



LE MOTEUR TOURNE ROND

COMMENTAIRE MENSUEL

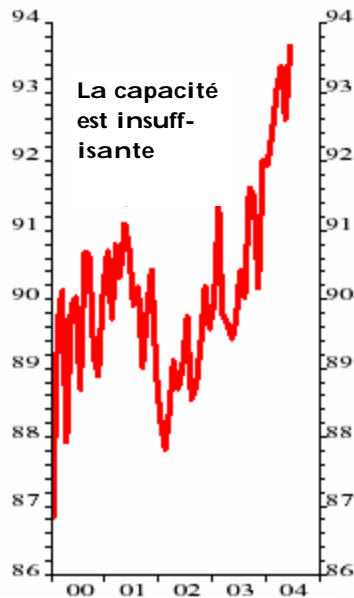
22 JUIN, 2004

« À l'approche de l'été, vendez » : au fil des ans, l'expérience a souvent confirmé la sagesse de ce conseil saisonnier. Mais en dépit d'une forte correction, le moteur de l'économie mondiale continue de tourner rond et l'attrait des actions ne se dément pas.

Le prix des hydrocarbures est si élevé que l'on peut se demander comment les consommateurs parviennent à s'en accommoder. Comme le montre ce graphique de SG Cowen, le prix de l'essence aux États-Unis a augmenté de 40 % en six mois. Alors que commence l'été, l'effet conjugué de la guerre d'Irak, de menaces sporadiques de terrorisme et d'approvisionnements insuffisants impose à l'économie mondiale des prix sans précédent pour le pétrole : 40 % d'augmentation en un an. Cette hausse enfle les bénéfices des producteurs de pétrole et de gaz mais elle est lourde pour les autres entreprises et pour les ménages. Elle a le même effet qu'une hausse d'impôt et prive les consommateurs de disponibilités qui financeraient autrement des dépenses discrétionnaires. En outre, comme elle tend à réduire les bénéfices des entreprises et en oblige beaucoup à relever leurs prix pour compenser l'augmentation du coût du transport, elle accentue les pressions inflationnistes.

À ce propos, nos prévisions excluent la possibilité d'une inflation de 10 % et plus, comme celle de la fin des années 1970 et du début des années 1980. Nous pensons plutôt que l'inflation pourra atteindre 3 % à 5 % d'ici la fin de 2005. Pour les investisseurs, la stratégie la plus appropriée dans un tel environnement consiste, d'une part, à entretenir une échéance moyenne à court terme dans leur portefeuille d'obligations et, d'autre part, à mettre l'accent sur les ressources naturelles dans leur portefeuille d'actions. Nous nous méfions des effets du prix élevé de l'énergie et nous tenons à l'œil la façon dont l'économie américaine y réagit. Selon beaucoup d'économistes, la persistance de prix élevés pour le pétrole risquerait de faire avorter la reprise. Sans être pessimistes, nous profitons de la tendance en renforçant les engagements de nos portefeuilles dans le secteur du pétrole et du gaz.

Utilisation de la capacité de raffinage mondiale ÉLEVÉE

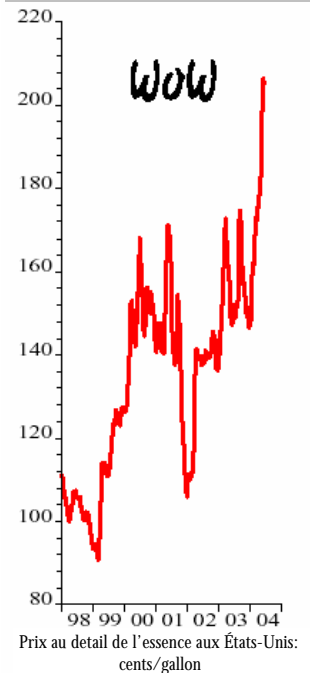


Monde: Taux d'utilisation de la capacité de raffinage de pétrole, en % - Source: Purvin & Gertz

Le travail de la Fed en faisant monter la tranche à long terme de la courbe des taux. Il faut y voir le signe que les investisseurs prévoient une accélération de l'inflation et une montée des taux courts. Pour le moment, la hausse des taux longs, la fermeté retrouvée du dollar US et l'augmentation des prix du pétrole compensent en partie au moins des conditions monétaires exceptionnellement tolérantes. Le marché a déjà pris en compte la hausse des taux prévue pour la réunion de juin de la Réserve fédérale et beaucoup d'économistes s'attendent à ce que les taux augmentent de 150 points centésimaux d'ici la fin de l'année. Alan Greenspan a la réputation d'être progressiste et il imposera très vraisemblablement une série de petites augmentations des taux l'année prochaine.

