

# Perspectives trimestrielles



Troisième trimestre 2006

Volume XII

## COMMENTAIRE SUR LES MARCHÉS

Pendant que les cinéphiles découvraient les conséquences du réchauffement planétaire dans le documentaire « Une vérité qui dérange », les investisseurs se voyaient confrontés, une nouvelle fois, à d'autres vérités dérangeantes : les prix des maisons et des matières premières peuvent aussi bien baisser que monter; les marchés émergents demeurent vulnérables aux turbulences politiques; la courbe de rendement américaine peut rester inversée pendant de longues périodes; et les fonds de couverture ne sont souvent que des placements à effet de levier. Aux États-Unis, le marché immobilier résidentiel est rapidement devenu le centre d'intérêt des investisseurs mondiaux lorsque le prix médian a subi son premier recul sur douze mois depuis 1995. Jusqu'à maintenant, les fortes plus-values immobilières (diagramme 1) ont permis au consommateur américain de continuer à dépenser malgré la croissance timide des revenus. Toutefois, le coût croissant du financement à court terme et l'effet cumulatif des hausses de prix ont finalement mis un terme à un marché haussier qui aura duré plus de 15 ans.

Le ralentissement de la consommation aux États-Unis et le resserrement de la liquidité découlant des hausses de taux décrétées par la banque centrale semblent avoir fait reculer sensiblement les prix des matières (notamment celui du pétrole) durant le trimestre. En conséquence, les valeurs « refuge » traditionnelles comme les obligations, les titres non cycliques et le franc suisse ont affiché une assez bonne tenue au cours de la période. Néanmoins, malgré l'échec de la dernière ronde de négociations au sein de l'Organisation mondiale du commerce qui s'est tenue à Doha, l'expansion de l'économie mondiale est robuste depuis si longtemps que la Chine a de nouveau relevé ses exigences liées aux réserves bancaires afin de tempérer le rythme de croissance économique du pays. Soulignons que l'effondrement spectaculaire d'Amaranth (gros fonds de couverture américain) et les enquêtes menées sur l'attribution rétroactive d'options d'achat

## COMMENTAIRE SUR LES MARCHÉS ... 1

Amérique du Nord ..... 2  
 Marchés boursiers  
     Actions canadiennes ..... 3  
     Actions mondiales ..... 3  
 Marchés des titres à revenu fixe ..... 4  
 Personnes-ressources ..... 8

## CHRONIQUE TRIMESTRIELLE

Le cycle à un point tournant ..... 5

## Rétrospective : Il y a 15 ans...

### 1991

	1986	Rendement 2006 total (\$CA)	
S&P 500	387,86	1 765,18	10,62 %
S&P/TSX	3 460,02	11 761,27	10,87 %
MSCI EAFO	858,85	1 885,26	7,32 %
MSCI Monde	516,43	1 373,37	8,61 %
Rend. des obl. du Canada à 10 ans/USC	9,26 %	4,00 %	8,59 %
Rend. des obl. d'État US à 10 ans/	7,65 %	4,63 %	6,66 %
Indice obligataire Lehman Bros US Aggregate			

(Données et rendements annualisés totaux sur 15 ans prenant fin le 30 septembre 2006)

### Événements à souligner :

- Guerre du Golfe : les bombardements aériens sur l'Irak déclenchent l'opération Tempête du désert.
- Gorbachev démissionne au moment où l'Union Soviétique se démantèle.
- Création du World Wide Web. Gopher devient le premier fureteur.
- Le Parlement sud-africain abroge les lois sur l'apartheid.
- Création de la TPS.
- Michael Schumacher fait ses débuts en Formule 1.
- Dans le cadre du processus de privatisation de l'entreprise, les premières actions de Petro-Canada se vendent 13 \$ l'unité sur le marché.



Source: Leo Cullum, © 2004 The New Yorker Collection tiré de cartoonbank.com. Tous droits réservés.

L'actif sous gestion de McLean Budden dépasse 40 milliards de dollars. Fondée en 1947, la société de gestion de placement est reconnue pour sa stabilité et pour la continuité de son approche d'équipe face à la sélection des titres. Son processus rigoureux de construction de portefeuilles est soutenu par la profondeur et la compétence de ses équipes de recherche, lesquelles se répartissent le suivi des grands secteurs mondiaux. La réputation de McLean Budden repose sur une équipe dévouée de plus de 40 professionnels du placement, qui ont tous intérêt à assurer le succès de la société du fait qu'ils en sont actionnaires.

d'actions dans un grand nombre d'entreprises n'ont pas eu beaucoup d'incidence sur les marchés de capitaux, car les Bourses ont plutôt bénéficié de la baisse des taux obligataires et de la perspective de plus en plus grande d'une économie « idéale », caractérisée par une croissance ni trop forte ni trop faible. La vérité qui dérange est plutôt l'absence de certitude. Qu'on pense à Pluton qui a été ramenée au rang d'« étoile naine » par l'Union astronomique internationale, pendant que trois nouvelles planètes s'ajoutaient au système solaire. Mauvais présage peut-être, l'une d'elles a été baptisée Eris, du nom de la déesse grecque du chaos et de la discorde.

