

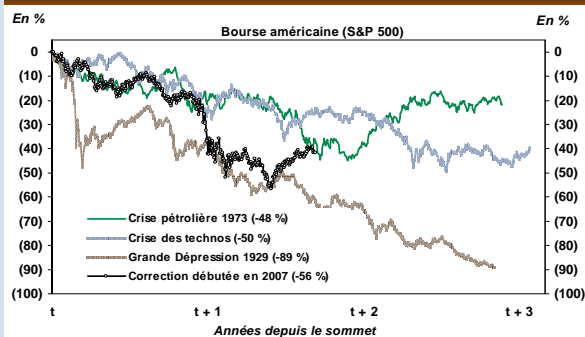
19 juin 2009

Perspectives boursières : la tendance haussière pourra-t-elle se poursuivre?

Risque de correction à court terme, mais potentiel à moyen terme

Les marchés boursiers ont connu une période de volatilité extrême. L'éclatement de la crise financière à l'été 2007 a entraîné une correction boursière qui s'est transformée en hécatombe l'automne dernier à la suite de la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre, et de l'imbroglio au Congrès lié au plan Paulson dans les semaines suivantes. Puis, la situation a semblé prendre du mieux, les Bourses effectuant une remontée d'environ 20 % à la fin de 2008. Ce type de rallye temporaire appelé « *bear market rally* » est habituel lors des corrections boursières. Une nouvelle vague de panique a toutefois mené les indices à de nouveaux creux le 6 mars 2009. La Bourse américaine était alors tombée 57 % en dessous de son sommet historique alors que la perte de la Bourse canadienne atteignait 50 %. Tant par sa rapidité que par son ampleur, cette correction est certainement l'une des plus violentes enregistrées depuis la Grande Dépression (graphique 1).

Graphique 1 – Jusqu'en mars dernier, la correction boursière américaine ressemblait à celle de la Grande Dépression



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Pour plusieurs, les niveaux déprimés de mars, qui reflétaient des scénarios apocalyptiques, se sont avérés un bon point d'entrée. Partout sur la planète, les indices boursiers ont amorcé une nouvelle remontée impressionnante. Par exemple, l'indice S&P 500 américain a rebondi de plus de 35 % par rapport à son creux du 6 mars. Si nous avons bon espoir de voir les Bourses reprendre une tendance haussière cette année, une remontée aussi rapide a de quoi surprendre, d'autant plus que le contexte économique demeure difficile. La question est de savoir si la hausse actuelle n'est qu'un nouveau « *bear market rally* » qui se corrigera rapidement ou si, à l'inverse, le potentiel de croissance des indices demeure élevé.

Dans ce *Point de vue économique*, nous analyserons les mouvements des indices depuis l'éclatement de la crise et nous tenterons de déterminer si les perspectives demeurent bonnes à court et moyen terme pour le marché boursier nord-américain.

UNE CORRECTION DIFFICILE À VOIR VENIR

Une caractéristique particulière de la correction boursière américaine débutée en 2007 est qu'elle n'a pas été précédée par une période d'euphorie. Après un rebond modeste à la suite de l'éclatement de la bulle technologique, l'indice S&P 500 a progressé en moyenne de 8,5 % par année de 2004 à 2006 : une performance conforme à son rendement historique. En

fait, en juillet 2007, le S&P 500 venait à peine de passer au-dessus de son ancien sommet datant du début du nouveau millénaire. La performance de la Bourse canadienne durant cette période a cependant été plus spectaculaire étant donné l'exposition des prix des matières premières, ce qui pouvait la rendre plus sujette à une correction violente (graphique 2 à la page 2).

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

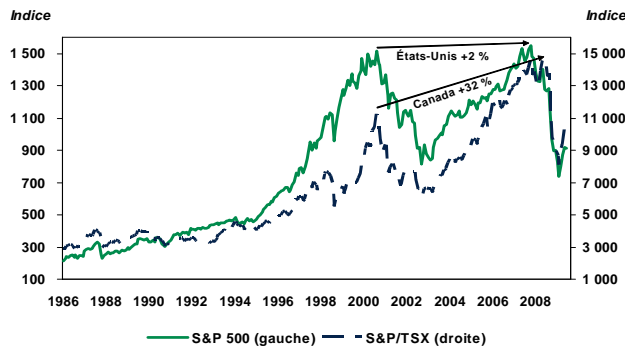
Mathieu D'Anjou
Économiste senior

Martin Lefebvre
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Graphique 2 – La Bourse canadienne a été avantagée depuis l’an 2000 par la poussée des prix des matières premières

