.47	-0.05	0.17	0.31
4 Ex-U.S. Fixed Inc.	10.7	6.0	0.24	0.29	0.73	1.00	-0.10	0.23	-0.08	0.14
5 Private Equity	20.7	10.5	-0.46	0.00	-0.47	-0.10	1.00	0.47	-0.53	-0.30
6 Real Estate	7.8	5.9	-0.01	0.39	-0.05	0.23	0.47	1.00	-0.51	-0.18
7 Natural Resources	18.3	8.8	0.33	0.25	0.17	-0.08	-0.53	-0.51	1.00	0.23
8 Hedge Funds	18.2	9.4	0.71	0.52	0.31	0.14	-0.30	-0.18	0.23	1.00

* Based on annual logarithmic excess returns from 1981-2000 (Natural Resources from 1987-2000). Sources : Wilshire, MSCI, Salomon, NCREIF, Venture Economics, Ibbotson Associates, Adams Street Partners, Brinson Partners. Hedge fund data are available from www.hedgefund.net

Source : UBS Asset Management

29

**Rendements attendus pour une caisse de retraite
selon diverses allocations d'actif (2003-2010)**
(basés sur les rendements attendus dans le scénario le plus probable)

Classes d'actif	Rend. attendu	Allocation d'actif					
		60%	40%	40%	35%	30%	25%
Obligations	4.5%						
Actions canadiennes et américaines	8.5	40	60	50	50	40	35
Placements privés en actions	9.5			10	10	10	15
Immobilier	8.5				5	10	15
Fonds de couverture	8.5					10	10
Rendement attendu		6.1	6.9	7.0	7.2	7.4	7.7

30

Rendements attendus pour une caisse de retraite selon diverses allocations d'actif (2003-2010)

(basés sur les rendements attendus dans le scénario optimiste pour toutes les classes d'actif sauf les obligations où le scénario pessimiste a été retenu)

Classes d'actif	Rend. attendu	Allocation d'actif						
Obligations	2.5%	60%	40%	40%	35%	30%	25%	
Actions canadiennes et américaines	12.0	40	60	50	50	40	35	
Placements privés en actions	12.5			10	10	10	15	
Immobilier	10.5				5	10	15	
Fonds de couverture	11.5					10	10	
Rendement attendu		6.3	8.2	8.3	8.7	9.0	9.4	

31

Tendance à long terme prévue des marchés financiers

• Quelques conclusions préliminaires :

- À l'avenir, les rendements des obligations à long terme demeureront en ligne avec le taux de croissance attendue de l'IPC
- À l'avenir, les rendements des actions proviendront principalement de la croissance des profits.
- À l'avenir, les rendements sur les classes d'actif traditionnelles (actions et obligations) devraient être unitaires.

32

Tendance à long terme prévue des marchés financiers

- **Quelques conclusions préliminaires: (suite)**

- À cause des bas rendements attendus, les investisseurs favoriseront les titres offrant un bon revenu stable.
- Les stratégies passives devraient offrir des rendements inférieurs aux stratégies actives d'allocation d'actifs.
- La sélection de titres va devenir un facteur dominant dans la valeur ajoutée.

33

Tendance à long terme prévue des marchés financiers

- **Quelques conclusions préliminaires: (suite)**

- Les placements alternatifs devraient jouer un rôle important dans la maximisation du profil rendement/risque d'un portefeuille (i.e. rendement supérieur avec une volatilité moindre).

34

Tendance à long terme prévue des marchés financiers

- **Impact potentiel sur les caisses de retraite**

- La croissance des surplus futurs (s'il y a) devrait être limitée
- Le risque que les déficits se maintiennent pour plusieurs années encore n'est pas négligeable.
- Les politiques de capitalisation et de bénéfices auront peut-être à être révisées.

35

Tendance à long terme prévue des marchés financiers

- **Impact potentiel sur les caisses de retraite: (suite)**

- Besoin accru de stratégies et de produits de placement à valeur ajoutée.
- Le choix de gestionnaires ayant une capacité supérieure à ajouter de la valeur deviendra plus important.
- Préférence sera donnée aux gestionnaires habiles à choisir des titres en s'appuyant sur la recherche fondamentale.

36