## AMÉRIQUE DU NORD

Le rythme d'expansion économique a ralenti ces derniers mois aux États-Unis. La croissance du PIB réel au deuxième trimestre n'a atteint que 2,6 %, en forte régression par rapport aux 5,6 % du premier trimestre. Le taux de croissance devrait diminuer encore au troisième trimestre, autour de 2 % ou moins, et les pronostics pour 2007 continuent d'être revus à la baisse. Au cours des sept derniers mois, l'indicateur avancé du Conference Board a baissé cinq fois en autant de mois. Sur une tendance de six mois, il a touché son plus faible niveau de croissance en cinq ans (diagramme 2).

Le secteur de l'immobilier résidentiel aux États-Unis est maintenant en récession. Les mises en chantier sont de 20 % inférieures à leur niveau d'il y a un an, l'optimisme des constructeurs a touché un plancher de 15 ans et, bien que le prix médian des maisons soit inférieur à celui d'il y a un an, les stocks de maisons invendues continuent de gonfler et devraient exercer des pressions à la baisse sur les prix des propriétés (diagramme 3). L'effet à retardement de la montée des taux d'intérêt et des prix de l'énergie, conjugué au recul du marché immobilier résidentiel - ce qui rend plus difficile la conversion des plus-values immobilières en argent liquide -, a miné aussi bien la confiance du consommateur que la consommation elle-même. Cette tendance devrait se maintenir dans l'avenir. Hors de la léthargie observée dans les dépenses de consommation et sur le marché immobilier résidentiel, d'autres secteurs de l'économie ont envoyé des signaux contradictoires. Les baisses de production annoncées récemment par les grands constructeurs automobiles installés à Détroit devraient nuire au secteur de la fabrication, mais les commandes de biens d'équipement sont demeurées relativement fermes, tout comme les exportations, les bénéfiques et les conditions qui règnent sur le marché du travail.

Bien que la croissance ait ralenti, les tensions inflationnistes sont demeurées vives ces derniers mois. Toutefois, elles semblent avoir atteint leur sommet maintenant que les prix de l'énergie sont redescendus (le prix de détail de l'essence a chuté de 20 % par rapport à son sommet). Sur douze mois, la hausse des prix de base à la consommation atteint un sommet de cinq ans à 2,8 %, pourcentage qui reste faible sur un horizon à long terme. Les tensions inflationnistes paraissent vouloir s'apaiser au moment où le rythme d'expansion s'avère inférieur à la moyenne, d'autant plus que la mondialisation et la forte productivité accentuent la tendance lourde à la désinflation. La Réserve fédérale américaine estime que l'inflation n'est pas un problème important. Après les 17 hausses consécutives, de 25 points de base chacune, de son taux directeur, la Fed a marqué le pas en juin dernier, à l'issue de la rencontre des membres du Federal Open Market Committee, et maintenu son taux directeur à 5,25 % tout au long du troisième trimestre. Les taux obligataires de long terme ont atteint leur pic à peu près au même moment que la dernière majoration de taux décrétée par la Fed et ont baissé d'environ 70 points de base au troisième trimestre, lorsque les indicateurs de croissance ralentissaient, que l'inflation semblait vouloir se replier et que les investisseurs