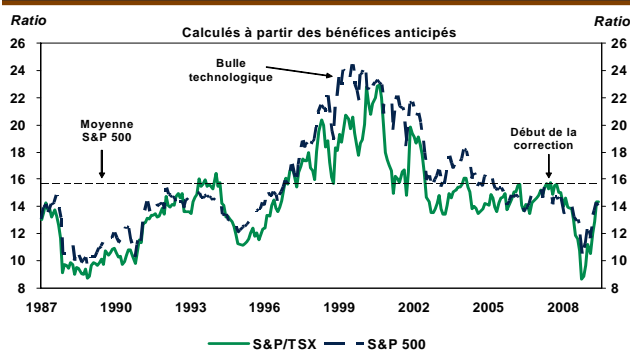


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La façon classique de juger si le marché boursier est surévalué est de comparer le prix des actions par rapport aux bénéfices anticipés des sociétés. La logique est qu'en achetant une action, on acquiert une partie de l'entreprise et, surtout, un droit sur une part de ses bénéfices futurs. En théorie, la valeur d'une action devrait ainsi correspondre à la somme actualisée des bénéfices par action présents et futurs d'une compagnie.

C'est pourquoi le ratio du prix d'un indice boursier divisé par le bénéfice par action des entreprises sous-jacentes est très souvent utilisé pour déterminer si le marché est surévalué ou sous-évalué. Étant donné la forte croissance des bénéfices au cours des années précédentes, les ratios cours/bénéfice étaient très près de leur moyenne historique au Canada et aux États-Unis à l'été 2007 (graphique 3). Cette situation diffère beaucoup de ce qui était observé durant la bulle technologique alors que ces mêmes ratios atteignaient des sommets.

Graphique 3 – Les ratios cours/bénéfice étaient loin des niveaux signalant une bulle en 2007



Sources : Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

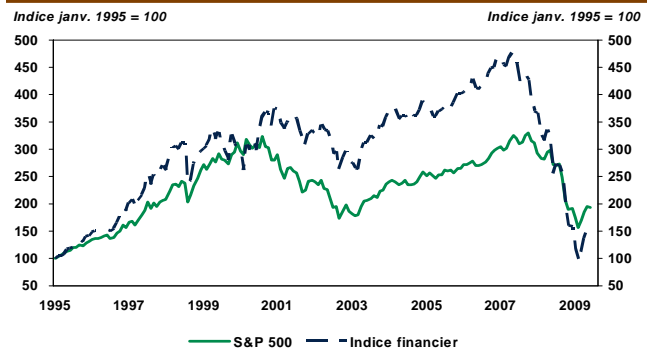
L'EFFONDREMENT DU SECTEUR FINANCIER ET LA RÉCESSION CHANGENT LA DONNE

Une leçon que tous les nouveaux investisseurs apprennent rapidement est que, malgré l'utilité des ratios cours/bénéfice,

on ne peut s'y fier aveuglément. Ces ratios ne sont valables que si les bénéfices passés ou prévus utilisés dans le calcul représentent bien la situation de l'entreprise. Un exemple extrême est le titre de Lehman Brothers qui semblait être une aubaine pour les investisseurs jusqu'au jour où les problèmes de liquidité de cette compagnie l'ont menée à la faillite.

Sensiblement la même chose s'est produite à l'été 2007 pour l'indice S&P 500. La faible évaluation de l'indice, en termes de ratio cours/bénéfice, reposait en partie sur les énormes profits du secteur financier (graphique 4). La correction du marché immobilier américain, la crise des liquidités, puis celle du crédit ont cependant transformé les bénéfices des grandes banques internationales en pertes records alors que plus de 1 000 G\$ d'actifs ont dû être radiés. Au-delà des radiations, c'est tout le modèle des banques d'investissement basé sur des primes de risque et de liquidité très faibles qui s'est écroulé en quelques mois et qui risque de ne jamais pleinement se rétablir. Dans les mois qui ont suivi, des institutions que l'on croyait inébranlables comme Bear Stearns, Lehman Brothers et AIG ont disparu ou ont dû subir une quasi-nationalisation.

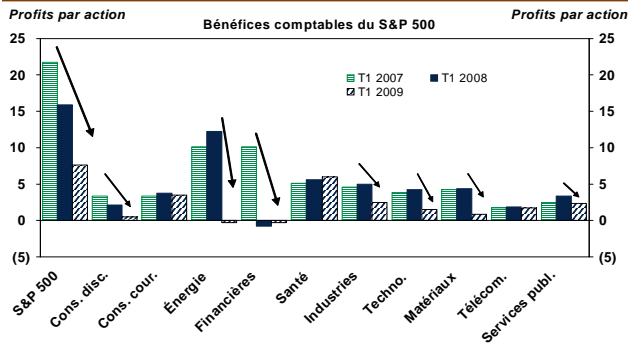
Graphique 4 – La performance du secteur financier a gonflé la Bourse américaine de 2000 à 2007



