

La banque centrale américaine a graduellement resserré les conditions de crédit depuis 2004 et son action a produit un effet récemment, soit trois ans plus tard. Le marché résidentiel a finalement commencé à baisser et la construction résidentielle s'est effondrée. Ce changement de direction a causé une crise de liquidité sur les marchés financiers et toutes les bourses dans le monde ont baissé d'environ 10%. Il s'agit d'une crise de liquidité et non pas d'une crise de crédit. Des prêts hypothécaires « sub-prime » se sont retrouvés à divers degrés dans une foule de papiers commerciaux à court terme qui se transigent sur les marchés internationaux. Le marché s'est soudainement inquiété des risques de défaut de ce type de prêt hypothécaire et a cessé de transiger les papiers commerciaux qui en contiennent. Ceci a créé une crise de liquidité chez les émetteurs de ces papiers et aussi dans les banques et les fonds de couverture qui détenaient ces titres. Plusieurs fonds de couverture américains et français, de même que deux banques allemandes et une banque anglaise ont dû faire l'objet d'opérations de sauvetage.

Il ne s'agit pas d'une crise de crédit parce que les fameuses hypothèques « sub-prime » n'ont pas encore fait défaut. En d'autres termes, nous n'avons aucune idée des pertes qui seront encourues sur ces prêts au cours des prochaines années.

La question cruciale pour ceux qui détiennent un portefeuille d'actions et d'obligations est de savoir si cet épisode mènera à une récession aux États-Unis. Toutes les récessions aux États-Unis ont été accompagnées d'une baisse de 20% ou plus de la bourse et d'une hausse de 10% ou plus du prix des obligations. Nous avons prétendu depuis 4 ans que les probabilités de récession étaient à notre avis à peu près nulles et c'est pour cette raison que nous sommes demeurés optimistes quant aux bourses durant toute cette période.

Les probabilités de récession ne sont plus nulles mais nous croyons qu'une récession ne fait pas partie du scénario le plus probable pour les États-Unis. Il est difficile de bien évaluer la situation parce que les indicateurs économiques américains pointent en général vers un ralentissement mais il y a une grande différence entre un ralentissement et une récession. Nous pensons qu'il n'y aura pas de récession aux États-Unis parce que l'économie américaine a démontré beaucoup de résilience depuis 20 ans et il a fallu des politiques monétaires beaucoup plus restrictives que celle que nous avons connue récemment pour provoquer une récession.

On pourrait penser qu'il est plus prudent dans une période d'incertitude de réduire les actions ordinaires dans les portefeuilles, au moins temporairement. Malheureusement une telle action peut avoir un impact défavorable important sur le rendement à long terme. L'histoire nous montre que les premiers mois qui suivent une crise sont des mois de rendement élevé en bourse, surtout lorsque la Fed commence à abaisser son taux d'intérêt directeur. La Fed a coupé son taux de ½% en septembre et la bourse américaine a monté de 7% le mois dernier.

LES BOURSES

La correction boursière du mois d'août a été très médiatisée mais il reste que la baisse n'a pas dépassé 10% sur les grands marchés. Les bourses montent maintenant depuis plus de 4 ans pratiquement sans interruption. Les corrections se produisent subitement et les baisses dans une journée sont suffisamment importantes pour être inquiétantes mais les corrections ne durent pas longtemps. Avec l'avènement des fonds de couverture comme joueurs importants sur les marchés, il faut s'attendre à ce que les bourses subissent d'autres corrections subites comme celles que nous venons de connaître. Les fonds de couverture placent souvent plusieurs fois le capital souscrit par les investisseurs. Les niveaux de risque de ces portefeuilles sont très élevés et les gestionnaires vendent au moindre signe de changement de direction des marchés.

LE DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien a monté de 7% vis-à-vis du dollar américain durant le trimestre. Les finances publiques canadiennes sont en bonne situation, l'économie canadienne continue de progresser avec vigueur tandis que l'économie américaine ralentit, et surtout, le prix du pétrole a recommencé à monter.

Le renforcement de la monnaie représente un enrichissement pour tous les canadiens puisque le taux de change influencera le prix de tous les produits importés pour des années à l'avenir. Il représente une très bonne nouvelle pour les canadiens qui consomment mais une mauvaise nouvelle pour les canadiens qui exportent. L'industrie des matières premières s'en tire bien parce que les prix des matériaux de base demeurent élevés (sauf dans le secteur de la forêt) mais le secteur industriel montre maintenant des signes d'essoufflement.

