



Tirer les leçons de l'expérience tout en étant enraciné dans l'actualité

Devant la perspective à deux tranchants de la croissance et de l'inflation, les banques centrales vont bientôt raffermir leurs politiques et réduire leurs incitations financières et monétaires. L'on croit généralement que la Réserve fédérale des États-Unis devra, pour y parvenir, faire preuve d'une grande virtuosité et avoir la chance de son côté : en intervenant trop brusquement, pense-t-on, elle risquerait de provoquer un nouveau ralentissement alors que, en attendant trop longtemps, elle pourrait déchaîner l'inflation ; mais elle pourrait aussi, en agissant inconsidérément, déstabiliser les marchés. Toutefois, l'expérience a montré que la Fed peut attendre, pour resserrer sa politique, que l'économie et les marchés des capitaux soient convenablement rétablis. Des études de la Bank of America montrent en effet que l'inflation est un indicateur très retardataire et que, aux États-Unis, l'un des aspects les plus fréquents des cycles économiques antérieurs a été une baisse de l'inflation de base pendant la période de redressement de l'économie. L'inflation baisse face à une forte croissance du PIB, à une hausse des prix des matières de base et, par conséquent, à un dollar en recul et à des taux d'intérêt négatifs. La Fed subira des pressions en faveur d'un raffermissement prématuré de sa politique, comme dans le courant de l'été de 2008 : les chroniqueurs conservateurs, les monétaristes et les faucons des banques centrales la pressaient alors de relever ses taux. Bien heureusement, la Fed n'a pas suivi ce funeste conseil. D'ailleurs, M. Bernanke dispose d'autres outils, tels que des hausses du taux d'escompte ou la suppression rapide de certaines facilités de crédit au fur et à mesure que les marchés financiers se rétablissent.

Certains porteurs de titres d'emprunt pensent peut-être que les épreuves des deux dernières années nous ont conféré la compétence (ou la témérité) requise pour faire face à n'importe quoi. Mais le début de 2010 nous a assez brutalement rappelé que ce marché continue de poser des défis. Bien des investisseurs ont été pris au dépourvu par la rapidité avec laquelle ont surgi les problèmes liés aux risques souverains et, selon les gros titres, ceux de l'Union européenne (UE) sont sérieux. Les États membres ont tout d'abord ciblé les difficultés de la Grèce, gravement endettée, et ils se sont engagés à adopter des mesures précises et coordonnées pour lui venir en aide, pourvu que ce pays accepte certaines conditions. La nouvelle a rassuré les investisseurs. Selon les sondages, en dépit des grèves organisées par les syndicats ouvriers et des amères protestations des politiciens grecs à propos des exigences « impitoyables » de l'UE, le train de mesures d'austérité annoncé peu après par la Grèce a reçu l'appui du public. Puis les autorités allemandes ont manifesté certaines hésitations en constatant que, en signant les accords de dépannage de la Grèce, elles contreviendraient à leur clause « anti-sauvetage » régissant l'euro et s'exposeraient à des poursuites. Le projet initial a alors été abandonné. En fin de compte, la France et l'Allemagne ont conclu une entente comportant la participation du FMI à l'opération de sauvetage, une solution qui prévient les objections éventuelle du tribunal constitutionnel allemand. Par ailleurs, l'UE devra aussi résoudre les problèmes du Portugal, de l'Espagne et de l'Irlande. L'Espagne est en meilleure position financière que la Grèce mais l'économie espagnole est bien plus importante ; si sa balance des paiements se dégrade encore, l'Espagne aura, elle aussi, besoin d'un coup de main dont les ramifications seraient beaucoup plus graves. Tant que ces problèmes n'auront pas été réglés, l'euro continuera probablement de fléchir par rapport au dollar et aux autres devises de réserve.

Au début de 2010, l'on prévoyait généralement que l'année serait bonne, surtout le premier semestre car l'on pensait que les politiques monétaires resteraient alors accommodantes, l'inflation faible et la reprise lente mais assurée. Depuis, certaines appréhensions semblent être apparues, un phénomène somme toute assez fréquent à ce stade du cycle économique, car les investisseurs commencent alors à s'inquiéter des effets du raffermissement prochain de la politique monétaire. Toutefois, la transition d'une conjoncture de taux d'intérêt faibles, d'accroissement des multiples et de faiblesse des bénéfices à un environnement de hausses de taux, de forte progression des bénéfices et de baisse des multiples devrait soutenir l'avance des marchés

La Réserve fédérale américaine peut-elle attendre que l'économie et les marchés des capitaux soient complètement rétablis pour raffermir sa politique ?