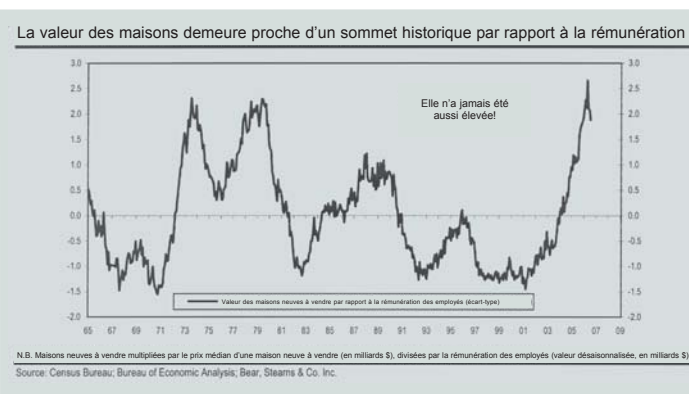


Diagramme 1

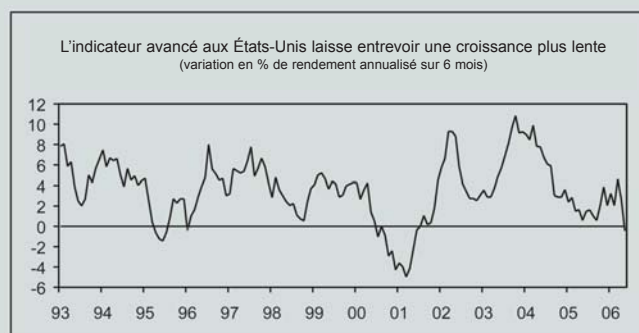


Diagramme 2

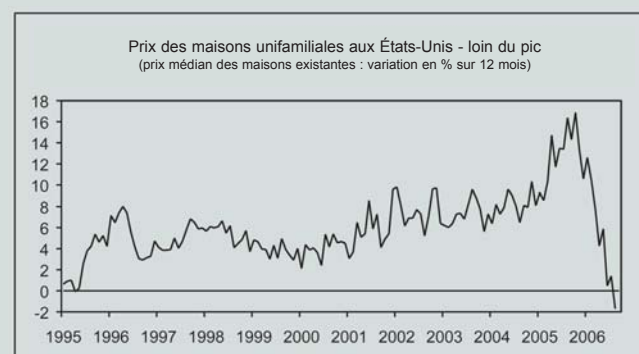


Diagramme 3

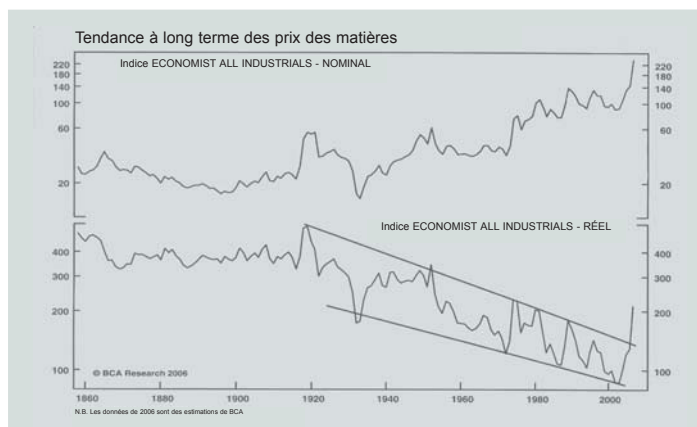


Diagramme 4

commençaient à anticiper, pour 2007, des baisses de taux de la part de la Fed.

L'économie canadienne a commencé, elle aussi, à voir son rythme d'expansion ralentir. Les exportations continuent de miner la croissance et ne devraient pas s'améliorer beaucoup du fait du refroidissement de l'économie américaine. N'oublions pas que plus du quart du PIB canadien est constitué d'exportations destinées aux États-Unis, dont la majorité proviennent de secteurs cycliques comme l'automobile et les matières. Entre temps, l'effet décalé des 45 % d'appréciation du huard (par rapport au dollar américain) continuera de nuire au secteur de la fabrication et à l'emploi. Sur une base mensuelle, l'excédent de la balance commerciale du Canada a nettement reculé ces derniers mois; en réalité, abstraction faite de l'énergie, l'excédent de la balance commerciale accuse un déficit, preuve de la faiblesse des exportations de voitures à destination des États-Unis. L'excédent global devrait baisser davantage en raison de la diminution des prix de l'énergie, notamment celui du gaz naturel.

Sur la scène canadienne, les dépenses de consommation ont été soutenues par un marché du travail vigoureux, par des revenus en hausse, par des baisses d'impôt et par la bonne santé du marché immobilier résidentiel. Les dépenses en immobilisations, en particulier dans le secteur du pétrole, demeurent élevées. À l'image de la Fed, la Banque du Canada (BdC) est restée à l'écart au troisième trimestre, gardant son taux de financement à un jour à 4,25 %. L'inflation de base au Canada demeure contenue, et le recul récent des prix de l'énergie annonce une forte baisse du taux officiel d'inflation qui chutera bien en dessous de l'objectif de 2 % fixé par la BdC. Il se peut que les disparités régionales soient la pierre d'achoppement de l'économie canadienne et de sa croissance, car les salaires, les prix et la valeur des maisons montent en flèche en Alberta, alors que c'est loin d'être le cas dans les autres provinces, en particulier celles du centre du pays où domine le secteur manufacturier.

## MARCHÉS BOURSIERS

### *Actions canadiennes*

Les actions canadiennes ont baissé de régime durant le trimestre. L'indice composé S&P/TSX n'a progressé que de 1,9 %, devancé par la plupart des indices mondiaux et par les obligations canadiennes. La baisse des prix du pétrole et du gaz naturel a fait reculer de 9,5 % le secteur de l'énergie, poids lourd de l'indice; si l'on y ajoute la dégringolade de 10,9 % du secteur des soins de santé ainsi que la stagnation des matières (-0,2 %) et des industriels (0,0 %), on comprend aisément que la performance globale du marché s'en ressent. En fait, le renchérissement des matières avait déjà amputé des gains antérieurs (diagramme 4). Dans les autres secteurs, la situation a été très différente. Le résultat robuste dégagé par les grandes sociétés de la technologie de l'information, comme Research In Motion (+47,3 %) et Cognos (+29,3 %), a fait bondir le secteur de 23,3 %, alors que la décision de Telus (37,3 %) de se transformer en fiducie de revenu a donné du tonus aux services de télécommunication (+25,3 %). Le repli des taux obligataires a contribué à de belles plus-values dans les services financiers (+9,5 %) et les services publics (+6,0 %), alors que la consommation discrétionnaire (+3,1 %) et la consommation de base (+2,9 %) ont surpassé légèrement l'indice.