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

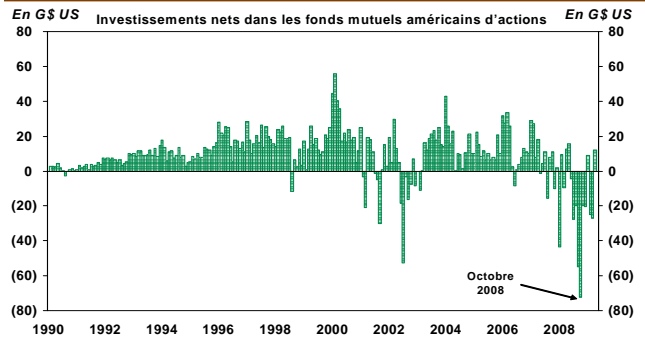
Initialement, les problèmes étaient concentrés dans les secteurs de l'immobilier et de la finance, mais le resserrement du crédit et la chute de confiance se sont généralisés, entraînant la récession actuelle. La contraction particulièrement violente de l'activité économique, un peu partout sur la planète, a affecté les bénéfices de l'ensemble des entreprises (graphique 5 à la page 3) et a même poussé deux des trois grands constructeurs automobiles américains à la faillite. Les pays producteurs de matières premières, comme le Canada, la Russie, le Brésil et l'Afrique du Sud, qui avaient été relativement épargnés au début de la crise financière, ont vu leur marché boursier s'effondrer lorsque la récession mondiale s'est confirmée et que les cours des ressources ont chuté.

Graphique 5 – La chute des profits touche plusieurs secteurs



Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Plusieurs investisseurs ont liquidé leurs placements boursiers à la suite de la faillite de Lehman Brothers



Sources : Investment Company Institute et Desjardins, Études économiques

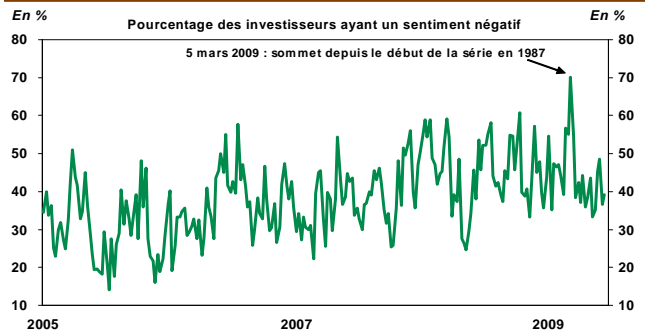
UNE CHUTE AMPLIFIÉE PAR UNE VAGUE DE PANIQUE

D'un point de vue fondamental, l'évolution des bénéfices des entreprises au cours des derniers trimestres justifiait pleinement une forte correction boursière. En fait, toutes les récessions américaines au cours des dernières décennies ont été accompagnées d'une période de fort recul de la Bourse.

On peut cependant se demander si la correction n'a pas été exagérée. La première phase de baisse des indices américains, de l'automne 2007 jusqu'en septembre 2008, semblait relativement normale. Le sauvetage d'AIG et la faillite de Lehman Brothers en septembre dernier ont cependant causé une onde de choc beaucoup plus significative. Tous les indicateurs de tension financière ont explosé, et les indices boursiers ont plongé très rapidement. Sans tenir compte de la valeur fondamentale des titres, de nombreux investisseurs ont liquidé leurs placements à toute allure, comme le montre la sortie record de capitaux enregistrée dans les fonds mutuels d'actions (graphique 6). Après plusieurs semaines de capitulation, la situation s'est calmée quelque peu en fin de 2008. Un retour des craintes d'une nationalisation bancaire à grande échelle à la suite de la présentation d'un plan de sauvetage décevant du secteur financier a toutefois fait replonger les Bourses au début de 2009 pour finalement les porter à leur creux le 6 mars. À ce moment, le pessimisme des investisseurs atteignait un sommet sans précédent (graphique 7) alors que l'on ne parlait plus que de dépression économique et d'effondrement du système financier. Comme le montre le graphique 8, les tensions financières ont une influence importante sur l'évaluation du marché boursier.

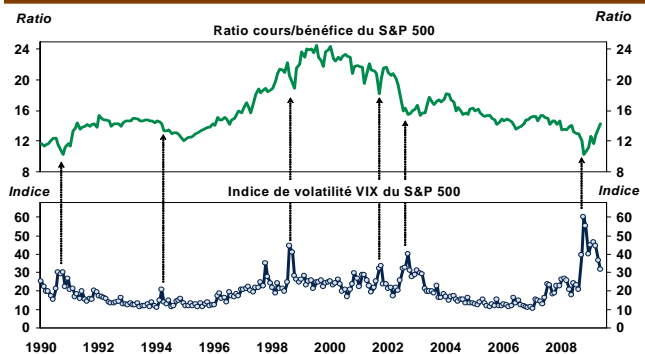
Ce n'est donc pas un hasard si le rebond spectaculaire des indices depuis mars dernier s'est fait en même temps qu'une amélioration considérable de l'environnement financier. Les efforts des autorités monétaires et gouvernementales ont finalement réussi à apaiser les craintes d'effondrement du système financier international. Les primes de financement exigées des grandes banques sont ainsi redescendues sous

Graphique 7 – Le creux des Bourses au début de mars s'est produit à un moment de pessimisme extrême



Sources : American Association of Individual Investors et Desjardins, Études économiques

