



Protéger le capital - Gérer pour l'incertitude

À l'approche de 2010, nous avons réaménagé nos portefeuilles pour sous-pondérer légèrement les actions et renforcer un positionnement défensif. Et en janvier, nous suggérons aux investisseurs de se préparer pour un environnement plus difficile, ajoutant que les trois à six prochains mois s'annonçaient « intéressants ». Puisque l'évolution des indices a été favorable jusqu'en avril, ces prévisions sont maintenant confortées par le ralentissement de l'activité en Chine et par les impasses fiscales d'Europe. Après un début de deuxième trimestre robuste, la reprise mondiale commence à s'essouffler. La crise de la dette publique en Europe, l'incertitude suscitée par le ralentissement de la croissance dans le monde et la brusque remontée du dollar US ont exacerbé la volatilité des marchés. L'avenir de la reprise aux États-Unis est préoccupant : après avoir réagi avec succès aux mesures adoptées pour endiguer sa chute, l'économie américaine s'enlise et se débat pour poursuivre son redressement. L'on s'inquiète aussi de la situation en Asie, où la Chine et l'Inde se heurtent à des difficultés. La surchauffe de l'économie et l'accélération de l'inflation ont obligé les autorités à agir pour modérer la croissance, qui reste néanmoins vigoureuse. Pour contribuer à cet effort, mais aussi pour faciliter la transition d'une économie d'exportation à une économie soutenue par la consommation intérieure, la Banque centrale de Chine a annoncé un assouplissement du taux de change du yuan.

La principale cause du recul des marchés a été les remaniements de portefeuilles au détriment des titres à risque par des investisseurs préférant la sécurité relative des titres du Trésor des États-Unis. Devant l'effritement des indicateurs économiques précurseurs et le ralentissement rapide de la progression des bénéfiques, beaucoup d'investisseurs ont jugé que, sur certains marchés, les actions, et même les obligations d'État, devenaient trop risquées. La volatilité a été forte sur plusieurs bourses mondiales, telles que celles de la Chine, de la Russie et de l'Europe orientale, ainsi que sur d'autres marchés dont beaucoup de titres se classent dans la tranche la plus risquée du spectre. Et sur tous les marchés, les actions des secteurs des matières de base et de l'énergie ont reflété ces fluctuations. Les investisseurs semblent craindre que les difficultés dans le domaine des financements et les problèmes de l'endettement public en Europe ne fassent basculer l'économie mondiale vers une récurrence de la récession. Il est toutefois assez évident que le ralentissement de la croissance a jusqu'ici été modeste. Les marchés semblent nous dire qu'ils croient encore à la croissance mais qu'ils se sentent nerveux et vulnérables devant la possibilité d'un revirement moins favorable de la conjoncture économique.

Bien que le risque pour la stabilité financière ait nettement augmenté depuis six mois, l'examen des stades expansionnistes des cycles économiques antérieurs montre que les tensions que peut subir le marché du crédit alors que la courbe des taux est raide peuvent causer un ralentissement temporaire mais pas une récession. Si ce scénario est celui d'aujourd'hui, nous pouvons plutôt nous attendre à une correction touchant les titres à risque plutôt qu'à un nouveau marché baissier et à un ralentissement temporaire de la croissance plutôt qu'à une récurrence de la récession. Pour le moment, nous sommes d'accord avec notre bon ami Robin Griffiths quand il dit que « être audacieux face aux marchés actuels, c'est être téméraire. La meilleure stratégie consiste simplement à protéger le capital. » L'expérience du passé suggère que les marchés boursiers affichent souvent une personnalité cyclique pendant plusieurs années mais, au sortir d'une récession (car nous restons optimistes pour le long terme), nous préférons résister à la tentation de pourchasser à tout prix les hausses intermédiaires des cours tant que notre boule de cristal ne sera pas plus transparente. Sans une vision plus claire de la situation, il serait futile de vouloir exploiter les fluctuations à court terme des cours.

Aperçu

La reprise de l'économie mondiale s'essouffle quelque peu.

Les investisseurs délaissent les placements à risque élevé et remanient leurs portefeuilles.