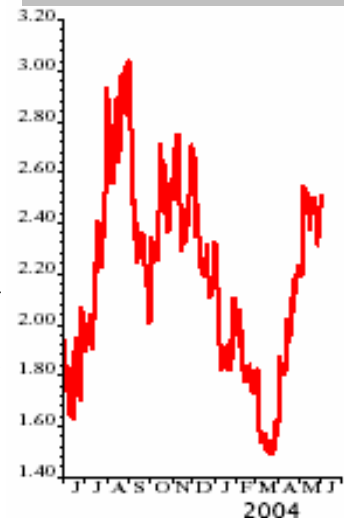
Charts: SG Cowen

Hausse de 40% en six mois



Prix au détail de l'essence aux États-Unis: cents/gallon

États-Unis: Taux d'intérêt prévus pour la fin 2004



CHINE ET JAPON : LA RÉALITÉ

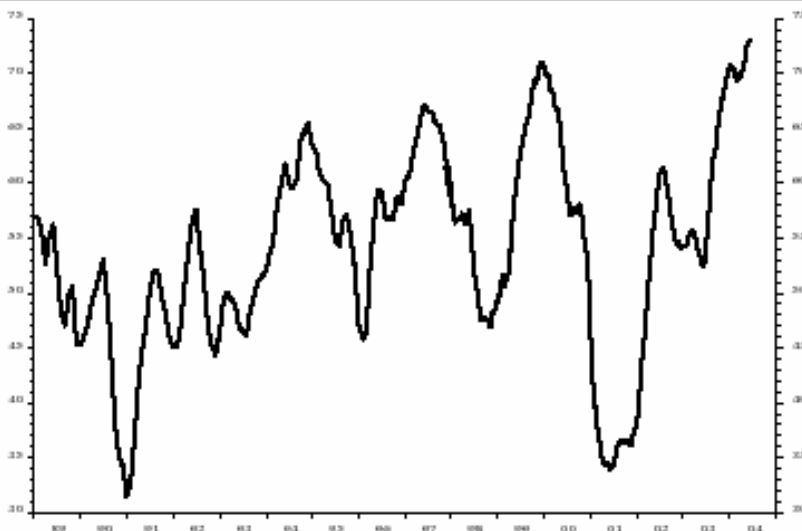
« Beaucoup d'investisseurs impressionnés par la forte croissance de l'économie chinoise semblent ne pas avoir remarqué la reprise au Japon. L'économie japonaise est la deuxième du monde ; elle est trois fois plus importante que celle de la Chine. » AG Edwards

De nombreux stratèges prévoient, pour l'économie chinoise, un violent coup de frein qui se répercutera sur toute l'économie mondiale. Mais dans une analyse particulièrement intéressante sur le Japon et la Chine, AG Edwards rappelle que, malgré l'étendue du territoire et l'énorme population de la Chine, la taille de l'économie chinoise n'atteint que le huitième de celle des États-Unis. Au cours des deux derniers trimestres, la croissance annualisée, après inflation, de l'économie japonaise a atteint 6,0 %, soit le rythme de croissance le plus rapide sur deux trimestres consécutifs depuis 1990. En outre, les prix de gros japonais ont recommencé à augmenter après de nombreuses années de tendance déflationniste. La croissance aux États-Unis et au Japon contribue plus à l'expansion mondiale que celle de l'économie chinoise.

Bref, la Chine n'est pas le seul soutien de la croissance mondiale, et les investisseurs auraient tort de négliger les autres possibilités d'investissement telles que celles que crée la renaissance au Japon. Depuis que ses marchés ont plafonné en 1989, l'économie japonaise a si gravement souffert d'anémie et de déflation que les investisseurs ont généralement délaissé ce marché, et leur scepticisme a été renforcé par plusieurs faux départs et par l'échec de nombreux projets de réforme et de relance annoncés par l'État. Mais récemment, les statistiques japonaises semblent confirmer que l'économie se redresse vraiment et qu'elle crée même un peu d'inflation. La renaissance au Japon pourrait compenser le ralentissement de l'activité en Chine ; après tout, l'économie japonaise est trois fois plus importante que celle de la Chine et elle se classe au deuxième rang dans le monde, après celle des États-Unis. Le dynamisme de l'économie mondiale, l'augmentation des exportations, la croissance des dépenses intérieures et les réformes adoptées produisent des effets miraculeux sur l'économie japonaise et provoquent une reprise boursière d'un intérêt certain pour les investisseurs étrangers.