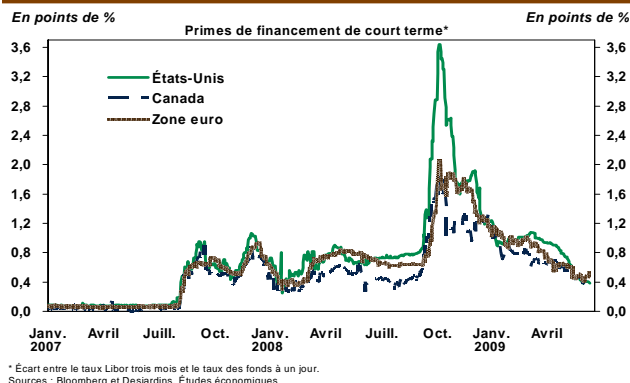
Graphique 8 – Une poussée des tensions financières fait habituellement chuter le ratio cours/bénéfice



Sources : Datastream, Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

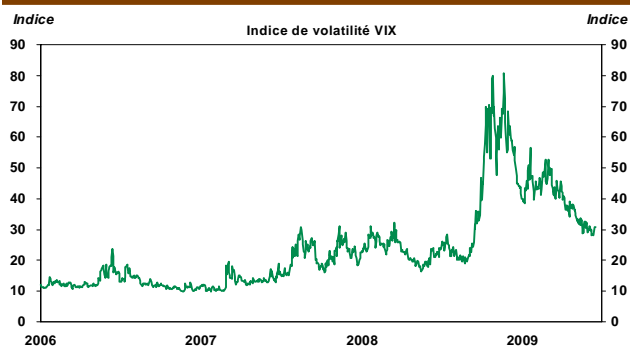
les niveaux qui prévalaient avant la faillite de Lehman Brothers (graphique 9 à la page 4). Le regain de confiance des investisseurs a aussi permis aux entreprises de recommencer à émettre des actions et des titres de dette. Cela facilite grandement leur financement et leur assure une liquidité suffisante. Plusieurs banques américaines ont même commencé à rembourser au gouvernement les sommes qui

Graphique 9 – Les primes de financement sont revenues près des niveaux d'avant la faillite de Lehman Brothers



leur avaient été avancées pour les aider à passer au travers du pire de la crise¹. L'amélioration de l'indice VIX (graphique 10), qui calcule la volatilité implicite du marché boursier américain, est un autre signe évident de l'embellie de l'environnement financier.

Graphique 10 – Les tensions financières se sont résorbées selon l'indice de volatilité de la Bourse américaine



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

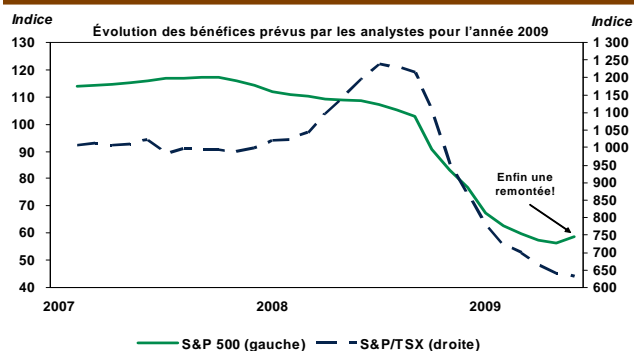
LE NIVEAU DES INDICES EST-IL JUSTIFIÉ PAR LES PROFITS?

Jusqu'à maintenant, le rebond des Bourses provient surtout de l'apaisement des tensions financières et de quelques signes de reprise économique. Les scénarios de dépression économique et d'hécatombe du système financier semblent ainsi beaucoup moins probables qu'en début d'année. Cependant, même si d'autres améliorations sont encore possibles sur ce front, la croissance des indices au cours des prochaines années devra s'appuyer sur des assises plus fondamentales, soit des profits suffisants pour justifier le prix des actions.

¹ Jusqu'à maintenant, dix banques, dont J. P. Morgan et Goldman Sachs, ont eu la permission de racheter les participations prises par le gouvernement américain pour un total de 68 G\$ US.

L'impact de la crise financière et de la récession sur les bénéfices des entreprises a été spectaculaire. D'un niveau record, le bénéfice par action du S&P 500 a chuté brutalement pour tomber en territoire négatif à la fin de 2008, une première depuis au moins la Grande Dépression. Cette perte trimestrielle était toutefois grandement attribuable aux déboires de la firme AIG. Malgré le contexte difficile, les profits des entreprises qui composent le S&P 500 sont ainsi retournés en territoire positif au premier trimestre de 2009, mais ils demeurent faibles. Les analystes ont ainsi continué à revoir à la baisse leurs prévisions au cours des derniers mois et ils anticipent maintenant un recul des profits de 12 % en 2009 aux États-Unis et de 27 % au Canada (graphique 11). La prévision pour le S&P 500 a toutefois légèrement augmenté au cours des derniers jours : un signe encourageant!