Les attentes de croissance n'ont pas baissé sensiblement jusqu'ici.

Être audacieux face aux marchés actuels, c'est être téméraire. Et il serait futile de vouloir exploiter les fluctuations à court terme des cours.

Le taux de croissance au Canada dépassera celui des autres membres du G7.

Les données récentes indiquent que l'économie américaine heurte un mur.

Les perspectives de croissance dans la zone euro restent incertaines.

Le marché des métaux serait la première victime d'un ralentissement éventuel.

Le cycle actuel expose les investisseurs à des risques inusités, qui impliquent une volatilité inhabituelle.



États-Unis

Aux États-Unis, des conflits politiques et une avalanche de statistiques décevantes ont entravé le redressement de l'économie et entretenu les craintes des investisseurs. Les données les plus récentes suggèrent que l'économie se heurte à une sorte de mur, incitant la Réserve fédérale à maintenir son cap sans toucher aux taux administrés. Les craintes des investisseurs se reportent maintenant sur la possibilité – à laquelle nous ne croyons pas – d'une récurrence de la récession. Comme ils perdent confiance dans les perspectives de croissance en Europe et en Chine, les espoirs de croissance mondiale et les perspectives des marchés boursiers reposent paradoxalement à nouveau sur le consommateur américain. Malheureusement, bien que les douze régions de la Fed aient confirmé une accélération de l'activité, le dernier rapport sur l'emploi s'est avéré très décevant. Or, aux États-Unis, le comportement des consommateurs est conditionné par l'état du marché du travail. Mais malgré leur faiblesse, ces statistiques indiquent une amplification de la demande de main-d'œuvre qui, après une amélioration dans les secteurs de la transformation et de l'exportation, gagne du terrain dans ceux des services et des investissements en immobilisations ; on constate même un certain progrès dans le domaine des prêts immobiliers. Toutefois, le risque de contagion en Europe et le ralentissement de la croissance en Asie ont déçu l'espoir d'une nouvelle augmentation des échanges, et les révisions de bénéfices des entreprises situent maintenant à égalité les prévisions de hausse et de baisse. Les vives inquiétudes qui se sont emparées des marchés ont été quelque peu atténuées par la récente déposition devant le Congrès du Président Bernanke de la Réserve fédérale : bien qu'il ait déclaré qu'il considère « insoutenable » l'orientation actuelle du budget, son optimisme prudent et sa réaffirmation de sa conviction que les autorités prendront les dispositions nécessaires pour entretenir la reprise ont été bien accueillis par les marchés des capitaux. Dans le domaine de la réglementation, le vaste fossé qui séparait les versions respectives de la réforme financière de la Chambre et du Sénat a maintenant été comblé. La promulgation de la Loi Dodd-Frank instituera la plus profonde réforme de la réglementation financière depuis la Grande dépression ; bien qu'il laisse subsister quelques lacunes de détail, ce texte devrait réduire les incertitudes.

Canada

À l'approche du second semestre de 2010, l'économie canadienne poursuit sa croissance et confirme la conviction qu'elle est assez solide pour continuer sur sa lancée. Les plus récentes statistiques renforcent l'impression que l'économie canadienne va passer du stade d'accélération qui a suivi la récession à une période de croissance plus modérée. Le PIB augmentera probablement dans toutes les régions du Canada, mais surtout dans l'Ouest, en raison de la demande de ressources ; dans les provinces centrales, la croissance pourrait être freinée par la fermeté de la devise canadienne. Les plus récentes statistiques sur l'emploi confortent ces prévisions car leur ventilation (répartition des emplois) suggère une amélioration continue des fondamentaux. À la fin de mai, il suffisait à l'économie de créer 108 000 emplois pour effacer entièrement les pertes subies depuis octobre 2008 : cette reprise aura été la plus rapide depuis la Deuxième Guerre mondiale. Les mises en chantier de maisons ont légèrement fléchi et les prix semblent peut-être trop élevés, mais le marché national ne manifeste aucun signe d'essoufflement et l'équilibre favorable de l'offre et de la demande devrait soutenir les prix. Appuyée par l'ampleur des efforts de reconstitution des stocks, l'utilisation de la capacité de production industrielle continue d'augmenter, créant une conjoncture favorable pour les investissements en immobilisations. La Banque du Canada a relevé de 25 points de base les taux administrés mais la formulation de l'annonce de cette augmentation était inhabituellement accommodante ; dans ses commentaires, M. Carney a surtout parlé de la possibilité que le resserrement accéléré des politiques fiscales des pays industrialisés ralentisse la croissance. Nous pensons en effet que celle-ci sera plus lente qu'au cours du premier semestre de l'année mais qu'elle restera solide : en 2010, la croissance au Canada devrait être plus forte que dans tous les autres pays du G7.

