



Les marchés ont continué de progresser au quatrième trimestre si bien que l'année 2006 s'est finalement révélée une bonne année pour les rendements des portefeuilles diversifiés d'actions et d'obligations. Les taux d'intérêt sur les obligations ont terminé l'année au même niveau qu'au début de l'année et les bourses ont monté de 10 % et plus sur la plupart des grands marchés, sauf le Japon.

La période de resserrement monétaire aux États-Unis est terminée depuis plusieurs mois et on peut s'attendre à une baisse des taux d'intérêt à court terme en 2007 parce que l'activité économique a ralenti et les pressions inflationnistes vont s'amenuiser. Ceci contribue à réduire de beaucoup les pressions à la hausse sur les taux obligataires. Comme le marché d'immeubles résidentiels est en train de se refroidir, que le déficit du Trésor américain baisse depuis deux ans et que les demandes de crédit des sociétés sont mitigées, nous prévoyons des taux d'intérêt plutôt stables sur les obligations cette année.

Après quatre ans de hausse, on pourrait être tenté de penser que les bourses sont surévaluées mais ce n'est pas le cas. En fait, le ratio cours-bénéfices de la bourse américaine n'a pas cessé de baisser depuis 2002 et il est encore plus bas en Europe qu'aux États-Unis en ce moment. Nous sommes dans une ère où les forces économiques favorisent les compagnies. Les deux forces principales sont la technologie et la mondialisation des marchés et ces deux forces maintiendront les bénéfices des sociétés à un niveau élevé en pourcentage du PIB pendant bien des années encore.

Nous sommes optimistes sur les bourses mais nous pensons que la bourse canadienne et les titres de petite capitalisation en général dans le monde vont sous-performer les grands marchés.

#### LES MATIÈRES PREMIÈRES

Un cycle d'expansion économique mondiale aussi puissant que celui que nous avons connu depuis trois ans ne peut faire autrement que de faire monter le prix des matières premières. Ce fut d'abord le pétrole et, depuis deux ans, ce sont les matériaux industriels et l'or. Plusieurs pensent qu'il s'agit d'une nouvelle tendance à long terme et que les prix vont continuer à monter. Nous ne sommes pas d'accord avec cette prévision. Nous pensons que les prix plus élevés vont encourager la substitution vers d'autres produits chez les utilisateurs et encourager fortement l'exploration de nouveaux minerais chez les producteurs, ce qui empêchera les prix de monter et éventuellement les fera rebaisser dans quelques années.

#### LES TAUX À COURT TERME AUX ÉTATS-UNIS

Nous avons prévu que la Fed cesserait d'augmenter les taux d'intérêt à court terme au milieu de 2006 et c'est ce qui s'est produit. La Fed va maintenant attendre pour voir quel impact sa politique de restriction graduelle aura sur l'économie. Les mises en chantier de nouvelles maisons ont déjà chuté. Si le marché de revente de maisons demeure anémique au cours des prochains mois, alors la Fed commencera à abaisser son taux d'intérêt directeur pour que la baisse du prix des maisons n'ait pas trop d'impact sur les dépenses de consommation.

#### LE DOLLAR CANADIEN

---

La politique de la Banque du Canada est de maintenir le dollar canadien en deçà de 90 cents E.U. et elle a réussi. Évidemment, le fait que le prix du pétrole n'augmente plus depuis un an a beaucoup aidé. Comme la vigueur du dollar canadien a beaucoup affecté l'est du pays, la Banque du Canada va probablement abaisser son taux d'intérêt directeur aussitôt que la Fed aura commencé à le faire. Nous prévoyons un dollar canadien entre 85 et 90 cents E.U. en 2007.

#### LES TAUX OBLIGATAIRES

---

Les pressions cycliques à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme ont été les plus fortes en 2005-2006 et les taux ont à peine monté. Ceci suggère que des forces structurelles ont maintenu les taux d'intérêt à un niveau assez bas et elles vont continuer de le faire. Parmi ces forces, on peut mentionner le besoin important de produits financiers à revenu fixe dans les caisses de retraite et dans le public en général, le fait que les pays qui ont les plus gros surplus dans leur commerce extérieur sont des pays qui épargnent beaucoup et enfin le fait que l'inflation demeure assez modérée malgré une solide croissance économique depuis trois ans et malgré l'explosion du prix du pétrole et des matières premières en général. Nous ne prévoyons pas de hausse des taux d'intérêt en 2007.

