

Malgré la forte hausse du prix du pétrole, l'économie mondiale a continué de progresser si bien que les États-Unis et le Canada opèrent maintenant à pleine capacité. Aux États-Unis, le taux d'intérêt sur les « Fed funds » montent depuis maintenant un an et demi. Avec un taux de 4¼ % actuellement sur les « Fed funds », la période de hausse des taux à court terme aux États-Unis est presque terminée. Il est toujours possible que l'économie américaine surchauffe, ce qui nécessiterait une série de hausses totalisant au moins 1 %, mais le scénario le plus probable c'est que l'économie américaine va ralentir en 2006.

Le rendement d'un portefeuille équilibré a été de l'ordre de 10 % en 2005 pour un investisseur canadien, ce qui est somme toute acceptable dans un contexte de 2 % d'inflation.

#### LA BOURSE AMÉRICAINE

Ceux qui sont pessimistes sur la bourse américaine en 2006 mentionnent (1) que les bénéfices des sociétés sont déjà très élevés en pourcentage du PIB, qu'ils ont peu de chance de monter encore et (2) que le ratio cours-bénéfices à 17 fois se trouve à peu près à son niveau moyen à long terme.

Notre scénario est plutôt basé sur le « pattern » typique des cycles précédents de hausses boursières. La première phase de hausse s'arrête lorsque la Fed fait monter les taux d'intérêt à court terme. C'est ce qui s'est passé en 2005. Suite à cette hausse, l'économie ralentit, les taux cessent de monter et la bourse peut reprendre son ascension. C'est ce que nous prévoyons pour 2006. Nous continuons de prévoir que le « bull market » se continuera encore pendant 3 ou 4 ans.

Les actions américaines, surtout les actions de grande capitalisation, ne sont pas vraiment dispendieuses si on tient compte du niveau des taux d'intérêt. En fait, le multiple de l'indice S&P 500 est actuellement au même niveau qu'en 1995 et 1988 si on l'ajuste pour le niveau des taux d'intérêt à 10 ans. Dans les deux cas, la bourse a monté fortement dans les années qui ont suivi.

#### LES PETITES CAPITALISATIONS

Les titres de petite capitalisation, autant au Canada qu'aux États-Unis, ont cessé de surperformer la bourse en général vers la fin de 2005. La période de surperformance a été spectaculaire : aux États-Unis par exemple, les titres de petite capitalisation ont doublé par rapport au marché en général sur 5 ans. La hausse a été tellement forte qu'ils sont maintenant plus dispendieux que bien des titres de grande capitalisation. Nous évitons ces titres au Canada et aux États-Unis.

#### LA BOURSE CANADIENNE

La bourse canadienne a monté de 24 % en 2005 tandis qu'un placement en actions américaines a rapporté 10 % pour un canadien. La surperformance de la bourse canadienne dure maintenant depuis 7 ans, ce qui représente la plus longue période de surperformance depuis 50 ans. À part la longueur de la période, l'amplitude établit aussi un record avec une performance excédentaire de 100 %. Une personne qui a investi 100 \$ canadien en 1999 à la bourse américaine aurait aujourd'hui 77 \$ tandis que le canadien qui a investi 100 \$ en 1999 sur la bourse canadienne a 174 \$ aujourd'hui.

Les deux causes principales de cette surperformance sont bien connues : la hausse du prix du pétrole et du dollar canadien. En fait, il s'agit surtout de la hausse du prix du pétrole puisqu'au moins une partie, sinon la majeure partie, de la hausse du dollar canadien est due au prix du pétrole.

Il résulte de ces tendances que l'indice S&P/TSX 60 de la bourse canadienne ne représente plus un placement assez diversifié et le moment est propice pour augmenter les placements en actions étrangères.

#### LE DOLLAR CANADIEN

---

A 0,87 \$US, le dollar canadien est probablement à sa pleine valeur. Plusieurs prévisionnistes pensent que 0,90 \$US est facilement atteignable mais il faut comprendre que ceci ne représente qu'une hausse de 3 % par rapport au niveau actuel.

Notre position sur le dollar canadien est la suivante : les prochaines fluctuations du dollar canadien ont peu de chance d'avoir une influence prépondérante sur les rendements des portefeuilles diversifiés au cours des prochaines années.

#### FIDUCIES DE REVENU

---

Suite à de fortes pressions de la part des participants sur ce marché (y compris la nôtre), le ministre des Finances fédéral a mis fin au moratoire qu'il avait décrété sur l'émission de nouvelles fiducies de revenu et surtout à l'incertitude qu'il avait lui-même créée sur le traitement fiscal des revenus versés aux détenteurs d'unités. Il est inconcevable que les fonctionnaires du ministère des finances ne se soient pas rendu compte qu'on ne peut pas geler le fonctionnement d'un véhicule de financement

aussi important pendant des mois sans qu'il y ait un coût économique généré, tout cela parce que le ministre ne peut pas se décider.

Comme les fiducies de revenu ne seront pas imposables si elles distribuent tout leur revenu, le prix de ces titres est remonté en décembre au niveau d'avant le moratoire. Notre stratégie est actuellement la suivante : nous allons garder une proportion légèrement inférieure qu'avant dans les fiducies de revenu jusqu'au printemps. D'ici là, ce marché devrait être supporté par deux types d'acheteurs : les institutions vont devoir accumuler des fiducies puisqu'elles font maintenant partie de l'indice composite de la bourse de Toronto et les individus devraient être acheteurs comme par le passé durant la saison des REER.

#### LES OBLIGATIONS

---

Nous avons concentré les placements à revenu fixe dans les obligations à 5 ans pendant la plus grande partie de l'année dans l'anticipation d'une hausse des taux d'intérêt à long terme. Il y a eu une légère hausse des taux à long terme aux États-Unis mais pas au Canada. Comme nous avons réduit légèrement la position dans les fiducies de revenu nous avons commencé à ajouter des échéances de 10 ans dans les obligations.

La hausse cyclique des taux d'intérêt ne s'est pas produite cette fois-ci et nous devons conclure qu'elle ne se produira peut-être pas surtout si, comme nous la prévoyons, l'économie américaine ralentit en 2006.

#### LES ACTIONS OUTRE-MER

---

Le rendement des marchés émergents a été spectaculaire l'an dernier avec une hausse de 31 % en dollars américains et de 27 % en dollars

canadiens. Nous continuons de garder cette position dans les portefeuilles

Nous avons augmenté la position sur le marché japonais et elle commence à être importante dans les portefeuilles. La bourse japonaise a monté de 40 % en 2005 mais le yen a baissé par rapport au dollar canadien. Ce placement est quand même à la hausse de 20 % en dollars canadiens en 2005. Nous continuons de penser que l'année 2005 ne constitue que le début d'un long « bull market » sur le marché Japonais.

#### TABLEAU DE BORD

31 décembre 2005	
<b>Canada</b>	
Dollar canadien vs dollar américain	0
Obligations court terme	-
Obligations long terme, gouvernement	0
S&P/TSX 60	-
Small Cap	-
<b>États-Unis</b>	
Dollar américain vs euro	-
Obligations long terme, Trésor	0
S&P 500	+
Nasdaq	0
Small Cap	-
<b>Europe</b>	
Euro vs dollar américain	+
Obligations long terme	0
MSCI EMU	+
<b>Asie</b>	
Yen vs dollar américain	+
MSCI Japan Index	++
<b>Marchés émergents</b>	
MSCI Emerging Markets	+