

L'élection américaine semble avoir marqué la fin de la période de consolidation de la bourse américaine, ce qui a permis aux portefeuilles diversifiés de générer de bons rendements au quatrième trimestre. Le prix du pétrole s'est replié en deçà de 50 \$ le baril, le dollar canadien a cessé de monter et les taux d'intérêt à long terme ont même baissé légèrement. Un portefeuille indiciel canadien composé à 50 % d'actions et 50 % d'obligations a généré un rendement de 3,8% au quatrième trimestre.

À la suite de la réélection du président Bush, il est maintenant clair que la politique économique américaine ne changera pas de direction. Au contraire, le président a l'intention de rendre permanentes les baisses d'impôts instituées il y a deux ans et de réformer la sécurité sociale pour en privatiser une partie. Les deux déficits (celui du gouvernement et celui de la balance des paiements) qui atteignent déjà des niveaux records, ne pourront que continuer à augmenter. Tôt ou tard, le dollar américain sera affecté. Nous avons donc réduit la position des portefeuilles aux États-Unis.

PRIX DU PÉTROLE

Les choix de répartition d'actifs sont difficiles à faire en ce moment parce qu'à court terme, l'évolution des grands marchés est directement reliée à une seule variable : le prix du pétrole. Lorsque le prix du pétrole monte, les titres énergétiques montent mais le reste de la bourse baisse, le dollar américain reprend un peu de vigueur et le dollar canadien encore plus, l'économie américaine surperforme l'économie européenne tandis que les pays émergents non producteurs de pétrole et le Japon ont la vie difficile. Le contraire se produit lorsque le prix du pétrole baisse.

Le choix est d'autant plus important en ce moment que le prix du pétrole peut se mettre à baisser, ce qui aurait des effets importants sur les marchés. Pour le moment, notre répartition d'actifs est basée sur un prix entre 40 \$ et 50 \$.

DOLLAR AMÉRICAIN

Nous savons que les monnaies ne réagissent pas directement aux déséquilibres des balances des paiements et c'est ce qui rend la prévision des monnaies si difficiles à faire. À la fin de la journée cependant, il faut que les comptes soient

soldés d'une façon ou d'une autre. Excluant le Canada et le Mexique, les Américains commercent peu avec les étrangers et c'est pour cette raison qu'ils ont la plupart du temps traité leur monnaie avec *benign neglect*. En l'absence de politique de redressement sur les deux déficits, le dollar américain pourrait enregistrer une baisse vraiment dramatique vis-à-vis de l'euro et du yen simplement parce qu'il n'y a pas d'autre mécanisme d'ajustement.

DOLLAR CANADIEN

Le prix du pétrole ayant cessé de monter, le dollar canadien s'est enfin stabilisé entre 80 et 85 cents US. Jusqu'ici, l'économie canadienne n'a pas été affectée mais ça ne saurait tarder. Pensons-y un moment : les deux prix les plus importants pour le secteur industriel canadien (le dollar et le pétrole) viennent d'augmenter, l'un de 30 % et l'autre de 50 %. Il faut s'attendre à un sérieux ralentissement économique au Canada et à une correction importante des bénéfices des sociétés à l'extérieur du secteur énergétique en 2005.

TAUX D'INTÉRÊT AU CANADA

Avec deux freins aussi importants appliqués sur l'économie canadienne, la politique monétaire sera beaucoup moins restrictive au Canada qu'aux États-Unis. Les écarts de rendement entre les obligations canadiennes et américaines se sont resserrés récemment et cette tendance va se continuer. En fait, les rendements des obligations canadiennes pourraient se retrouver au-dessous des rendements américains en 2005 comme se fut le cas en 1997-98.

MARCHÉS AMÉRICAINS

À peu près partout où on regarde sur le marché américain, on ne trouve pratiquement plus de prime de risque, c'est-à-dire le rendement additionnel qu'un instrument financier offre pour compenser son risque. Le taux sans risque est celui des bons du Trésor à 2 % de rendement, ce qui compense à peine l'inflation après impôt. Les obligations à rendement réel rapportent 1,6 % et les obligations nominales 10 ans rapportent 4,2 %, ce qui est seulement 0,5 % plus élevé que le creux du cycle durant la récession de 2001-02.

Les obligations de pacotille se transigent à des écarts historiquement très serrés. Les taux hypothécaires sont bas et les maisons se vendent comme des petits pains chauds. Pas surprenant que les profits des banques soient à un niveau record! Dans un tel contexte, le ratio prix/bénéfices des actions à 16 fois apparaît comme raisonnable.

FIDUCIES DE REVENU

La performance des fiducies de revenu du type que nous détenons en portefeuille a été de 18 % en moyenne en 2004. Il avait été de 24 % en 2003. D'ailleurs, les fiducies de revenu comptent pour une part non-négligeable du rendement excédentaire de nos portefeuilles

diversifiés depuis 2 ans. En fait, le marché des fiducies de revenu a rapporté plus de 15 % par an depuis le développement de ce marché. Il est bon de se rappeler qu'à un rendement composé de 15 % par année, le capital double en 5 ans. Il s'agit pourtant de sociétés très stables qui ont un taux de croissance organique de l'ordre de 2 % à 5 % par an seulement. « *Trees do not grow to the sky* » disait J.M. Keynes.

ACTIONS OUTRE-MER

Les actions canadiennes ont déjà donné de bons résultats. Les actions américaines sont plus risquées à cause du taux de change. Nous avons donc augmenté les positions en actions en Europe, au Japon et dans les pays émergents pour mieux diversifier les portefeuilles mais aussi parce que les perspectives de croissance sont meilleures dans ces trois régions.

TABLEAU DE BORD

31 décembre 2004	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	0
Obligations court terme	0
Obligations long terme, gouvernement	0
S&P/TSX 60	+
Small Cap	-
États-Unis	
Dollar américain vs euro	-
Obligations long terme, Trésor	-
S&P 500	+
Nasdaq	0
Small Cap	-
Europe	
Euro vs dollar américain	+
Obligations long terme	0
Dow Jones Euro Stoxx 50	+
Asie	
Yen vs dollar américain	+
MSCI Japan Index	+
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	++