La taille du marché boursier canadien a continué de rétrécir à cause des fusions et acquisitions. Durant le trimestre, le géant minier Inco (+16,1 %) a finalement succombé à l'offre d'achat de 19 milliards de dollars par la société minière brésilienne Companhia Vale do Rio Doce (8,5 %), alors que sa grande rivale Falconbridge (+6,0 %) a été acquise par Xstrata contre 25 milliards de dollars. Dans un autre domaine, le fabricant de puces graphiques ATI Technologies (+47,3 %) a été acheté

par Advanced Micro Devices (+2,1 %) pour 6 milliards de dollars, tandis que l'exploitant de centres de villégiature Intrawest (+9,8 %) est devenu la propriété de fonds de capitaux privés en échange de 2 milliards de dollars. Il se peut qu'en désespoir de cause, le comité de l'indice S&P/TSX ait décidé d'inclure dans son indice le nouveau titre indépendant Tim Hortons (+2,2 %), même si, de fait, l'entreprise est constituée en société aux États-Unis. La prochaine décision que devra rendre le comité sera d'autoriser ou non Domtar (-4,8 %) à demeurer dans l'indice après que la société eut fait l'objet d'une prise de contrôle inversée par la division des papiers du géant forestier américain Weyerhaeuser (+0,2 %). Une activité inhabituelle a caractérisé le segment de l'or durant la période, puisque l'industrie amorce une consolidation attendue depuis longtemps. Barrick Gold (+4,1 %) a vendu à Goldfields (-21,2 %) sa participation dans la mine sud-africaine South Deep pour 1,7 milliard de dollars, en même temps qu'elle lançait une OPA sur NovaGold Resources (+21,2 %). Cambior (+29,4 %) a accepté l'offre de 1,3 milliard de dollars lancée par IAMGOLD (-4,7 %); Yamana (5,9 %) a fusionné avec Viceroy (+19,2 %); et Goldcorp (-21,5 %) a proposé à Glamis Gold (+3,8 %) une fusion évaluée à 9,6 milliards de dollars, alors que l'ancienne tête dirigeante de Goldcorp s'emploie à bloquer l'opération. Dans le secteur de l'énergie, Canadian Natural Resources a acheté les champs pétroliers d'Anadarko Petroleum au Canada pour 4,6 milliards de dollars, tandis que la fiducie du secteur de l'énergie Pengrowth faisait l'acquisition d'Esprit dans le cadre d'un échange d'actions de 1,3 milliard de dollars. Dans le secteur de la consommation, le brasseur Sleeman (+24,6 %) a été acheté par le japonais Sapporo pour 300 millions de dollars; le détaillant pharmaceutique Jean Coutu (+1,9 %) a vendu bon nombre de ses pharmacies aux États-Unis à son rival américain Rite Aid (+7,1 %) pour 2,9 milliards de dollars; et Millennium Pharmaceutical (+0,1 %) a acheté la pharmaceutique canadienne AnorMED (+124,1 %) pour 574 millions de dollars.

### *Actions mondiales (en dollars canadiens, sauf indication contraire)*

Les marchés boursiers mondiaux ont enregistré de solides gains dans presque tous les secteurs au troisième trimestre. Les investisseurs ont applaudi au repli des prix des matières et à la perspective de voir la Fed mettre fin au resserrement de l'étau monétaire. L'énergie (-3,6 %) a été le seul secteur à dégager un rendement négatif, même si d'autres secteurs cycliques, comme les matières (+0,6 %) et les industriels (+1,0 %), ont eux aussi tiré sensiblement de l'arrière par rapport au rendement global de l'indice MSCI Monde (4,9 %). Toutefois, les secteurs non cycliques et sensibles aux taux d'intérêt ont bondi à la faveur du repli des taux obligataires et du ralentissement appréhendé de la croissance économique mondiale. Les secteurs très performants comme les services publics (+9,1 %), les télécommunications (+8,7 %) et les services financiers (+7,2 %) ont été suivis de près par ceux où la demande est stable, c'est-à-dire les soins de santé (+6,9 %) et la consommation de base (+7,0 %). D'autre part, la technologie de l'information (+7,1 %) a semblé profiter d'une rotation hors des titres cycliques liés aux ressources. Entre temps, le secteur de la consommation discrétionnaire (+5,0 %) a dégagé un rendement semblable à celui du marché, les gains réalisés dans le segment des médias ayant compensé l'atonie observée ailleurs. Les actions mondiales ont profité de la solidité des bénéficières qui s'expliquaient en grande partie par le taux élevé d'utilisation des capacités (diagramme 5). Aujourd'hui, devant les signes de ralentissement de la croissance, ce sont plutôt les rachats d'actions et les fusions et acquisitions qui soutiennent les Bourses. En fait, reflet partiel du dividende extraordinaire de 40 milliards de dollars versé par le géant Microsoft

(+18,1 %), le rendement réel des actions (dividendes et rachat d'actions) a augmenté sensiblement (diagramme 6).