Les problèmes liés aux risques souverains se sont manifestés avec une rapidité déconcertante.

La solution des problèmes de la zone euro ne sera pas sans conséquences pour la monnaie commune.

Les États-Unis progressent dans la bonne direction mais il est trop tôt pour déclarer que la guérison est acquise.

Au Canada, la récession a été forte mais relativement brève. Une reprise plus dynamique que prévu a ravivé la volonté de la Banque du Canada de lutter contre l'inflation.

La Chine a réduit la magnificence du festin économique qu'elle offrait en 2009.

Les niveaux des évaluations ne laissent que bien peu de place pour de nouveaux chocs systémiques.



boursiers au cours des 12 à 18 prochains mois. La volatilité devrait persister sur les marchés boursiers et obligataires, entretenant un environnement peu compatible avec une stratégie de bêtas élevés. Pour obtenir de bons résultats au cours des prochains trimestres, la meilleure stratégie consistera à privilégier les titres défensifs ou cycliques, à choisir judicieusement les titres et à profiter des reculs des marchés pour faire des achats, plutôt que de pourchasser les cours à la hausse. Les éléments d'une bonne reprise sont en place mais la progression sera freinée par la nécessité d'abaisser le niveau d'endettement des ménages et des entreprises du secteur financier. Bref, en ce début de la nouvelle décennie, un drapeau jaune rappelle aux investisseurs que des débris jonchent encore la voie de la reprise.

États-Unis

Aux États-Unis, les efforts pour remédier au surendettement et aux dépenses folles des deux dernières décennies s'annoncent longs et ardu ; heureusement, il est improbable que l'économie retombe en récession. En haussant le taux d'escompte, la Réserve fédérale a indiqué sa conviction que le système financier a retrouvé la santé. Toutefois, bien que l'économie américaine semble en bonne voie, sa reprise ne se fera sans doute pas en V ; elle devrait plutôt se poursuivre sur la lancée amorcée l'année dernière. Un redressement durable ne peut pas reposer sur des dépenses de stimulation ni sur la reconstitution de stocks. En dépit de leurs bilans surchargés de liquidités, les entreprises n'entreprendront leurs programmes de dépenses en immobilisations que quand elles pourront compter sur une augmentation durable de la demande. En fait, les plus récentes statistiques de l'ISM suggèrent que l'expansion se poursuit dans le secteur manufacturier avec de nouvelles commandes et des augmentations de la production et des emplois. Ces progrès se manifestent dans les domaines de l'automobile, de la technologie, de l'agroalimentaire, de l'industrie chimique et des plastiques. Les reconstitutions de stocks sont favorables à court terme, bien sûr, et l'économie devrait bénéficier d'autres soutiens puisque le Président Obama a récemment signé un ensemble de mesures de plusieurs milliards de dollars destinées à créer des emplois. La reprise pourrait ralentir au début du second semestre de 2010 car l'accélération de la production industrielle n'intervient généralement qu'après celle des dépenses de consommation, dont la faiblesse persistera probablement après cette récession.

Canada

Contrairement aux récessions antérieures, celle de 2008-2009 a été abrupte mais assez brève.. L'activité s'est redressée dès le second semestre de 2009 et le PIB a progressé de 5,0 % (annualisé) au quatrième trimestre. La progression semble avoir été tout aussi rapide au premier trimestre de 2010 et les perspectives sont favorables aussi pour le deuxième trimestre, qui devrait bénéficier aussi bien d'une bonne demande intérieure que d'exportations soutenues. La croissance pourrait ensuite fléchir au second semestre de 2010, en dépit de l'amélioration des attentes des entreprises. Comme les États-Unis absorbent près de 70 % de nos exportations et sont la source d'une bonne partie de nos investissements étrangers, les perspectives de ce pays exercent une influence énorme sur notre économie. Au Canada même, la facilité d'accès au crédit et l'amélioration des conditions de travail ont soutenu l'augmentation de la consommation et amélioré les perspectives. Les plus récentes statistiques sur le commerce de gros restent favorables et compatibles avec une accélération de la croissance. Aux niveaux tant fédéral que provincial, les travaux d'infrastructure prévus pour stimuler l'économie devraient comprendre un total de plus de 6 000 projets valant globalement plus de 27 milliards de dollars. La reprise dans les pays en développement et l'accélération plus forte que prévu des échanges mondiaux devraient soutenir les exportations de matières de base. La Banque du Canada a maintenant adopté les premières mesures destinées à ramener les taux d'intérêt à des niveaux plus normaux et elle a raffermi le ton sur lequel elle parle de l'inflation. Enfin, le dernier budget présenté récemment par le Ministre des Finances a fait beaucoup de bruit pour pas grand-chose.

