

Nous sommes dans la troisième année du « bull market » boursier qui a commencé en septembre 2002. La bonne nouvelle, c'est que le cycle est loin d'être terminé. La mauvaise nouvelle, c'est que les meilleures performances sont derrière nous.

Pour bien tirer parti d'un cycle boursier, il faut acheter lorsque : (1) l'économie est en récession; (2) les bénéfices des sociétés ont régressé; (3) la politique monétaire est expansionniste. Deux autres ingrédients peuvent aussi ajouter à une conviction : (4) la dernière et l'avant-dernière année du mandat du président des États-Unis sont favorables à la bourse; (5) les baisses d'impôts sont aussi très favorables.

Nous avons tous ces ingrédients en 2002 et le marché boursier a donné de très bonnes performances : de mars 2003 à mars 2005 l'indice S+P 500 a augmenté de près de 50%. Malheureusement aucun des éléments mentionnés plus haut n'est présent actuellement. Nous sommes dans la première année d'un mandat présidentiel et il n'y a pas de baisses d'impôt en vue. En fait, l'ampleur du déficit budgétaire américain suggère plutôt que des hausses d'impôt seront nécessaires au cours des prochaines années pour équilibrer le budget.

Les bénéfices des sociétés ont augmenté tellement rapidement depuis deux ans qu'ils sont déjà élevés en pourcentage du PIB. Enfin, la Réserve fédérale (la Fed) américaine a adopté une attitude plus restrictive depuis maintenant plusieurs mois.

Une étude récente publiée dans le *Financial Analyst Journal*<sup>1</sup> montre que depuis 1963, le rendement annualisé de la bourse américaine est de 3% durant les périodes où la Fed est restrictive comparativement à un rendement de 21% lorsque la Fed est expansionniste. L'étude montre aussi que les bourses dans le monde sont tout autant influencées par la politique de la Fed. Elles ont un rendement de 1% pour l'indice mondial (ex EU) lorsque la Fed est restrictive et de 21% lorsque la Fed est expansionniste. Enfin, l'étude montre que les titres de petite capitalisation sont encore plus influencés que les actions en général par les politiques de la Fed.

1. C. Mitchell Conover, CFA, Gerald R. Jensen, Robert R. Johnson, CFA and Jeffrey M. Mercer, "Is Fed Policy Still Relevant for investors" *Financial Analysts Journal* (Volume 61 • Number 1, January/February 2005): 70-79.



## LA POLITIQUE MONÉTAIRE AMÉRICAINE

Dans l'étude mentionnée ci-haut, la politique monétaire est qualifiée de restrictive aussitôt que la Fed commence à augmenter son taux d'escompte. Sur la base de cette définition la politique monétaire de la Fed est restrictive depuis presque un an. Pour être plus précis, il faut plutôt caractériser les premières hausses du taux d'escompte comme une réduction du stimulus monétaire plutôt qu'une politique restrictive. C'est de cette façon que la Fed qualifie sa politique actuellement. Cette distinction implique deux choses : (1) la présente politique ne met pas en danger l'expansion économique et (2) les hausses graduelles de taux vont durer encore plusieurs mois, sinon plusieurs trimestres.

## PRIX DU PÉTROLE

La majorité des investisseurs s'attendent depuis des mois à une baisse du prix du pétrole et ce n'est pas ce qui se produit, au contraire. À 55 \$ et plus le baril, le prix du pétrole représente une taxe énorme sur l'activité économique mondiale. Nous ne savons pas plus que les autres quel sera le prix du pétrole au cours des prochains mois mais force est de constater que le marché ne semble pas assigner une probabilité élevée aux événements défavorables.

Pourtant, il est possible que le cycle actuel soit différent des précédents. Nous avons connu 5 périodes où le prix du pétrole a augmenté de 20% ou plus d'une année à l'autre depuis 25 ans. Les hausses n'ont en général pas duré plus d'un an et le prix a ensuite chuté. Ce n'est pas le cas cette fois-ci. Le prix du pétrole a commencé à monter en 2002 et il n'a connu aucune baisse importante depuis. Ceci semble

indiquer que l'augmentation de l'offre tarde à réagir suite aux augmentations du prix et donne plus de crédibilité au scénario d'épuisement des réserves.

## ACTIONS DE PETITE CAPITALISATION

Les actions de petite capitalisation représentent une classe d'actif intéressante parce qu'elles n'ont pas le même comportement que les actions en général. Dans la dernière baisse des bourses par exemple, les titres de petite capitalisation se sont beaucoup mieux comportés que les actions en général. Du sommet boursier de l'été 2000 jusqu'à l'été 2002, les titres de petite capitalisation ont baissé seulement d'environ 20%, comparativement à près de 50% pour l'indice S+P 500. Ils ont ensuite remonté de 60% durant l'année qui a suivi.

Il y a maintenant 5 ans que les actions de petite capitalisation sur-performent le marché en général, ce qui représente l'une des plus longues périodes historiques. De plus, la performance excédentaire est de l'ordre de 80% sur ces cinq années, ce qui représente l'une des plus fortes, sinon la plus forte performance relative que nous ayons connue. Nous croyons que les actions de petite capitalisation vont sous-performer le marché pendant les prochains deux ou trois ans.

## LE DOLLAR CANADIEN

La banque du Canada s'est finalement rendue à l'évidence et elle accepte maintenant publiquement le fait que la hausse du dollar canadien représente un frein pour l'économie canadienne. La banque a donc cessé de faire augmenter les taux d'intérêt.

Pour être plus précis, un dollar canadien fort affecte surtout le centre et l'est du Canada. La situation actuelle ressemble beaucoup à celle du début des années 1980. Durant cette période, l'ouest du Canada jouissait d'une croissance économique enviable à cause du pétrole pendant que le reste du pays stagnait. La politique monétaire ne peut agir sur les régions et elle se doit de supporter la majorité des régions, du moins à court terme.

## TABLEAU DE BORD

31 mars 2005	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	0
Obligations court terme	0
Obligations long terme, gouvernement	-
S&P/TSX 60	0
Small Cap	-
États-Unis	
Dollar américain vs euro	-
Obligations long terme, Trésor	-
S&P 500	0
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	+

## TAUX D'INTÉRÊT AU CANADA

Le rendement sur les obligations canadiennes de 10 ans est maintenant 0,20% plus bas que le rendement sur les obligations américaines. Compte tenu de ce qui précède et compte tenu du fait que les pressions inflationnistes sont moins fortes au Canada qu'aux États-Unis, on peut s'attendre à ce que cet écart augmente jusqu'à probablement 0,50%. La hausse prévue des taux d'intérêt aux États-Unis aura donc moins d'impact au Canada.