Zone euro et Royaume-Uni

L'Europe subit les assauts d'une tempête issue de la Méditerranée. Les risques associés à l'endettement public de pays membres du club euro entretiennent une inquiétude qui exacerbe la volatilité des marchés, et le risque d'une baisse de la valeur de l'euro persiste. Après la Grèce et le Portugal, l'Espagne et l'Italie ont annoncé des coupures budgétaires pour raffermir leur fiscalité, rassurer les investisseurs et participer à la défense de la monnaie commune. Dans la zone euro, les perspectives de croissance restent bien incertaines et les attentes des experts eux-mêmes semblent partagées. La Banque centrale européenne (la BCE) maintiendra probablement son actuelle politique monétaire de taux d'intérêt faibles pour encourager des investissements privés et une consommation qui, ajoutés à l'accélération des exportations – grâce à la faible valeur de l'euro – renforceront l'économie de la région. Pour le moment, toutefois, cette approche ne semble aider que l'Allemagne, géant industriel dont les exportations atteignent maintenant de nouveaux sommets. Au Royaume-Uni, malgré des difficultés véritablement redoutables, les données de ces derniers mois suggèrent clairement qu'une reprise est amorcée. Une politique monétaire accommodante continue de stimuler fortement l'activité mais les mesures d'austérité adoptées par plusieurs pays de la zone euro et les réductions de dépenses publiques pourraient ralentir quelque peu la reprise.

Asie, Chine, Japon, Marchés émergents

L'accélération de la vitesse et l'exigüité croissante du marché du travail suggèrent que le risque d'inflation est réel et qu'il augmente en Chine. Les autorités sentent de plus en plus la nécessité de resserrer les conditions monétaires – ce qu'elles ont déjà fait pour endiguer les excès du marché immobilier. Plus récemment, la Banque centrale de Chine a annoncé son intention d'abandonner l'ancrage du yuan (ou renminbi) sur le dollar US dans le but de causer une hausse du taux de change de la devise chinoise et de freiner ainsi la surchauffe de l'économie. Certains, toutefois, n'ont vu dans cette nouvelle qu'une habile mesure tactique adoptée en prévision des réunions du G20.



L'accès au crédit a été fortement resserré et certains investisseurs craignent maintenant que ces interventions ne provoquent un effet de domino à travers l'Asie. Les indicateurs économiques précurseurs ont commencé à s'inverser, non seulement en Chine mais aussi dans les pays voisins. Tout ralentissement de l'activité en Chine, surtout dans les investissements en moyens de production et en infrastructures, freinerait la demande de matières de base et se répercuterait sur les industries qui soutiennent ces activités. L'on s'inquiète aussi de l'évolution du marché du travail car les manifestations organisées sont bien plus fréquentes qu'on ne le pensait auparavant et font craindre une propagation des contestations ouvrières pouvant causer une hausse des coûts de production des multinationales. Par contre, bien que parfois contradictoires, les statistiques sur le niveau d'activité confirment encore les nouvelles selon lesquelles la croissance de l'économie reste supérieure à la tendance. En Inde, la baisse du déficit fiscal stimule les dépenses d'investissement dans le secteur privé. L'augmentation des recettes fiscales, la hausse des droits de douane sur l'or, l'argent et le pétrole brut, et le produit de la vente aux enchères des permis d'exploitation pour les télécommunications de la 3^e génération ont sensiblement réduit les besoins d'emprunt de l'État. La production industrielle continue d'augmenter ; sa relance s'appuie sur une accélération de la demande de biens de production et de biens durables de consommation. Au Japon, les efforts à court terme sont concentrés sur les politiques économiques visant à stimuler la croissance, alors même que le cabinet Kan s'efforce de resserrer la ceinture fiscale, causant probablement une réduction des dépenses publiques et des augmentations d'impôts et, par conséquent, un ralentissement de la croissance.