Ces phénomènes prennent du temps à se développer mais le dollar canadien monte depuis 4 ans et il faut maintenant s'attendre à des fermetures d'usines et à des mises à pied de plus en plus fréquentes dans le secteur industriel canadien. En fait, si rien n'est fait pour supporter l'industrie, le Canada pourrait bien perdre complètement sa base industrielle. Ceci représente un risque pour ceux qui investissent sur la bourse canadienne.

LES AUTRES MONNAIES

Le dollar canadien a été l'une des monnaies les plus fortes du monde avec une hausse de 17% par rapport au dollar américain jusqu'ici cette année, mais il reste que les autres monnaies importantes ont aussi monté par rapport au dollar américain : l'euro a monté de 8% et le yen de 11% en 2007. Nous pensons que le dollar américain va continuer à se déprécier au cours des prochaines années mais la baisse devrait être beaucoup plus graduelle. Les importations américaines ont cessé d'augmenter et les exportations sont en hausse, ce qui indique que la balance des paiements américaine a cessé de se détériorer. Le redressement prendra plusieurs années mais au moins le processus est amorcé.

LES BOURSES ÉTRANGÈRES

La bourse américaine a monté légèrement au troisième trimestre tandis que les bourses européennes ont baissé légèrement. Aux deux extrêmes se trouvent la bourse japonaise avec une baisse de 7% et les marchés émergents avec une hausse de 14%. Cependant, pour un investisseur canadien, les bourses étrangères ont donné en général une performance négative suite à la hausse de 7% du dollar canadien.

Comme la hausse du dollar canadien annule les rendements des placements boursiers à l'étranger depuis quelques années, l'investisseur canadien peut être tenté de tout rapatrier au Canada. Ce faisant, il réduirait de beaucoup la diversification du portefeuille et le rendrait fortement dépendant du prix des matières premières et du pétrole en particulier. La bourse canadienne est fortement influencée par le prix du pétrole et des autres matières premières et le dollar canadien aussi. Il serait dangereux de placer tout un portefeuille à la merci de prix aussi volatils.

LES TITRES DE PETITE CAPITALISATION

Il est généralement accepté que les titres qui ont une plus petite capitalisation boursière donnent des meilleures performances à long terme que les gros titres boursiers. Malgré cela nous avons été plutôt prudents vis-à-vis de ces titres parce qu'ils suivent un cycle de performance qui dure de 3 à 5 ans et nous sommes actuellement dans la partie défavorable de ce cycle.

Les titres de petite capitalisation canadiens ont été particulièrement frappés dans la turbulence récente des marchés avec une baisse de 8% alors que l'ensemble de la bourse est légèrement à la hausse. Le resserrement des conditions de crédit n'est pas étranger à cet ajustement. Nous continuons d'éviter ces titres et nous comptons publier une analyse détaillée du cycle des petites capitalisations sur notre site web bientôt.

LA BOURSE JAPONAISE

La bourse japonaise a baissé au troisième trimestre alors que les investisseurs internationaux vendaient des actions japonaises pour générer de la liquidité. Le yen a monté par rapport au dollar américain mais il

est inchangé par rapport au dollar canadien sur les trois mois.

Les actions japonaises ne sont pas dispendieuses mais les perspectives de reprise de la bourse sont moins intéressantes depuis quelques mois. Le gouvernement manque de direction, l'économie tourne au ralenti et les prix de ventes des entreprises baissent légèrement. D'autre part, les actions japonaises se sont mal comportées durant la récente correction même si l'économie japonaise a peu de chance d'être affectée par la crise hypothécaire américaine. Force est de conclure que les actions japonaises ne procurent pas autant de diversification aux portefeuilles que nous pensions. Nous allons réduire les actions japonaises en portefeuille.

TABEAU DE BORD

30 septembre 2007	
Canada	
Dollar canadien vs dollar américain	-
Obligations court terme	0
Obligations long terme, gouvernement	+
S&P/TSX 60	0
Small Cap	-
REITS	-
États-Unis	
Dollar américain vs euro	-
Obligations long terme, Trésor	+
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	0
Marchés émergents	
MSCI Emerging Markets	+