

À la suite d'une forte remontée à la fin d'une récession, les rendements des portefeuilles diversifiés sont habituellement médiocres pendant une période de 12 à 18 mois. Cette période correspond au resserrement inévitable de la politique monétaire des grands pays industrialisés. C'est exactement ce qui s'est produit jusqu'ici en 2004 : la performance d'un portefeuille indiciel canadien composé de 50 % d'actions et 50 % d'obligations est à la hausse de seulement 4 % pour les 9 premiers mois de 2004. Ceux qui ont suivi notre revue des marchés depuis le début savent que nous avons prévu cette période de consolidation. Le scénario demeure le même : forte poussée des rendements à la fin de la récession de 2001-2002 suivi d'une période de consolidation de 12 à 18 mois qui prépare le terrain pour des bons rendements pendant 3 ou 4 ans. À travers ce scénario assez typique, trois choses retiennent l'attention sur les marchés actuellement : le prix du pétrole, le dollar canadien et le taux d'intérêt sur les obligations à rendement réel.

Que veux dire « bons rendements » ? Nous sommes en train de faire une étude sur les rendements des marchés à long terme qui devrait être prête bientôt.

PRIX DU PÉTROLE

Le prix du pétrole a atteint 50 \$ US le baril, en hausse de 65 % par rapport à l'an dernier. Même si nous consommons beaucoup moins de pétrole par unité de PIB que dans les années 1980 dans les pays développés, la croissance des pays en voie de développement (en particulier la Chine) a fortement renforcé la demande mondiale. Déjà, au Canada et aux États-Unis, la prolifération de camions légers et de SUV sur la route suggérerait que le prix du pétrole était trop bas. Du côté de l'offre, on s'aperçoit maintenant qu'il n'y a plus de réserves importantes à développer. L'ère du pétrole à bon marché est donc terminée mais ceci ne veut pas nécessairement dire que le prix du baril se maintiendra à 50 \$ et plus.

Si on se fie à l'histoire des 25 dernières années, les flambées de prix du pétrole ne durent pas longtemps, soit entre un an et deux, mais elles peuvent être suffisamment violentes pour influencer les marchés boursiers. Les augmentations de 1987 et 1990 ont poussé le prix du pétrole jusqu'à des augmentations de 80 % par rapport à l'année précédente tandis que celle de l'année 1999 a atteint 120 %. À 50 \$ actuellement, il ne fait aucun doute que le

prix du pétrole a eu un effet dépressif sur les bourses durant l'été, et toute hausse importante à partir du niveau actuel pourrait précipiter une correction.

DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien se rapproche de 80 cents US, un niveau qu'il n'a pas atteint depuis 1993. Évidemment, la hausse du taux de change a eu un impact non-négligeable sur les rendements des portefeuilles qui ont des actifs étrangers. Heureusement pour ces investisseurs, la plus grande partie de la hausse est probablement derrière nous. Le dollar canadien profite actuellement d'un des cycles les plus puissants du prix des ressources naturelles que nous ayons connu depuis longtemps, en particulier le prix du pétrole. Habituellement, ces cycles à la hausse ne durent pas plusieurs années.

Nous ne sommes pas nécessairement pessimistes sur le dollar canadien, mais nous croyons que s'il continue de monter, les hausses ne seront pas suffisamment fortes pour qu'un investisseur se prive des avantages de diversification qu'offre les placements étrangers, sauf peut-être ceux américains.

OBLIGATIONS À RENDEMENT RÉEL

Le rendement des obligations à rendement réel a baissé de presque 1 % depuis un an pour atteindre 2,3 % seulement, soit presque leur niveau le plus bas depuis leur première mise en marché il y a une dizaine d'années. Il y a longtemps que nous sommes convaincus que le « bull market » dans les obligations qui a commencé à l'automne de 1981 nous mènerait très loin, mais cette fois-ci le marché a dépassé nos anticipations.

Le rendement réel des obligations à long terme devrait être en moyenne de l'ordre de 3 % sur de longues périodes, mais il est bien possible que le marché aille trop loin dans une direction.

Nous n'avons pas d'obligations à rendement réel dans les portefeuilles que nous gérons mais l'évaluation de ces titres est importante pour deux raisons. Ces titres permettent de dériver une approximation des anticipations inflationnistes des investisseurs en comparant le taux de rendement des obligations courantes à celui des obligations à rendement réel. Actuellement par exemple, le rendement des Canada 30 ans est de 5,1 % tandis que celui des obligations à rendement réel est de 2,3 %, ce qui nous donne des anticipations de 2,8 % sur l'inflation à long terme au Canada.

Deuxièmement, les obligations à rendement réel semblent indiquer la direction du marché dans les mois qui suivent. Leur très bonne performance récente suggère donc qu'une hausse des taux d'intérêt à long terme n'est pas imminente.

TAUX D'INTÉRÊT AU CANADA

À 5,1 %, le rendement des obligations à long terme indique des anticipations inflationnistes de 2,8 %. Ces anticipations sont en hausse de 1 % depuis 1 an et sont à leur niveau le plus

élevé depuis 1997. Nous croyons qu'elles sont trop élevées. Le taux d'inflation de base, excluant l'alimentation et l'énergie s'est maintenu entre 1 % et 2 % depuis 10 ans et il est de 1,5 % en ce moment. Est-ce que ceci veut dire que les taux d'intérêt devraient baisser ? Pas nécessairement, car il est rare que les taux à long terme baissent lorsque les taux à court terme montent. Or, nous sommes convaincus que les taux à court terme doivent monter. Nous en concluons que les taux à long terme devraient demeurer assez stables au cours des prochains mois.

ACTIONS CANADIENNES ET AMÉRICAINES

Une hausse violente du taux de change a habituellement pour effet de ralentir l'activité économique et de faire baisser les bénéfices des sociétés. Dans un tel contexte, on aurait pu s'attendre à ce que la bourse canadienne ait une moins bonne performance que les actions américaines, mais cela n'a pas été le cas jusqu'ici cette année : l'indice TSE est à la hausse de 5 % tandis que le S&P 500 a baissé légèrement. Il faut dire que les ressources naturelles ont été favorables au TSX cette année.

Les perspectives de rendement des bourses nord-américaines sont intéressantes pour les prochaines années mais les performances ont peu de chance d'être spectaculaires. Le ratio prix/bénéfices des actions semble approprié dans un environnement de taux d'intérêt de 4 % à 5 % (16 fois aux États-Unis et 14 fois au Canada sur les bénéfices prévus de 2005) mais le problème vient du fait que les bénéfices des sociétés aux États-Unis sont déjà élevés en pourcentage du PIB. Ils n'augmenteront donc pas beaucoup plus rapidement que le PIB au cours des prochaines années.

ACTIONS OUTRE-MER

Les perspectives à moyen terme des bourses européennes et japonaises sont plus intéressantes. En Europe, le ratio prix-bénéfices est moins élevé et les bénéfices peuvent augmenter plus rapidement que le PIB. L'intégration récente de plusieurs pays dans l'Union européenne favorisera la croissance économique avec l'ouverture de nouveaux marchés.

Au Japon, l'économie continue de progresser non seulement grâce aux exportations mais aussi grâce à la demande intérieure. La restructuration du secteur bancaire continue.

TABLEAU DE BORD

30 septembre 2004	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	0
Obligations court terme	0
Obligations long terme, gouvernement	0
S&P/TSX 60	+
Small Cap	0
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	-
Dow Jones Euro Stoxx 50	+
Asie	
Yen vs dollar américain	+
MSCI Japan Index	+
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	+