

L'économie américaine ralentit. On peut par conséquent s'attendre à une baisse des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis cette année. Cela fait maintenant 2 ½ ans que la Fed resserre graduellement le système monétaire américain et les taux d'intérêt à court terme sont plus élevés que les taux à long terme depuis un an maintenant. De telles conditions monétaires ont toujours été suivies d'un ralentissement économique et la plupart du temps d'une récession. C'est à cause de ce risque de récession que la Fed va permettre une baisse des taux d'intérêt à court terme avant la fin de l'année, probablement même aussi tôt que cet été.

Un resserrement du crédit crée toujours des tensions surtout dans les domaines qui ont le plus bénéficié du crédit facile. En 2000-2001, le secteur des titres technologiques en bourse a écopé. Cette fois-ci c'est le secteur prêts hypothécaires et par ricochet la construction résidentielle. Ce phénomène est parfaitement normal et ne devrait pas entraîner de récession aux États-Unis si les taux d'intérêt à court terme se mettent à baisser bientôt.

Nous pensons que les bourses vont donner de bons résultats cette année encore pour les raisons suivantes :

- (1) les probabilités de récession aux États-Unis sont minimales;
- (2) les bourses ne sont pas dispendieuses;
- (3) le cycle de resserrement monétaire aux États-Unis est presque terminé;
- (4) la troisième année d'un mandat présidentiel américain a été historiquement de loin l'année la plus favorable pour la bourse;
- (5) les fusions et acquisitions d'entreprises continuent.

Les perspectives sont un peu moins intéressantes pour la bourse canadienne puisqu'elle est tellement influencée par les prix des ressources naturelles. Le prix du pétrole a plafonné il y a un an et le prix des autres matières premières industrielles devrait plafonner cette année.

LES BÉNÉFICES DES SOCIÉTÉS

Il y a actuellement deux écoles de pensée sur l'évaluation de la bourse américaine. Tout le monde s'accorde pour dire que le ratio prix-bénéfices de la bourse dans son ensemble, l'une des méthodes les plus utilisées pour déterminer si une bourse est chère ou non, n'est pas trop élevé. La controverse est reliée au fait que les bénéfices sont à un haut historique et sont même à leur niveau le plus élevé en pourcentage du PIB. Il est donc pratiquement impossible que les bénéfices des sociétés augmentent plus vite que le PIB dans les deux ou trois prochaines années et pour beaucoup d'analystes la seule

question est de savoir de combien ils vont baisser.

Les bénéfices sont au moins 20% au-dessus de leur moyenne historique. Les pessimistes pensent que les bénéfices vont baisser durant les prochains mois, ce qui entraînerait une baisse des cours boursiers. Les optimistes pensent que les bénéfices vont demeurer élevés pendant tout le cycle d'expansion économique. Nous sommes dans le camp des optimistes à ce sujet et nous pensons que les bénéfices peuvent demeurer au niveau actuel cette année et l'an prochain, tandis que le ratio prix-bénéfices peut augmenter.

RALENTISSEMENT AUX ÉTATS-UNIS

L'économie américaine opère actuellement au plein emploi. Elle a été poussée à ce niveau d'opération élevé d'abord par les sommes sans précédent de liquidités injectées dans l'économie par la Fed lors de la récession de 2001-02 et ensuite par le déficit persistant du gouvernement fédéral américain. Le président Bush a décidé d'abaisser les impôts et de faire la guerre en Irak en même temps et ceci a poussé le Trésor américain en déficit. Les Américains vivent actuellement au-dessus de leurs moyens et ceci se traduit par un déficit record de leur balance des paiements : les importations américaines sont actuellement deux fois plus élevées que leurs exportations. Le seul moyen de corriger ce déséquilibre est de resserrer les politiques fiscales et monétaires, de laisser baisser graduellement le taux de change et d'accepter un taux de croissance réduit pendant plusieurs années.