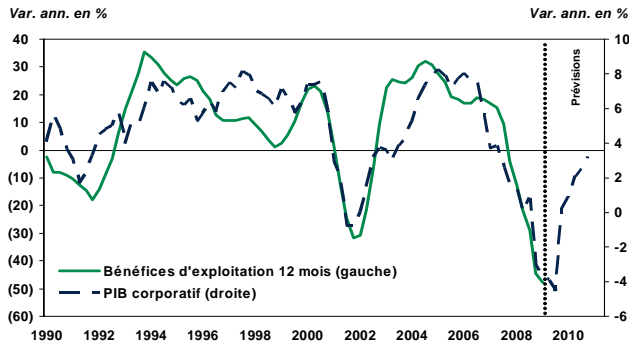
Graphique 11 – Les profits anticipés ont continué d'être revus à la baisse jusqu'à tout récemment



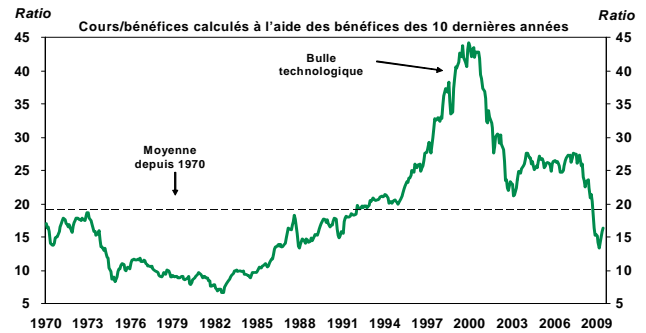
Sources : Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

Au-delà des attentes des analystes, nos propres prévisions économiques donnent une idée quant à l'évolution future des bénéfices des entreprises. L'évolution des profits est habituellement fortement corrélée avec celle de l'économie. La relation est encore meilleure si l'on tient seulement compte de l'activité des entreprises (graphique 12 à la page 5). Ainsi, la chute des bénéfices au cours des derniers trimestres cadre bien avec l'évolution de l'économie américaine depuis le début de la récession. Étant donné les impacts durables de la crise financière et un rebond très modeste de la consommation, nous prévoyons que la reprise, attendue d'ici la fin de 2009, sera modeste. Par conséquent, la progression des bénéfices des entreprises sera moins spectaculaire que lors des récentes reprises (graphique 13 à la page 5).

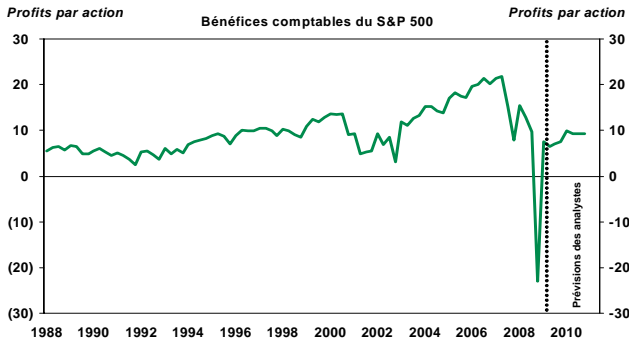
La combinaison du rebond rapide des indices boursiers et d'une nouvelle révision à la baisse des profits anticipés a eu un effet important sur les critères d'évaluation du marché. Les ratios cours/bénéfice, qui indiquaient que le marché était extrêmement sous-évalué en début d'année, sont aujourd'hui remontés plus près de leur moyenne historique. Cependant, en supposant que les indices boursiers demeurent au niveau

Graphique 12 – L'évolution des bénéfices d'exploitation du S&P 500 est fortement liée à celle du PIB corporatif


Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

Graphique 14 – En utilisant les bénéfices tendanciels, la Bourse semble aussi légèrement sous-évaluée


Sources : Robert J. Shiller, Yale University, Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – Les profits remonteront au cours des prochains trimestres, sans toutefois exploser


Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

actuel et que les profits remontent comme nous l'anticipons, les ratios cours/bénéfice reprendraient rapidement une tendance baissière. Cela suggère que les marchés boursiers américain et canadien ont encore un bon potentiel d'appréciation à moyen terme.

Un problème avec les ratios cours/bénéfice est que, les bénéfices des entreprises étant volatils, les profits utilisés dans le calcul sont incertains et ils peuvent être fortement influencés par le contexte actuel. Pour cette raison, il est parfois préférable d'utiliser une mesure tendancielle des bénéfices plutôt que seulement les profits des 12 derniers ou des 12 prochains mois. En utilisant la moyenne des profits des dix dernières années ajustés pour l'inflation, on obtient actuellement un ratio cours/bénéfice de 16 pour le S&P 500 comparativement à une moyenne de 19 depuis 1970 (graphique 14).

LA BOURSE EST-ELLE INTÉRESSANTE D'UN POINT DE VUE RELATIF?