#### LE DOLLAR AMÉRICAIN

---

Force est de constater que la crise du dollar américain ne s'est pas matérialisée malgré l'avertissement d'à peu près tous les experts. Le dollar américain a quand même baissé de 10% vis-à-vis de l'euro, ce qui est significatif. Le

déficit de la balance des paiements américaine continue de se maintenir à un niveau record mais les banques centrales étrangères semblent prêtes à continuer à accumuler des dollars américains même si plusieurs ont annoncé qu'elles désirent se diversifier avec des euros et d'autres monnaies. Quoique toujours possible, la probabilité d'une crise du dollar américain n'est maintenant pas assez élevée pour nous empêcher d'investir dans des actions américaines.

#### LA BOURSE CANADIENNE

---

Nous avons prévu que la bourse canadienne donnerait de moins bons résultats que la bourse américaine en 2006. En fait, la bourse canadienne a donné de bons résultats avec une hausse de 14% pour l'indice S&P/TSX comparativement à 13% pour l'indice S&P 500 des actions américaines. Nous continuons de penser que la bourse canadienne ne représente pas un placement suffisamment diversifié et que les investisseurs seraient bien avisés d'investir en bourse ailleurs dans le monde.

#### LES ACTIONS EUROPÉENNES

---

Les bourses européennes ont fortement monté en 2006 et l'euro a en plus monté par rapport au dollar américain et canadien. Il en résulte un rendement de 33% pour un canadien sur les bourses européennes l'année dernière. Nous continuons de garder ces placements pour le long terme.

#### LA BOURSE JAPONAISE

---

Nous avons investi sur la bourse japonaise pour deux raisons : (1) la diversification, parce que

le comportement de la bourse japonaise n'est pas le même que celui des autres bourses et (2) un rendement élevé à long terme. Pour 2006, nous en sommes quittes pour savourer les avantages de la diversification puisque la bourse japonaise est l'une des rares bourses dans le monde qui n'a pas monté et le yen a même faibli durant l'année. Ceci n'indique pas qu'il faille éliminer ce placement, au contraire. Le Japon continue de progresser; les bilans des banques et des sociétés en général continuent de s'améliorer, mais les japonais ne dépensent pas assez et les taux d'intérêt sont tellement bas que les capitaux sont investis à l'étranger.

#### LES MARCHÉS ÉMERGENTS

Le rendement des marchés émergents a été rien de moins que spectaculaire l'an dernier avec une hausse de 29% en dollars canadiens. Il serait surprenant que la hausse continue au même rythme au cours des prochains mois mais nous détenons ce placement pour le long terme et il n'y a pas de raison de vendre maintenant ou même de réduire les positions. Les marchés émergents sont évidemment plus risqués que les bourses des pays développés mais collectivement ils subissent une sévère correction seulement lorsque l'économie mondiale tombe en récession, ce qui ne paraît pas imminent.

#### LES FIDUCIES DE REVENU

Le ministre des finances fédéral a annoncé le 30 octobre dernier que les fiducies de revenu canadiennes ne profiteront plus d'un statut fiscal avantageux dans 4 ans. Ceci a fait chuter les fiducies de revenu de 15% à 20% durant les semaines qui ont suivi. Nous avons vendu la plupart de ces titres parce qu'ils ne constituent

plus une classe d'actifs différente : à moyen terme tous ces titres se transigeront comme des actions ordinaires qui offrent un revenu élevé, ni plus ni moins.

Le ministre des finances a privé les Canadiens d'un instrument financier efficace. Même le gouverneur de la Banque du Canada en convenait publiquement lorsqu'il a dit que les fiducies de revenu ajoutaient à la diversité des instruments financiers sur le marché canadien.

#### TABLEAU DE BORD

31 décembre 2006	
<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	+
Small Cap	0
<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	+