LE DOLLAR AMÉRICAIN

Le dollar américain a été faible vis-à-vis de l'Euro depuis le début de l'année, se maintenant régulièrement au-dessus de 1,30 \$ pour 1 euro. Par contre, il s'est bien maintenu par rapport au yen et au dollar canadien. Les fonds de couverture détiennent des positions massives à découvert sur le yen puisqu'ils empruntent en yen à des taux d'intérêt aussi bas que 1% pour investir sur d'autres marchés. Ces positions devront être couvertes un jour ou l'autre, ce qui devrait éventuellement faire monter le yen. Si on regarde les fluctuations du yen par rapport au dollar depuis 15 ans, on s'aperçoit que le yen a souvent oscillé entre 100 et 120 yen au dollar. Il est actuellement près de 120 et il ne serait pas surprenant de le voir se diriger vers 100 au cours des deux prochaines années.

LE PRIX DES MAISONS

Le marché immobilier résidentiel a monté fortement à peu près partout dans le monde depuis quelques années. Les États-Unis ne font pas exception et un marché spéculatif s'est développé dans certaines régions, alimenté par des offres de financement alléchantes de la part de prêteurs très agressifs. Ce marché est en train de se dégonfler et même si le prix des maisons ne s'est pas effondré, de plus en plus de prêteurs se retrouvent avec des prêts en difficulté et la liste des maisons à vendre s'allonge.

Ce n'est pas la première fois que nous vivons un cycle de la construction résidentielle et le scénario est toujours le même. L'inventaire de maisons à vendre augmente, les prix sont faibles et les mises en chantier chutent. Les prix restent faibles pendant plusieurs années et éventuellement l'inventaire est complètement absorbé et le marché se raffermi. Le point important à mentionner ici est que le prix des maisons peut rester faible pendant plusieurs années. Cette prévision s'inscrit bien dans notre scénario de croissance économique lente aux États-Unis.

LES TAUX D'INTÉRÊT AMÉRICAINS

Les plus fortes demandes de crédit aux États-Unis au cours des dernières années ont été concentrées sur le marché des hypothèques résidentielles. Compte tenu des difficultés que connaissent les prêteurs de deuxième rang sur ce marché et de la faiblesse du prix des maisons, il est probable que l'encours du crédit hypothécaire va baisser au cours des prochaines années. Le déficit du Trésor américain va aussi baisser et les sociétés jouissent d'un cash flow confortable pour financer leurs investissements. Enfin, le taux d'inflation devrait baisser avec le

ralentissement que nous prévoyons. Tout ceci nous amène à conclure que les taux d'intérêt à long terme devraient demeurer stables cette année.

LA BOURSE JAPONAISE

Alors que la plupart des bourses dans le monde ont monté fortement en 2006, la bourse japonaise est demeurée inchangée. Pourtant l'économie japonaise continue de se raffermir graduellement et les bénéfices des sociétés sont solides. À titre d'exemple on peut mentionner la progression de Toyota qui est maintenant le principal producteur d'automobiles dans le monde. En investissant au Japon, nous misons sur deux tableaux : une hausse possible de la bourse et une hausse de la monnaie.

LES MARCHÉS ÉMERGENTS

La performance des marchés émergents a été spectaculaire autant sur la dernière année que sur les quatre dernières années si bien qu'aujourd'hui la pondération des marchés émergents dans la capitalisation mondiale de l'ensemble des bourses est la plus élevée depuis 1995. Faut-il s'en inquiéter ?

Deux raisons fondamentales nous ont amené à commencer à investir dans les marchés émergents il y a quelques années : (1) à long terme, la croissance économique des marchés émergents est plus élevée que celle des marchés développés et (2) les marchés émergents sont assez volatiles à court terme mais ils ne subissent une correction vraiment importante que lorsqu'une récession mondiale se produit, soit une fois à tous les 8 ou 10 ans.

Nous continuons d'être optimistes sur les marchés émergents parce que la performance économique générale de ces pays est bonne : taux d'inflation assez bas, balances des

paiements solides et bonne rentabilité des entreprises.

QUATRIÈME ANNIVERSAIRE

Le « bull market » a vraiment enclenché en mars 2003. Voici la performance des bourses majeures pour les quatre dernières années :

<u>En monnaie locale</u>	<u>4 ans</u>
Marché mondial	135%
États-Unis	81%
Europe	143%
Angleterre	104%
Japon	130%
Canada	110%
Marchés émergents	270%

TABLEAU DE BORD

31 mars 2007	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	0
Obligations court terme	+
Obligations long terme, gouvernement	0
S&P/TSX 60	-
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	+