Au-delà de l'évaluation fondamentale du marché boursier, il est intéressant d'utiliser d'autres critères pour juger si le marché est attrayant. Le « modèle de la Fed », qui était très

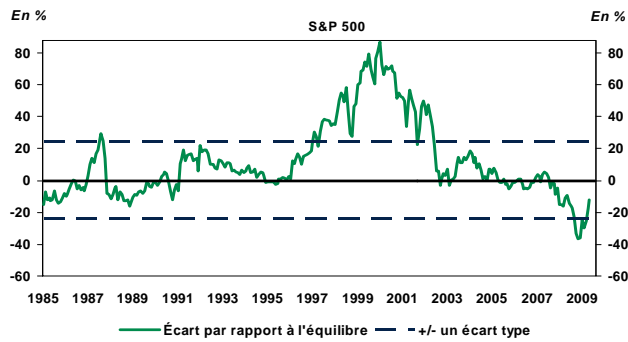
populaire il y a quelques années, compare le rendement offert par le marché boursier (calculé comme le bénéfice par action divisé par le prix d'une action)² au rendement offert par une obligation fédérale de dix ans. La version la plus extrême de ce modèle suppose que la Bourse est surévaluée dès que son rendement est inférieur à celui des obligations et vice versa. En réalité, étant donné la prime de risque supplémentaire exigée du marché boursier, il n'y a pas de raison pour que les rendements de ces deux classes d'actifs soient égaux à l'équilibre.

D'autres critiques importantes ont été faites du modèle de la Fed³. Il est toutefois logique qu'il y ait une certaine relation entre la valorisation du marché boursier et le taux offert par le marché obligataire pour au moins deux raisons. La première est que, si les investisseurs ont l'opportunité d'obtenir un rendement élevé des titres obligataires peu risqués, il est normal qu'ils demandent aussi un rendement élevé du marché boursier. Deuxièmement, comme la valeur d'une action correspond à la valeur actualisée des bénéfices futurs, un taux obligataire plus élevé aura un impact sur le prix d'une action, toutes choses étant égales par ailleurs, puisqu'il fera augmenter ce taux d'actualisation. Nous avons donc estimé notre propre version du modèle de la Fed pour les Bourses canadienne et américaine. Un modèle classique montre que les deux marchés demeurent significativement sous-évalués. Ce modèle est toutefois un peu faussé, à notre avis, par l'épisode de la bulle technologique. En contrôlant l'impact de la bulle sur l'estimation des coefficients de notre équation, les résultats changent légèrement et indiquent que le marché

² Cette mesure est donc l'inverse du ratio cours/bénéfice.

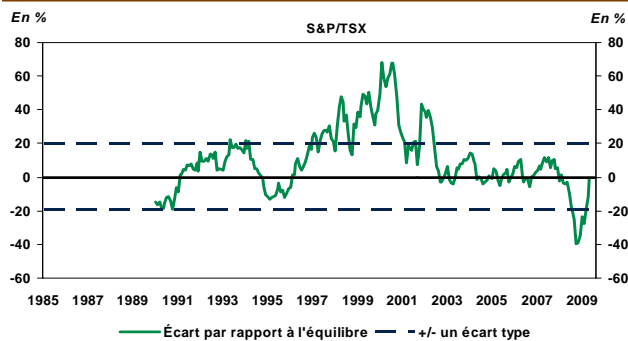
³ Clifford ASNESS, « Fight the Fed Model - The Relationship Between Stock Market Yields, Bond Market Yields, and Future Returns », AQR Capital Management LLC, décembre 2002.

Graphique 15 – Modèle de la Fed de valorisation du marché boursier américain



Source : Desjardins, Études économiques

Graphique 16 – Modèle de la Fed de valorisation du marché boursier canadien

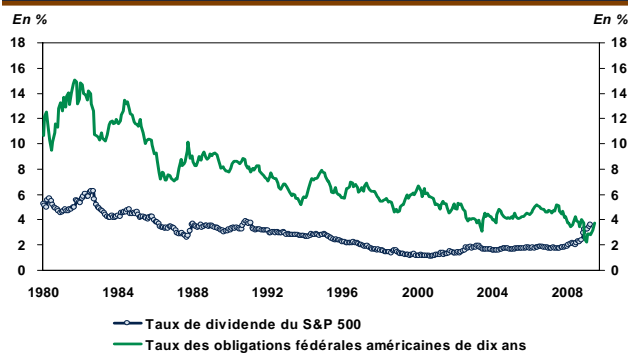


Source : Desjardins, Études économiques

américain est présentement légèrement sous-évalué, alors que le marché canadien est à l'équilibre (graphiques 15 et 16.)

Le fait que le taux de dividende du S&P 500 dépasse maintenant le rendement offert par une obligation fédérale suggère aussi que le marché est peu coûteux (graphique 17).

