



Les économies du Canada et des États-Unis opèrent maintenant à pleine capacité. L'emploi augmente en Europe, le Japon est sorti de sa longue torpeur tandis que les pays émergents, incluant la Chine et l'Inde, enregistrent des taux de croissance élevés.

Dans un tel environnement, il n'est pas surprenant que l'inflation reprenne de la vigueur et que les banques centrales restreignent graduellement la liquidité dans le système financier. L'objectif est de restreindre la spéculation et de ralentir l'économie sans provoquer de récession. Pendant que les taux d'intérêt montent, la bourse fait du sur place et a même subi une correction de l'ordre d'environ 10% tandis que les titres plus risqués ont baissé de 15% à 20%. Même s'il n'est pas très intéressant à court terme pour les investisseurs, ce processus est sain et permettra à l'économie mondiale de continuer son expansion pendant plusieurs années.

Il est important de rappeler ici le modèle que nous utilisons depuis des années pour évaluer les marchés boursiers. La hausse du marché dure environ 8 ans et se fait en trois phases :

- (1) une forte hausse qui commence juste avant le début du cycle économique et qui dure 2 à 3 ans;
- (2) une période de consolidation provoquée par la politique restrictive de la banque centrale;
- (3) une phase d'expansion qui se termine habituellement par de la spéculation.

Nous sommes actuellement vers la fin de la phase (2) et nous entrerons probablement dans la phase (3) d'ici à la fin de l'année.

LA BOURSE CANADIENNE

La bourse canadienne a baissé d'environ 7% depuis son sommet d'avril 2006 tandis que la bourse américaine a baissé de 4%. La baisse plus prononcée de la bourse canadienne est due à la forte concentration du marché canadien dans les ressources naturelles, un secteur qui est beaucoup plus volatil que le marché en général. La proportion des portefeuilles investie dans l'indice S&P TSX a été réduite à moins de 10% il y a plusieurs mois déjà. Nous détenons maintenant deux ou trois titres non-cycliques et des fonds momentum, et nous avons l'intention de maintenir cette position pendant peut-être plusieurs années.

Au cours des cinq dernières années, l'indice S&P TSX a monté de 47% tandis que l'indice S&P 500 en dollars canadiens a baissé de 24%. Il est peu probable que la bourse canadienne

surpasse la bourse américaine ou les autres grandes bourses mondiales au cours des cinq prochaines années.

LA BOURSE AMÉRICAINNE

Nous avons été prudents quant à la bourse américaine au cours des deux dernières années surtout parce que le dollar américain ne nous paraissait pas une monnaie solide et parce que la politique monétaire de la Fed était modérément restrictive. Force est de constater que la crise appréhendée sur le dollar américain ne s'est pas produite. Comme la période de restriction monétaire aux États-Unis tire à sa fin, nous allons recommencer à augmenter modérément les actions américaines dans les portefeuilles au cours des prochains mois.

Nous continuons de penser que le dollar américain va devoir baisser au cours des prochaines années. Nous comptons sur le fait que l'ajustement pourrait être graduel. En général, la bourse est favorisée par une baisse du taux de change.

LES TITRES DE PETITE CAPITALISATION

Nous allons publier bientôt une étude qui tend à démontrer que la période de sur-performance des titres de petite capitalisation est terminée. Ces titres, autant au Canada qu'aux États-Unis, ont tendance à sur-performer et sous-performer le marché en général sur des périodes de cinq ans. Cette fois-ci, la période de sur-performance a été plus longue : les titres de petite capitalisation ont commencé à sur-performer en 2000. Aux États-Unis, la performance excédentaire par rapport au S&P 500 a été de 58% sur la période. Si notre analyse est exacte, les titres de petite capitalisation vont sous-performer le marché pendant les cinq prochaines années.

LES ACTIONS JAPONAISES

Nous avons commencé à investir dans les actions japonaises il y a 2 ans pour deux raisons :

- (1) nous étions convaincus qu'il s'agissait d'un début de marché haussier pour le Japon et
- (2) les actions japonaises devaient apporter une bonne diversification au portefeuille.

La première raison tient toujours mais les événements récents viennent mettre en doute les bienfaits de diversification que peuvent apporter

le marché japonais. Ce marché a en effet baissé de 12% récemment.

À la lumière des événements récents, nous allons continuer de garder des actions japonaises mais il est maintenant moins probable que celles-ci forment une part importante des portefeuilles.

LES MARCHÉS ÉMERGENTS

Le fonds indicel de marchés émergents que nous avons introduit dans les portefeuilles permet de participer à la performance des bourses d'une quarantaine de pays émergents. Il s'agit d'une façon très efficace d'investir dans ces pays. Chacune des bourses subit d'importantes fluctuations mais pris collectivement ces marchés donnent des résultats très intéressants à long terme. À titre d'exemple, cet indice a plus que doublé depuis trois ans.

Évidemment il peut y avoir des corrections de temps à autre et c'est ce que nous connaissons présentement. Cet indice a fléchi de 15% depuis son sommet récent. Il reste qu'à long terme ce titre sera probablement l'un des éléments les plus dynamiques du portefeuille.

LES OBLIGATIONS

Le niveau des taux d'intérêt à long terme dans le monde se détermine d'abord aux États-Unis sur les « US Treasuries ». Le bas des taux d'intérêt sur les obligations américaines durant ce cycle s'est produit en 2003-04. Les obligations 10 ans se transigeaient alors à un peu moins de 4% et les Bons du Trésor rapportaient 1% seulement. Après deux ans de resserrement de la politique

monétaire, le taux des Bons du Trésor et des obligations est maintenant légèrement au-dessus de 5%. Cette augmentation de 1,5% seulement est bien inférieure à la hausse moyenne des taux obligataires durant une période d'expansion économique. Ceci est peut-être dû à la très grande liquidité dans le système financier mais il est bien possible aussi que le bas niveau des taux d'intérêt reflète simplement le fait que les investisseurs sont convaincus que l'inflation n'est pas un problème. Si on en juge par le comportement des obligations à rendement réel, la réponse est : un peu des deux. Les obligations à rendement réel sont passées de 1 3/4% en 2005 à 2 1/2% récemment tandis que les anticipations inflationnistes sont passées de 2% en 2003 à 2 3/4%. Comme les banques centrales fixent un taux maximum de 2% pour l'inflation à long terme, il n'y a pas de raison que les anticipations inflationnistes dépassent 2%.

Il semble donc que les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis soient assez près de leur sommet pour le présent cycle économique.

LES OBLIGATIONS CANADIENNES

Le rendement des obligations canadiennes était le même que celui des obligations américaines au début de l'année. Nous avons prévu que le rendement des obligations canadiennes pourrait passer au-dessous des obligations américaines et c'est ce qui s'est produit. Les obligations canadiennes à 10 ans se transigent maintenant à un taux d'intérêt de 0,5% inférieur aux obligations américaines. Ceci représente l'écart le plus large des 10 dernières années et il est peu probable qu'il s'élargisse encore.

TABLEAU DE BORD

30 juin 2006	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	0
Obligations court terme	-
Obligations long terme, gouvernement	0
S&P/TSX 60	0
Small Cap	-
États-Unis	
Dollar américain vs euro	-
Obligations long terme, Trésor	0
S&P 500	+
Nasdaq	+
Small Cap	0
Europe	
Euro vs dollar américain	+
Obligations long terme	0
MSCI EMU	+
Asie	
Yen vs dollar américain	+
MSCI Japan Index	+
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	++