Matières de base

Les prix de la plupart des principales matières de base restent très supérieurs aux bas d'il y a un an ; le premier semestre de 2010 n'en a pas moins été décevant pour les investisseurs, qui pensaient que le puissant élan de l'année dernière continuerait. Plusieurs facteurs influent actuellement sur les prix, notamment le ralentissement délibéré de la croissance en Chine, la fin des reconstitutions de stocks dans les pays membres de l'OCDE et l'avalissement continu de l'euro par rapport au dollar US. Le raffermissement de la politique monétaire de la Chine ne freinera pas seulement la croissance dans ce pays ; il sera ressenti partout ailleurs dans le monde, puisque beaucoup d'investisseurs ont accroché leurs voiles aux mâts chinois. Les marchés des métaux, qui participent à une tendance haussière à long terme, compteraient également parmi les premières victimes de tout ralentissement perçu de l'économie. Ils seraient aussi les premiers bénéficiaires de nouvelles favorables. C'est sans doute la crainte d'un fléchissement, jusqu'en 2011, des fondamentaux de l'offre et de la demande de matières de base qui explique l'hésitation des investisseurs et des spéculateurs à prendre des positions à découvert importantes. Il ne faudrait pas en conclure que les risques ne sont pas élevés, d'autant plus que la conjoncture inclut aussi des incertitudes d'ordre réglementaire (notamment l'Australie et le projet d'imposition des bénéfices excédentaires sur les ressources). Par ailleurs, les stocks de pétrole brut atteignent de nouveaux sommets et l'expérience montre que, quand les économies européennes fléchissent, la demande de pétrole baisse sensiblement. Pour le moment, la demande quotidienne a baissé de plus d'un million de barils et, comme de pires difficultés s'annoncent peut-être pour bientôt, l'incertitude prévaut. Mais l'incertitude est aussi porteuse de bonnes occasions. Pour l'investisseur discipliné, les tendances bien connues d'urbanisation et d'industrialisation en Chine devraient produire tôt ou tard des fruits intéressants dans un portefeuille judicieusement constitué de titres du secteur des matières de base.

Recommandations

La Bourse a maintenant atteint le deuxième stade du cycle de la reprise, qui apporte souvent un fléchissement des indicateurs économiques précurseurs. Ce stade s'accompagne généralement aussi d'une volatilité boursière accrue et d'une baisse des rendements car, plutôt qu'une expansion globale, l'intérêt se concentre alors sur les perspectives de bénéfices. En outre, dans le cas du cycle que nous traversons, les investisseurs devront tolérer des risques plus élevés que d'habitude et, par conséquent, une volatilité plus grande. L'examen du passé confirme que l'impression que la Bourse recule en été est fondée, comme le sont aussi les attentes liées au cycle présidentiel. Cet été pourrait donc être particulièrement pénible. Nous pensons d'ailleurs que, après leur forte avance depuis leurs bas de février, les marchés avaient besoin d'une correction pour établir les assises d'une nouvelle avance. Cette attente se reflète dans notre répartition des actifs, qui inclut une pondération inférieure à celle de la référence pour les actions. Nous nous attendons encore à une nouvelle rotation, au détriment des secteurs cycliques, motivée par la persistance ou l'aggravation des craintes d'ordre économique ou financier, qui accroîtra encore la volatilité mais apportera aussi de bonnes occasions d'achat. Dans une telle conjoncture, le respect rigoureux des niveaux d'achat et de vente peut produire des rendements positifs. Pour le moment, nos portefeuilles font une large place au Canada mais nous nous intéressons maintenant aux grandes entreprises mondiales fortement engagées sur les marchés émergents. Comme les prix courants des matières de base et du pétrole ne reflètent pas leurs fondamentaux – ils semblent dépendre plus de la spéculation que de la demande – nous maintenons notre sous-pondération pour les secteurs de l'énergie et des matières de base. Nous pensons que les retombées et ramifications des problèmes touchant l'euro et le ralentissement de l'économie chinoise seront mieux comprises cet automne. Nous devrions alors avoir une meilleure idée de la mesure dans laquelle nous voudrions participer à ces secteurs. Jusqu'ici, nous avons plutôt privilégié les produits de consommation de base et les produits discrétionnaires, deux secteurs défensifs dans un marché en baisse, qui occupent une place de choix dans le cadre de notre thème selon lequel *les dividendes ont repris la vedette*. Compte tenu de la perspective d'un ralentissement de la croissance en Chine, de la crise que traverse la zone euro et d'une reprise apparemment sans création d'emplois aux États-Unis, nous serions surpris que les banques centrales haussent leurs taux dans un proche avenir. Au cours du trimestre, nous avons donc profité des reculs des marchés pour allonger l'échéance moyenne de nos portefeuilles d'obligations, en privilégiant les titres provinciaux et les émissions de sociétés de qualité. Nous surveillons aussi le marché des actions privilégiées pour saisir des occasions de renforcer nos positions.