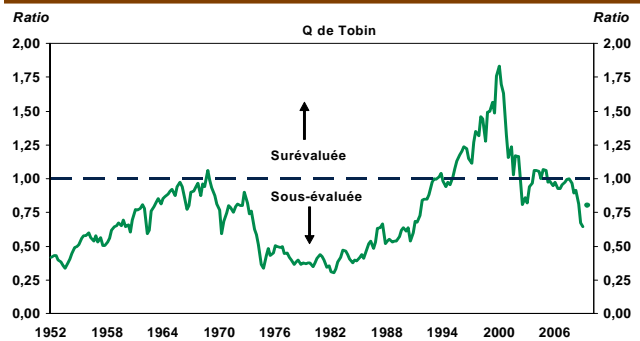
Graphique 17 – Le taux de dividende de la Bourse a dépassé le rendement offert par le marché obligataire récemment



Sources : Robert J. Shiller, Yale University, Datastream et Desjardins, Études économiques

Un autre critère utile est le Q de Tobin. Cette mesure calcule le ratio entre la valeur des actions d'une compagnie et le coût de remplacement de ses actifs. En théorie, si ce ratio dépasse l'unité, une action est surévaluée puisqu'il serait moins coûteux d'acheter les actifs auxquels l'action donne droit plutôt que l'action elle-même. Il est possible de calculer cette mesure pour l'ensemble du marché boursier américain (graphique 18). Cette mesure indique aussi que la Bourse américaine était très sous-évaluée au premier trimestre de 2009 et, selon nos estimations, elle le demeure légèrement aujourd'hui.

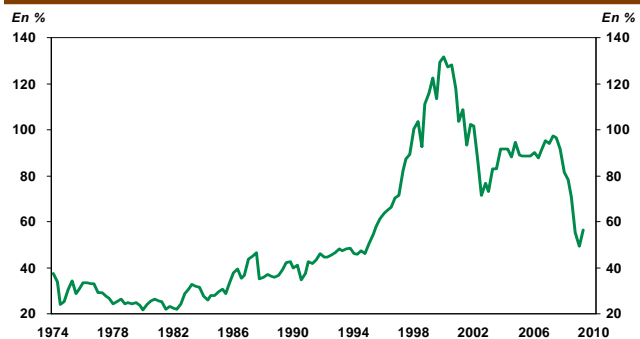
Graphique 18 – Q de Tobin aux États-Unis



Source : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Finalement, une autre indication de la valorisation du marché peut être obtenue en regardant la capitalisation boursière totale de l'indice par rapport au PIB nominal du pays (graphique 19). Cette mesure est plus utile pour une grande économie relativement fermée comme les États-Unis que pour un petit pays ouvert comme le Canada dont les profits des entreprises dépendent davantage de la conjoncture internationale. En ce moment, cette mesure montre aussi que le marché boursier américain ne présente pas une évaluation exagérée.

Graphique 19 – La valeur de la Bourse par rapport au PIB américain a chuté rapidement



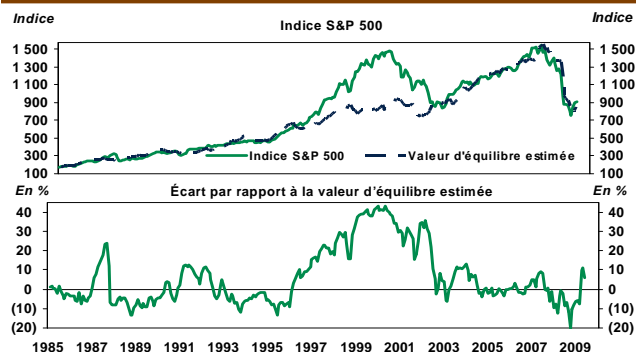
Sources : Standard & Poor's, Datastream et Desjardins, Études économiques

MODÉLISER L'ÉVOLUTION DU S&P 500

Pour terminer, une équation économétrique a été estimée afin d'intégrer différentes mesures de valorisation boursière pour établir une valeur d'équilibre plus complète. Nos estimations tiennent compte du lien indéniable entre la valeur de la Bourse et les bénéfices des entreprises, mais aussi, malgré certaines critiques, d'un lien logique qui devrait subsister avec le rendement du marché obligataire. Enfin, étant donné que nos observations démontrent que les tensions financières ont aussi un impact sur la valorisation boursière, une mesure de la prime de risque sur le marché des obligations des sociétés a été incorporée à l'équation. Pour éviter un biais d'estimation lié à la bulle technologique, un traitement spécial a été inclus pour cette période.

Les résultats obtenus semblent confirmer que les facteurs étudiés précédemment sont en mesure d'expliquer les variations récentes de la Bourse américaine (graphique 20). Le récent rebond boursier a permis de ramener le marché légèrement au-dessus du niveau d'équilibre estimé par le modèle. En supposant que les primes de risque retournent vers leurs normales d'ici la fin de 2010 et que nos prévisions de profits des entreprises et de taux d'intérêt se confirment, le modèle indique toutefois que la valeur d'équilibre du S&P 500 pourrait remonter légèrement au-dessus de notre cible de 1 100 points à la fin de 2010. Bien sûr, les prévisions d'un tel modèle doivent être vues comme un ordre de grandeur étant donné la volatilité inhérente du marché boursier.