Les fonds de capitaux privés ont déniché des entreprises capables de générer des flux de trésorerie, propulsant ainsi à des niveaux records les acquisitions d'entreprise. Vu l'aisance à obtenir du crédit, les acquisitions par emprunts sont devenues de plus en plus imposantes. Parmi les opérations dignes de mention survenues durant le trimestre, signalons l'achat de Freescale Semiconductor (+31,6 %) pour 17,6 milliards \$US, l'achat de la plus grande partie de la division des semi-conducteurs de Philip's (+12,6 %) pour 8,1 milliards \$US et l'achat de la société d'hôpitaux HCA (+16,4 %) pour 35,8 milliards de dollars. Dans l'intervalle, les fusions et acquisitions de grande taille se poursuivent : qu'on pense à la fusion des banques italiennes San Paolo IMI (+19,7 %) et Banca Intesathe (+12,6 %) évaluée à 38 milliards de dollars; à l'acquisition, pour 13,3 milliards de dollars, de la pharmaceutique suisse Serono (+25,3 %) par l'allemande Merck Kga; et les diverses tentatives visant à acquérir l'entreprise de services publics espagnole Endesa (+31,9 %). Le Japon a connu son premier épisode de prise de contrôle hostile, Oji Paper (-2,5 %) ayant tenté de mettre la main sur sa rivale Hokuetsu (+5,4 %), mais la perspective d'un échec partiel de l'OPA a nuí sensiblement aux actions japonaises (-0,4 % pour le MSCI Japon) par rapport aux autres marchés mondiaux, même si le yen est tombé sous un seuil psychologique important, soit un euro pour 150 yens. L'aversion grandissante pour le risque s'est manifestée surtout par la meilleure tenue des plus gros titres, l'indice MSCI Petites capitalisations (+0,6 %) ayant tiré de l'arrière de plus de 4 % par rapport à l'indice des grandes capitalisations. En revanche, les marchés émergents se sont bien tirés d'affaire (+5,3 % pour le MSCI Marchés émergents) parce que les investisseurs ont continué d'investir des capitaux dans ces pays.

## MARCHÉS DES TITRES À REVENU FIXE

Le marché obligataire a surveillé la situation de très près lorsque le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, est sorti de la voie tracée par son prédécesseur, Alan Greenspan. Après les 17 hausses consécutives du taux interbancaire américain décrétées par la Fed, Ben Bernanke a décidé de maintenir les taux à 5,25 % en août. Décision audacieuse, si l'on considère que l'IPC officiel dépassait les 4 % et que l'objectif premier de la Fed consiste à maintenir la stabilité des prix. Ben Bernanke a donc décidé de ne pas se concentrer sur ce qui est arrivé aux prix pendant la dernière année, mais plutôt d'attendre et de voir à quoi ressemblerait l'inflation dans l'avenir. Selon lui, la croissance économique et la hausse des prix ralentiront à cause du refroidissement survenu dans le marché immobilier résidentiel et de l'effet décalé des hausses de taux décrétées antérieurement. Conséquence de l'intuition d'un expert ou de la chance du débutant, les statistiques économiques ont confirmé que la bonne décision avait été prise. La croissance du PIB américain a diminué, et les prix du pétrole, de l'or et des maisons ont baissé. N'en demandant pas plus, le marché obligataire a affiché une solide tenue durant le trimestre. Au Canada, le marché obligataire a profité des bonnes nouvelles en provenance des États-Unis ainsi que des déclarations émanant de la Banque du Canada. Celle-ci a laissé sous-entendre qu'elle ne prévoyait aucune nouvelle hausse des taux de court terme. L'indice universel Scotia Capitaux a dégagé un excellent résultat trimestriel de 4,85 %, alors que l'indice Scotia Capitaux des obligations à long terme a obtenu un résultat encore plus impressionnant (8,31 %). Durant le trimestre, les écarts de taux entre les obligations corporatives et fédérales ont diminué de 3 ou 4 points de base, signe de la solidité des bénéfices des sociétés.

