

Le prix du pétrole a continué de monter au troisième trimestre pour se maintenir au-dessus de 60 \$US. Ceci a poussé la bourse canadienne et le dollar canadien à la hausse. Pendant ce temps, la Réserve fédérale américaine a continué d'augmenter les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et, malgré cette tendance à la hausse, les taux d'intérêt à long terme sont demeurés stables. Au Canada, le gouvernement fédéral a décrété un moratoire sur l'émission de nouvelles fiducies de revenu et entamé un processus de consultation publique sur leur traitement fiscal. Ceci a entraîné une baisse de prix de l'ordre de 5% à 10% dans ce secteur vers la fin du trimestre.

Au Japon, la bourse a augmenté fortement suite à la réélection du Premier Ministre Koizumi. Nous pensons qu'il s'agit du début d'un « bull market » qui durera plusieurs années.

PRIX DU PÉTROLE

La quatrième flambée du prix du pétrole dure depuis plus de 2 ans et le prix atteint maintenant un niveau comparable à celui des derniers sommets en terme réel. Les trois derniers épisodes se sont soldés par un écrasement brutal du prix parce que celui-ci est extrêmement sensible à tout changement de la demande et parce que le prix à court terme peut être artificiellement gonflé par les spéculateurs. Suite aux trois derniers épisodes le prix réel du pétrole a baissé pendant une dizaine d'années. Il semble qu'au-dessus de 60 \$US, le prix soit suffisamment élevé pour influencer les habitudes de consommation, encourager la substitution et stimuler l'offre. Évidemment, nous ne savons pas où sera le prix du pétrole d'ici quelques mois mais une analyse économique de la situation nous amène aux conclusions suivantes : (1) le prix du pétrole sera plus élevé en moyenne au cours des 10 prochaines années qu'au cours des 10 dernières parce que les réserves conventionnelles s'épuisent, (2) il suffit d'un très léger repli de la demande pour faire chuter le prix, (3) le prix est suffisamment élevé actuellement pour encourager l'adoption de mesures de conservation d'énergie et finalement (4) à

moyen terme, les réserves disponibles augmentent considérablement lorsque le prix est élevé (on n'a qu'à penser aux sables bitumineux du nord de l'Alberta).

L'implication pour la gestion de portefeuille est la suivante : il faut commencer à diversifier graduellement les portefeuilles avec des monnaies autres que le dollar canadien et réduire les actions canadiennes.

LE DOLLAR CANADIEN

A 0.85 \$US, le dollar canadien s'est apprécié de 35% depuis son creux il y a 3 ans. Une partie de cette hausse s'explique par le redressement des finances publiques et la bonne tenue de l'économie canadienne en général, mais il est évident que le dollar canadien est aussi dopé par le prix du pétrole. Nous ne prévoyons pas une chute du dollar canadien jusqu'au niveau d'il y a trois ans, mais il est clair que la plus grande partie de la hausse est maintenant derrière nous, à moins que le prix du pétrole continue de monter.

LA BOURSE AMÉRICAINE

Jusqu'ici, le « bull market » qui a commencé il y a trois ans s'est déroulé selon le scénario

classique : la forte hausse initiale a été suivie d'une période de consolidation durant laquelle la Fed augmente les taux d'intérêt. Cette période est presque terminée puisque le taux d'intérêt sur les « Fed funds » américains est maintenant de 3¼%, ce qui est assez près du 4¼% généralement considéré comme le taux neutre pour les Fed funds. A moins d'un accident de parcours, le marché haussier devrait reprendre d'ici quelques mois et durer de 2 à 3 ans.

Malheureusement les choses ne sont pas si simples. Les États-Unis ont accumulé depuis 2002 une série de déséquilibres qui pourraient provoquer une crise : la structure financière chambranlante de Fannie Mae et de Freddy Mac, le déficit budgétaire du gouvernement fédéral et finalement le déficit de la balance des paiements qui atteint maintenant un sommet sans précédent de 6% du PIB.

Ceux qui prévoient continuellement des crises n'ont jamais de rendement et nous savons qu'à long terme, les actions donnent de bons rendements. La meilleure façon de se protéger contre des fluctuations trop sévères est de maintenir une saine diversification dans les portefeuilles. C'est pour ces raisons que nous continuons de garder les actions américaines à un niveau modéré dans les portefeuilles.

LA BOURSE JAPONAISE

Nous sommes de plus en plus convaincus que la bourse japonaise a entamé récemment un « bull market » qui va durer plusieurs années, peut-être une décennie. Depuis plusieurs années, les Japonais ont péniblement corrigé certaines des inefficacités de leur économie et il semble qu'ils sont en train de réussir. L'économie affiche une croissance modérée depuis deux ans, les ventes au détail sont en hausse, le prix des maisons a

cessé de baisser et les banques ont réduit leurs prêts en souffrance. L'élément déclencheur pour le marché boursier a été la réélection du Premier Ministre Koizumi alors que celui-ci s'est même attaqué aux éléments les plus conservateurs de son propre parti.

Les actions japonaises sont d'autant plus intéressantes pour un portefeuille qu'elles permettent une meilleure diversification. La bourse japonaise ne se comporte pas comme les autres bourses dans le monde, en particulier les actions américaines depuis 15 ans et il y a de bonnes chances que ce comportement se maintienne.

LES FIDUCIES DE REVENU

Depuis 5 ans, le développement du marché canadien des fiducies de revenu s'est continuellement fait dans la controverse. Plusieurs commentateurs n'hésitaient pas à parler de bulle spéculative à un moment ou à un autre, prédisant une correction sévère. Nous avons pour notre part toujours maintenu que les fiducies de revenu représentent une classe d'actifs différente des actions et des obligations et qu'elles ont leur place dans un portefeuille diversifié.

Le gouvernement fédéral a décrété un moratoire sur la mise en marché de nouvelles fiducies de revenu et a annoncé un changement possible de leur statut fiscal. Plusieurs possibilités sont à l'étude. À un extrême, le gouvernement pourrait taxer les fiducies de revenu. À l'autre extrême, le gouvernement pourrait abaisser l'impôt sur les bénéficiaires des corporations (ou le taux d'impôt sur les dividendes des corporations) sans toucher aux fiducies de revenu. Dans le premier cas, les fiducies de revenu seront réévaluées à la baisse, tandis que dans l'autre cas, les actions des corporations qui

ont un dividende élevé seront poussées à la hausse.

Nous prévoyons qu'aucune décision ne sera prise avant février ou mars prochain. En attendant, nous allons graduellement orienter les portefeuilles vers les fiducies qui ont le moins de chance d'être touchées dans l'éventualité d'une décision défavorable du gouvernement.

TABLEAU DE BORD

30 septembre 2005	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	0
Obligations court terme	0
Obligations long terme, gouvernement	-
S&P/TSX 60	-
Small Cap	-
États-Unis	
Dollar américain vs euro	-
Obligations long terme, Trésor	-
S&P 500	+
Nasdaq	0
Small Cap	-
Europe	
Euro vs dollar américain	+
Obligations long terme	0
MSCI EMU	+
Asie	
Yen vs dollar américain	+
MSCI Japan Index	++
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	+