Graphique 20 – Selon un modèle intégrant plusieurs éléments d'analyse, la Bourse est légèrement surévaluée



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

CONCLUSION : LA BOURSE DEVRAIT OFFRIR UN RENDEMENT INTÉRESSANT AU COURS DES PROCHAINES ANNÉES

Notre modèle et la plupart des autres indicateurs envoient donc un message similaire. Après la remontée rapide observée depuis mars, le marché boursier n'est plus aussi sous-évalué, mais il demeure relativement attrayant. Les Bourses pourraient produire un bon rendement au cours des prochaines années alors que les tensions financières continueront à se modérer et que les profits s'amélioreront progressivement.

Cette conclusion est toutefois valable dans une optique de moyen et long terme, car une appréciation est moins assurée

**Tableau 1
Rendement des classes d'actifs**

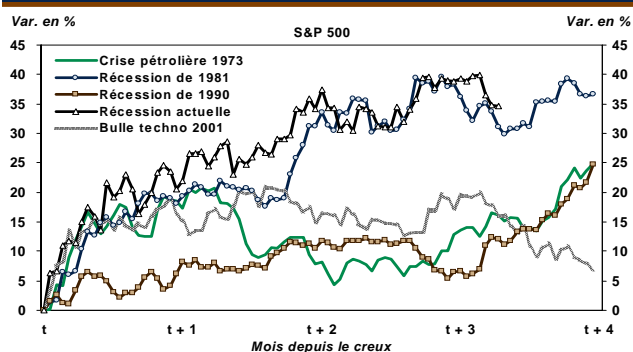
	<i>Encaisse</i>	<i>Obligations</i>	<i>Actions canadiennes</i>	<i>Actions américaines</i>	<i>Actions internationales</i>	<i>Taux de change</i>
Fin d'année	Bons du Trésor - trois mois	Indice oblig. (Scotia Capital)	Indice S&P/TSX*	Indice S&P 500 (\$ US)*	Indice MSCI EAFE (\$ US)*	\$ CAN/\$ US (var. en %)**
2000	5,50	10,20	7,40	(9,10)	(14,00)	3,80
2001	3,90	8,10	(12,60)	(11,90)	(21,20)	6,50
2002	2,50	8,70	(12,40)	(22,10)	(15,70)	(1,50)
2003	2,90	6,70	26,70	28,70	39,20	(17,70)
2004	2,20	7,10	14,50	10,90	20,70	(7,10)
2005	2,70	6,50	24,10	4,90	14,00	(3,30)
2006	4,00	4,10	17,30	15,80	26,90	0,20
2007	4,10	3,70	9,80	5,50	11,60	(14,40)
2008	2,30	6,40	(33,00)	(37,00)	(43,10)	22,10
2009p fourchette	cible : 0,3 0,2 à 0,5	cible : 3,0 1,0 à 5,0	cible : 22,0 10,0 à 30,0	cible : 10,0 -5,0 à 20,0	cible : 15,0 5,0 à 25,0	cible : -11,8 (0,93 \$ US) -13,6 à 2,6
2010p fourchette	cible : 0,5 0,3 à 0,8	cible : 3,0 1,0 à 5,0	cible : 13,0 5,0 à 20,0	cible : 16,0 5,0 à 25,0	cible : 18,0 5,0 à 25,0	cible : -7,0 (1,00 \$ US) -15,4 à 3,3

p : prévisions; * Dividendes inclus; ** Négatif = appréciation et positif = dépréciation.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

à court terme. Par exemple, la diminution notable des Bourses au cours des deux premiers mois de 2009 a eu lieu même si elles paraissent déjà très attrayantes d'un point de vue fondamental. Les mouvements de court terme des indices semblent beaucoup plus influencés par les fluctuations du sentiment des investisseurs que par des facteurs rationnels. Après l'envolée spectaculaire des derniers mois, qui se compare déjà aux meilleurs rebonds de la Bourse (graphique 21), une consolidation et même une correction temporaire sont très probables à court terme, d'autant plus que les espoirs de reprise en « V » risquent de ne pas se concrétiser.

Graphique 21 – Le rebond de la Bourse américaine ressemble à celui de la récession de 1981



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Malgré le risque de volatilité à court terme, le marché boursier représente actuellement un choix très intéressant pour la plupart des investisseurs. La tendance haussière de moyen terme semble bien engagée et, comme nous l'avons démontré, les indices nord-américains possèdent un bon potentiel de croissance pour les prochaines années. Le tableau 1 à la page 7, qui contient nos prévisions de rendement pour les différentes classes d'actifs, montre à quel point le rendement du marché boursier devrait surpasser celui du marché obligataire au cours des prochaines années. Il faut dire que la performance des obligations sera limitée par le niveau très faible des taux et les prévisions d'une remontée progressive de ces derniers à mesure que la reprise se confirmera.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou, CFA

Économiste senior

Hendrix Vachon

Économiste