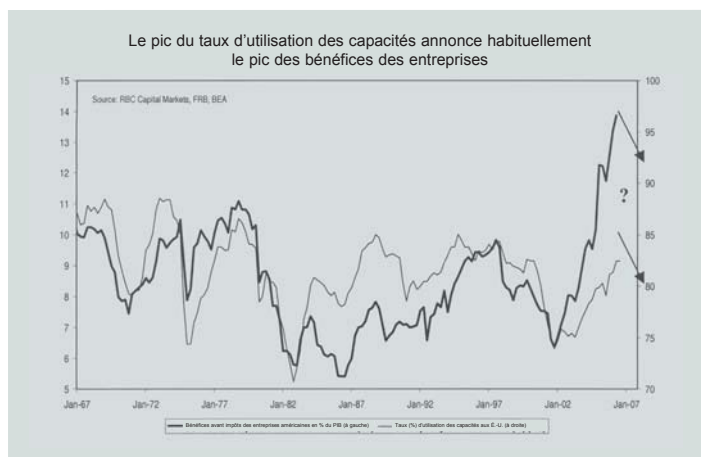


Diagramme 5

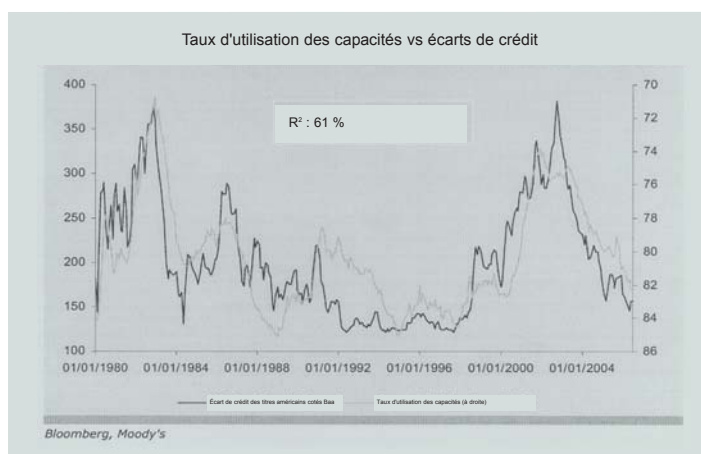


Diagramme 6



# CHRONIQUE TRIMESTRIELLE :

## Le cycle à un point tournant

Le cycle économique mondial se dirige vers un stade de croissance plus lente, ce qui entraînera sans doute un certain nombre de changements dans le monde du placement. Les actifs financiers canadiens – en particulier les actions et le huard, fortement tributaires de la croissance mondiale et des prix des matières premières sensibles à la conjoncture – devraient moins bien faire dans les trimestres à venir. Notre stratégie actuelle de répartition de l'actif et de portefeuille est positionnée en conséquence.

Une chose est sûre, l'épicentre du ralentissement se situera aux États-Unis. Le marché immobilier résidentiel est déjà en récession : la construction domiciliaire recule depuis trois trimestres, les mises en chantier ont chuté de 20 % par rapport à leur niveau d'il y a un an, et les ventes s'établissent bien en deçà de leur pic (diagramme 1). Pour sa part, le prix médian des maisons unifamiliales existantes a baissé sur douze mois pour la première fois en 11 ans et, comme les stocks de maisons atteignent près de huit mois sur le marché, les prix baisseront sans aucun doute encore jusqu'à ce que les stocks excédentaires soient écoulés. En l'absence du stimulant que représentent les plus-values immobilières, le prélèvement des liquidités sur la valeur nette des maisons ralentira. Ceci laisse entrevoir des dépenses de consommation atoniques pour les trimestres à venir, car les revenus ne devraient pas augmenter rapidement vu le ralentissement du rythme de croissance de l'emploi. Selon nos estimations, le boom immobilier a ajouté de 1 % à 1,5 % au taux d'expansion de l'économie américaine ces dernières années. Aujourd'hui, les effets, directs et indirects, de la fin de cette flambée immobilière retrancheront environ 1 % au taux de croissance. Nous nous retrouvons donc devant un revirement total d'à peu près deux points et demi de pourcentage – un écart considérable, car le consommateur américain et le marché immobilier résidentiel de ce pays comptent pour plus de 75 % du PIB des États-Unis et pour environ 20 % du PIB mondial. Étant donné l'explosion du commerce mondial au cours des dernières années, les chaînes d'approvisionnement internationales ont vu leur importance augmenter

considérablement. Voilà pourquoi le ralentissement de la consommation aux États-Unis devrait peser sur l'activité économique mondiale.

Après trois années de forte croissance de l'économie mondiale, nous entamons un cycle de ralentissement. À l'échelle du monde, le PIB réel devrait glisser l'an prochain autour de 4 % après s'être établi, en moyenne, à environ 5 % de 2004 à 2006. Cependant, selon les indicateurs avancés, cette prévision est sans doute trop élevée pour 2007. Notre propre indicateur économique avancé à l'échelle mondiale – qui inclut le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine – a décéléré au cours des derniers mois et laisse entrevoir un profil de croissance plus lente pour les prochains trimestres. Même à une échelle plus réduite, aucune région du monde, à toutes fins utiles, ne devrait voir sa croissance s'accélérer dans les quatre à six prochains trimestres. Comme le montre le diagramme 2, la décélération

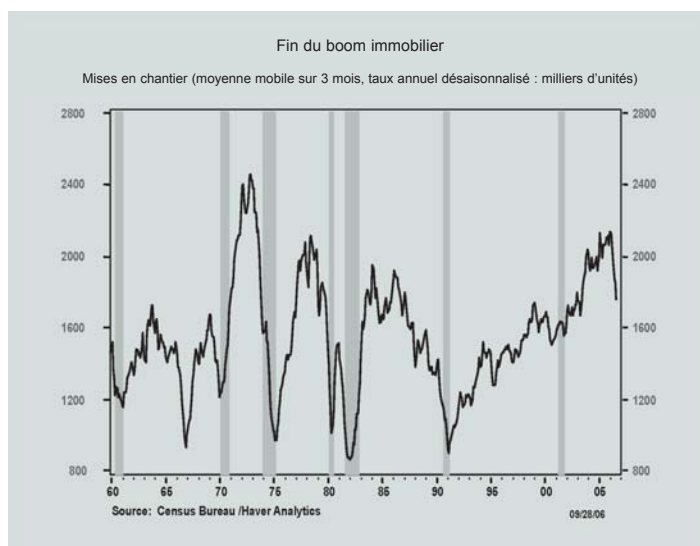


Diagramme 1

de l'indicateur économique avancé annonce sans doute un recul important de la production industrielle mondiale, dont le rythme de croissance s'établira à 3 %, alors que la tendance actuelle est de l'ordre de 8 %.