Zone euro et Royaume-Uni

La politique de la Banque Centrale Européenne (BCE) en matière de taux d'intérêt implique que les taux actuels sont raisonnablement compatibles avec les perspectives économiques et qu'ils devront peut-être être maintenus sans changement pendant assez longtemps. D'autant plus que l'Europe se doit de montrer qu'elle a une stratégie appropriée pour surmonter sa crise financière interne. Un fait n'a pas changé depuis la crise de 1992 : les décideurs européens et leurs conseillers économiques n'ont pas encore compris les éléments fondamentaux qui déterminent les réactions des marchés financiers aux décisions politiques ou, dans ce cas particulier, à l'absence de politique. Bien que la crise qui secoue la zone euro ait été déclenchée par la Grèce, c'est peut-être l'Espagne qui déterminera l'avenir de la monnaie commune. L'Espagne, quatrième économie de la zone euro, affiche un taux de chômage de 19 %, une bulle du logement qui se dégonfle, un endettement élevé et un déficit budgétaire énorme. Quant au Royaume-Uni, qui n'a presque rien à voir avec ce drame, il a récemment publié des statistiques économiques convenant à tous : elles ont permis aux optimistes de montrer que l'économie s'arrache plus vite à la récession qu'on le croyait, et aux pessimistes de constater que le gouffre à combler est plus profond que prévu.

Asie, Chine, Japon, Marchés émergents

Les mesures de relance massives mises en œuvre par les autorités chinoises en 2009 ont montré que la Chine fait désormais un contrepois important aux États-Unis au sein de l'économie mondiale. Toutefois, la hausse des ratios de réserve légale récemment annoncée a réduit la magnificence du festin économique que la Chine offrait et confirmé le retrait des stimulants monétaires. Les achats chinois de matières de base et d'actifs à risque vont ralentir et la reprise mondiale pourrait en souffrir.



Toutefois, l'urbanisation suit son cours ; elle permet à un nombre croissant de Chinois de délaisser une agriculture de subsistance en faveur d'emplois salariés et augmente proportionnellement l'effectif des consommateurs. Quant au Japon, il a conservé de justesse son deuxième rang parmi les économies mondiales grâce à l'augmentation, pour la première fois en deux ans, des dépenses des entreprises et des investissements en immobilisations. En dépit de cette nouvelle assez favorable, la Banque du Japon a doublé le montant de son programme de d'émission de liquidités dans le but de réduire le coût du crédit et de raviver la confiance des entreprises pour lutter contre la déflation. L'incertitude croissante, alimentée à travers le monde par la crise de l'endettement de pays à la périphérie de l'euro, a réduit l'appétit pour les actifs d'Amérique latine. Toutefois, cette région bénéficie d'une conjoncture économique plutôt favorable grâce à sa situation financière relativement saine et à la distance qui la sépare de la Grèce. En Australie aussi, la conjoncture est plus solide que dans les pays de l'Atlantique Nord. La faible augmentation prévue de la dette publique de ce pays fait l'envie des membres industrialisés du G20 et ses prévisions de budget équilibré dans quelques années sont assez plausibles.

Matières de base

Les achats importants de matières de base par l'Office des réserves stratégiques de Chine ont soutenu les marchés à travers la mauvaise passe du début de 2009. L'intensification des efforts de la Chine pour trouver de nouvelles ressources au fur et à mesure que l'année avançait a porté les prix des matières de base à des niveaux insoutenables. Les tarifs d'affrètement modiques des pétroliers, ainsi que la baisse progressive de l'indice Baltic Dry et sa stabilisation à un niveau très faible, nous incitent à penser que la Chine réduit ses achats de matières de base et que les perspectives se ternissent à court terme. Par ailleurs, les plus récentes données, selon lesquelles les achats chinois de titres du Trésor des États-Unis ont nettement augmenté, suggèrent aussi une tendance défavorable pour les prix des matières de base. Il est, par ailleurs, assez évident que le dollar fait actuellement l'objet d'opérations de portage, mais contre quels autres avoirs ? Des fonds spéculatifs utilisent-ils l'euro comme contrepartie pour acheter des matières de base et des métaux, alors même qu'ils renforcent leurs paris sur la baisse de cette devise ? Ceci expliquerait en bonne partie la volatilité des prix des métaux au premier trimestre. À plus long terme, toutefois, le marché haussier des matières de base (qui sont des actifs tangibles) reste clairement intact. Les prix de ces matières devraient augmenter, non seulement sous l'effet de la reprise de la demande sur les marchés émergents, mais aussi parce qu'elles sont de plus en plus considérées comme des valeurs plus sûres que les monnaies fiduciaires traditionnelles.