PRÉVISIONS 2010

	Courant T2/10	2010E Fourchette	2010E Fin d'année
Taux d'intérêt			
Taux à un jour de la Banque du Canada	0,50%	0,25%-0,75%	0,75%
Taux des fonds fédéraux	0,13%	0,13%-0,75%	0,75%
Bons du Trésor canadiens à 10 ans	3,08%	2,80%-3,80%	3,25%
Bons du Trésor américains à 10 ans	2,95%	2,70%-3,80%	3,00%
Ressources			
Or (US\$/oz.)	\$1.192	\$1.075-\$1.350	\$1.300
Cuivre (US\$/lb)	\$2,98	\$2,60-\$3,60	\$3,10
Pétrole (US\$/bbl)	\$72,50	\$65,00-\$85,00	\$80,00
Marchés			
Indice composé S&P/TSX	11.275	10.500-12.500	12.500
Indice S&P 500	1.041	1.000-1.250	1.200
CAD/USD			
	\$0,945	\$0,90-\$1,00	\$0,97

PROFIL

Siège social: Montréal, Québec
Fondation: 1981
Personnel: 21
Gestionnaire de portefeuille: 6
Style d'investissement: Croissance à prix raisonnable (CAPR) privilégiant les valeurs intrinsèques
Méthodologie: Analyse ascendante/descendante
 Portefeuilles ciblés, 35-45 positions
Objectifs de placement: Appréciation du capital à long terme
Actif en gestion: 770 millions de dollars

PRICIPAUX THÈMES DE PLACEMENT

- Privilégier les titres de croissance produisant des dividendes
- Énergie (pétrole, sables bitumineux)
- Infrastructures (dépenses) / Technologie (mises à niveau)
- Participation directe / indirecte aux marchés émergents / en développement
- Matières premières (or, agriculture, engrais, métaux communs)

CONTACTEZ - NOUS



SOCIÉTÉ DE GESTION
CFG HEWARD LTÉE

Tél: +1 514 985 5757 2115 rue de la Montagne
 Courriel: heward@heward.com Montréal, Québec
 Site web: www.heward.com H3G 1Z8

L'objectif principal de la Société de gestion C.F.G. Heward Ltée en publiant ce document est de communiquer des informations utiles sur l'état courant des marchés financiers. Les données présentées ne sont pas nécessairement assez détaillées pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions de placement pleinement informées. Nous nous efforçons de fournir des informations exactes mais nous ne garantissons pas qu'elles le seront à la date de leur réception ni qu'elles le resteront par la suite. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations ; elles représentent notre jugement à la date des présentes mais peuvent être modifiées sans préavis. COPYRIGHT 2010 Société de gestion C.F.G. Heward Ltée. La reproduction intégrale ou partielle de cet article, sous quelque forme que ce soit, est interdite sans l'autorisation expresse écrite du titulaire des droits d'auteur.