Au moment où nous écrivons ces lignes, notre scénario de base veut que l'économie mondiale évite la récession, mais n'en rétrograde pas moins à une vitesse suffisamment lente pour stopper la hausse appréhendée des tensions inflationnistes et des prix des produits de base industriels (diagramme 3). Même la Chine – pays où s'est manifesté le gros de la demande supplémentaire de matières premières – commence à montrer des signes de ralentissement à la suite des mesures de resserrement plus prononcées imposées par ses dirigeants. À tout le moins, le ralentissement de croissance en Chine aura une incidence négative sur la demande de matières industrielles. Nous avons d'abord privilégié l'impact de la demande fondamentale sur les prix des matières premières. Mais nous croyons aussi que l'offre consécutive de certains produits de base clés – notamment le pétrole, le cuivre, le minerai de fer et le charbon – devrait peser sur les prix. Et enfin, nous estimons qu'une bonne partie des

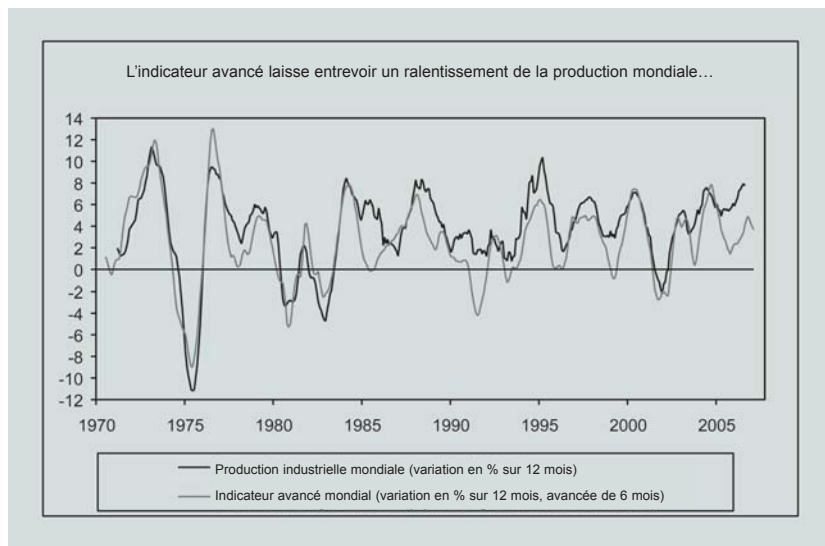


Diagramme 2

gains faramineux réalisés par les matières depuis 2002 provenait des flux de placement et des capitaux spéculatifs qui ont été investis dans les fonds de matières premières. À l'heure où plusieurs indices de matières premières très suivis font état de rendements négatifs obtenus dans la dernière année, les flux de placement pourraient diminuer ou même s'inverser.

Les catégories d'actif fortement tributaires du cycle économique mondial et des produits de base – elles ont affiché une solide performance au cours de la forte expansion des dernières années et sont maintenant pleinement évaluées – devraient dégager une tenue relative nettement moins attrayante durant le stade de ralentissement. Le marché boursier canadien, où la part des ressources est très élevée (43 %), a surpassé l'indice de référence mondial (l'indice MSCI Monde) sur quatre années consécutives jusqu'en 2005, un fait sans précédent. Pourtant, l'indice boursier canadien arrive nez à nez avec l'indice MSCI Monde pour les trois premiers trimestres de cette année. Par ailleurs, le huard s'est apprécié de 45 % par rapport au dollar américain depuis le début de 2002.

Si l'on situe les actions canadiennes dans une perspective mondiale, le plafonnement des prix des matières - et à plus forte raison le repli que nous entrevoyons – donne à penser que la croissance des bénéfices au Canada devrait diminuer sensiblement. D'après les prévisions du consensus, la croissance du bénéfice par action de l'indice composé S&P/TSX s'établira à 14 % en 2007, contre plus de 20 % en 2006. Nous estimons qu'une croissance du b.p.a. à un chiffre, voire nulle, est plus probable au Canada dans les quatre à six prochains trimestres. Par conséquent, ce qui apparaît à l'heure actuelle comme une parité d'évaluation entre les actions canadiennes et les actions mondiales – dans les deux cas, elles s'échangent à environ 14 fois les prévisions de bénéfices du consensus – ne représentera pas une grande protection si les bénéfices glissaient à un niveau inférieur à nos prévisions à cause d'une baisse des prix des matières premières.