Recommandations

Notre dernier communiqué trimestriel agissait un drapeau jaune, car nous craignons alors que les niveaux des évaluations ne laissent que bien peu de place pour de nouveaux chocs systémiques. Bien que nos prévisions et attentes se soient en bonne partie concrétisées, nous restons prudents. Toutefois, la tournure plus favorable des données économiques les plus récentes nous a convaincus de relever au niveau de la référence notre participation aux marchés boursiers. Comme nous le disons et écrivons depuis quelque temps, le rendement global sera en bonne partie déterminé par les dividendes et leur progression. Depuis le début de l'année, les sociétés incluses dans l'indice S&P500 ont annoncé un total combiné de 4,4 milliards de dollars d'augmentation nette de leurs dividendes, le meilleur chiffre depuis le quatrième trimestre de 2007. Nos portefeuilles d'actions sous-pondèrent encore les matières de base. À long terme, ce secteur reste l'un de nos principaux thèmes mais les données contradictoires touchant les perspectives de reprise en Europe et aux États-Unis, ainsi que le coup de frein sur le crédit bancaire et la liquidité en Chine nous préoccupent encore. Nos préférences pour les secteurs et les répartitions reposent donc sur le dynamisme de l'économie canadienne, ainsi que, par l'entremise des grandes sociétés internationales, sur potentiel de croissance des pays en développement et émergents. Nous continuons de privilégier l'agroalimentaire et l'or, ainsi que le secteur des infrastructures en dépit de sa subordination aux aléas de la réglementation et, parfois, de la politique. Nous restons optimistes aussi à l'égard du secteur de l'énergie – surtout les sables bitumineux et, à plus long terme, le gaz naturel. Par ailleurs, l'expérience nous a appris que, au cours de périodes telles que celle dans laquelle nous nous engageons, les secteurs de la production pharmaceutique et de la consommation de base atteignent des rendements supérieurs. Pour les taux d'intérêt, nous nous attendons à une remontée des taux à court terme, probablement vers le milieu de l'année, mais ce renversement de la tendance n'implique en aucune façon un resserrement spectaculaire des politiques monétaires des pays industrialisés. Il faut plutôt s'attendre à un aplatissement de la courbe des taux, qui se relèvera un peu aussi sur toute sa longueur. La hausse sera plus accentuée sur les échéances proches (entre un et trois ans), et plus faible et graduelle sur le reste de la courbe. Nous avons obtenu des rendements remarquables depuis douze mois en concentrant nos positions sur les obligations de sociétés et les actions privilégiées ; notre stratégie pour les titres à revenu fixe donnera désormais la priorité à l'encadrement du risque. Nos portefeuilles à revenu fixe privilégient les échéances assez proches et ils continueront de le faire tant que les taux des obligations d'État à 10 ans n'auront pas atteint la fourchette de 4,0-4,5 % (contre 3,6 % actuellement). D'ici là, nous saisirons des occasions d'intervention pour profiter d'anomalies dans les cours. Il y en a encore dans le segment des obligations de sociétés, ainsi que sur les actions privilégiées, qui offrent de bonnes possibilités pour les comptes imposables.



PRÉVISIONS 2010

	Courant T1/10	2010E Fourchette	2010E Fin d'année
Taux d'intérêt			
Taux à un jour de la Banque du Canada	0,25%	0,25%-1,1%	1,10%
Taux des fonds fédéraux	0,13%	0,13%-0,75%	0,75%
Bons du Trésor canadiens à 10 ans	3,60%	3,40%-4,25%	4,25%
Bons du Trésor américains à 10 ans	3,80%	3,10%-4,25%	4,25%
Ressources			
Or (US\$/oz.)	\$1.120	\$1.000-\$1.450	\$1.300
Cuivre (US\$/lb)	\$3,35	\$2,85-\$3,60	\$3,30
Pétrole (US\$/bbl)	\$81,50	\$72,00-\$90,00	\$85,00
Marchés			
Indice composé S&P/TSX	11.850	11.000-13.000	12.800
Indice S&P 500	1.135	1.050-1.270	1.250
CAD/USD			
	\$0,96	\$0,95-\$1,05	\$1,05

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, 30-35 positions
Objectifs de placement: Appréciation du capital à long terme
Actif en gestion: 816 millions de dollars

THÈMES PRICIPALS 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
 Courriel: heward@heward.com
 Site web: www.heward.com

Société de gestion C.F.G.
 Heward Ltée.
 2115 rue de la Montagne
 Montréal, Québec

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.