Sur la scène monétaire, le taux de change élevé d'une devise sensible aux matières comme le dollar canadien – qui s'établissait aux environs de 0,90 \$US à la fin du troisième trimestre – paraît insoutenable. La récente chute des prix des matières premières – plus de 15 % par rapport à leur pic – a miné les termes de l'échange au Canada (bien que leur seuil ait été élevé) qui ont, dans le passé, suivi de près les fluctuations du huard (diagramme 4). Les termes de l'échange se définissent comme le ratio entre les prix des

exportations du Canada (comme les matières qui représentent un peu moins de la moitié du total des exportations de marchandises) et les prix de ses importations (comme les biens d'équipement et les produits de consommation). L'écart entre les facteurs fondamentaux et le dollar canadien augmente. L'histoire montre qu'un tel écart ne dure pas longtemps. Il y en a pourtant un qui a perduré; cela s'est passé lors du dernier grand cycle haussier du huard qui a pris fin en 1991. Les termes de l'échange avaient atteint leur pic beaucoup plus tôt que le dollar canadien, soit dix trimestres avant. À l'époque, toutefois, les taux courts au Canada

étaient de 200 à 500 points de base plus élevés que les taux américains comparables, ce qui contribuait à attirer des capitaux à un moment où les facteurs fondamentaux se détérioraient. Fait intéressant à souligner, lorsque le dollar canadien atteignit son pic, les termes de l'échange avaient glissé d'environ la même ampleur que durant le cycle actuel. De plus, les taux courts au Canada sont inférieurs de 100 pdb aux taux américains à l'heure actuelle.

Chose certaine, les flux entrants au Canada qui proviennent de fusions et d'acquisitions fortement médiatisées représentent une

demande réelle de dollars canadiens. Toutefois, une mesure globale de l'investissement direct à l'étranger (IDE), et pas seulement des fusions et acquisitions, montre que lors du plus récent trimestre, il y a eu des sorties de fonds nettes IDE qui se sont établies autour de 3 milliards de dollars. De plus, certains signes donnent à penser que les investisseurs canadiens

s'éloignent de leur préjugé favorable pour les placements au pays même, après la levée des restrictions survenue en 2005. D'après une étude menée par Merrill Lynch, les Canadiens ont acheté pour 46 milliards de dollars de valeurs mobilières étrangères jusqu'à présent en 2006, soit deux fois plus qu'en 2005 et quatre fois plus qu'en 2004. Merrill Lynch estime qu'un déplacement de capitaux de 2 % hors du Canada et à destination de l'étranger représenterait une sortie nette de 30 milliards de dollars, soit à peu près l'équivalent de

l'excédent total du compte courant en 2005. En conclusion, on constate que les fondements de l'appréciation du huard au cours des dernières années s'effritent, en particulier à l'heure où les matières paraissent avoir atteint leur pic. Le huard est surévalué de 5 % à 10 % aux niveaux actuels, et l'humeur spéculative atteint un niveau extrême, ce qui est souvent le signe avant-coureur d'un point tournant important dans le cycle.

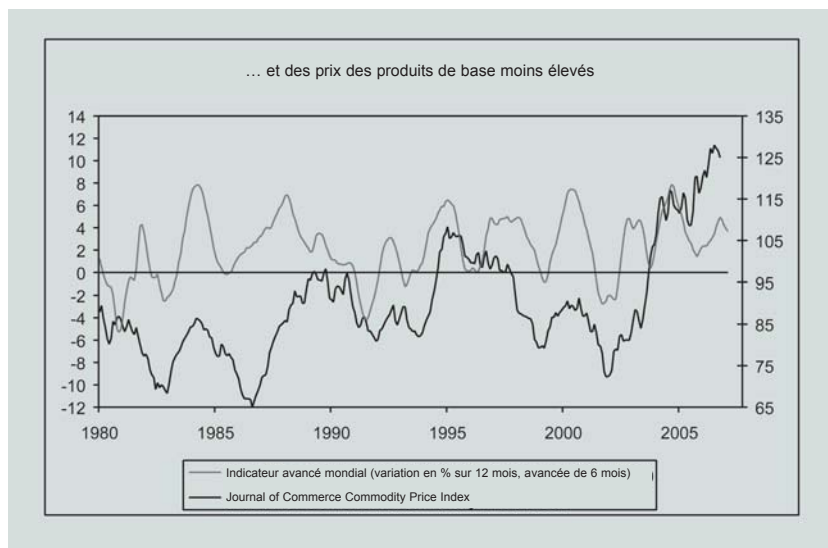


Diagramme 3

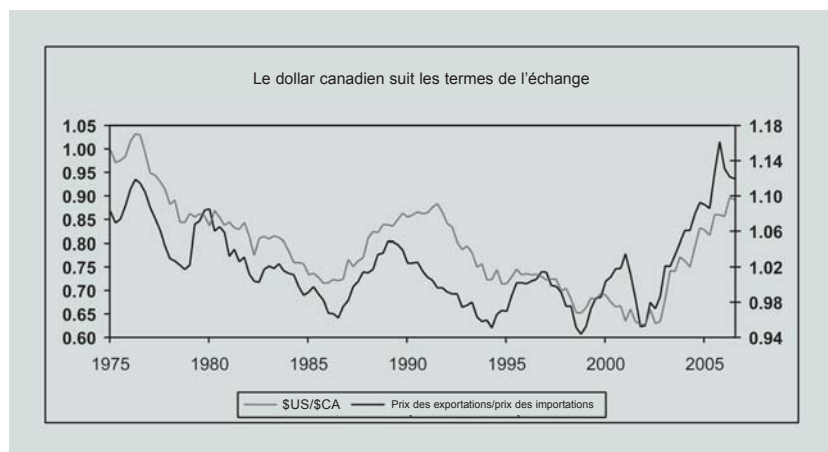


Diagramme 4