Depuis un an, les regards des investisseurs étrangers sont braqués sur la Chine. Après s'être laissés attirer par le dynamisme spectaculaire de son économie, ils surveillent attentivement les effets des mesures adoptées par les autorités pour la freiner. Ils craignent maintenant que la Chine doive inonder d'eau froide une économie surchauffée et beaucoup se comportent comme si l'économie chinoise allait s'effondrer. De telles réactions n'ont aucune raison d'être : la Chine va poursuivre une croissance très satisfaisante pour l'économie mondiale. La longue durée prévue de nombreux projets de construction en cours exclut pratiquement la vraisemblance d'un brusque effondrement. Le raffermissement des politiques pourrait au contraire provoquer une saine correction après l'expansion amorcée en 2003. Si elles sont appliquées convenablement et efficacement, les mesures adoptées pourraient prolonger la période de prospérité au-delà de son cycle normal de trois ans.

World Newsflow of Economic Stories



En fait, certains observateurs semblent croire que le but recherché consiste à étendre la période de croissance jusqu'à 2008, quand la Chine accueillera les Jeux Olympiques.

L'indicateur exclusif de SG Owen sur les flux d'informations, présenté ci-contre, relève le nombre d'articles des journaux et agences de presse qui soulignent le dynamisme de l'économie. Cet indicateur est exprimé en pourcentage du nombre total d'articles économiques. Les tendances touchant les flux d'informations reflètent les attentes à l'égard de l'évolution de l'économie. Aux États-Unis, la proportion des nouvelles indiquant des prévisions économiques favorables atteint actuellement 69%.

ROBIN GRIFFITHS PRÉSENTE SON POINT DE VUE

Nous avons récemment eu le privilège de nous entretenir avec M. Robin Griffiths, stratège technique en chef de HSBC Securities. Robin est un ami de longue date de la société Heward et il a récemment eu l'amabilité de venir de Londres à Montréal pour présenter à notre équipe ses prévisions pour l'économie mondiale. Depuis bien des années, sa compétence aide notre comité des politiques à maintenir son avance sur les marchés mondiaux. Robin, qui participe régulièrement à des émissions à CNBC et d'autres chaînes de nouvelles, est l'un des analystes les plus respectés du monde.

Son analyse technique des marchés est favorable à de nombreux égards. Ceux que soutient une tendance à la hausse séculaire, notamment en Asie et en Amérique latine et le marché des matières premières, restent intacts pour le moment. D'autres moins prometteurs comprennent particulièrement le Nasdaq et ceux d'Europe. Quant aux taux de change, il pense que la fermeté récente du dollar US ne persistera pas et il s'attend à un nouveau recul du billet vert et du marché. Il recommande donc de sous-pondérer les États-Unis par rapport au reste du monde ; sa recommandation la plus intéressante est le Japon.

Après 12 années de déclin, la tendance s'est inversée et, bien que le profil démographique du Japon soit moins dynamique que celui de certains marchés émergents, les perspectives touchant la consommation intérieure et la croissance économique ont clairement changé. Les indices japonais Nikkei et Topix présentent une formation technique « reverse head and shoulders » classique très favorable, comme le mentionnait déjà notre dernier bulletin mensuel sous le titre *Le soleil est là*. Pour le Nikkei et le Topix, les cibles se situent respectivement à 16 000 et à 1 600, ce qui révèle un potentiel de hausse considérable. La conjoncture fondamentale est prometteuse. Les stratèges, même les plus optimistes n'avaient pas prévu les données stupéfiantes sur le PIB, qui a augmenté de plus de 5 % au cours du plus récent trimestre. Les problèmes du secteur bancaire semblent enfin avoir été résolus et le marché immobilier devrait bénéficier de changements dans la réglementation qui interdisait la construction d'immeubles de grande hauteur dans certaines régions. L'évolution du taux de change devrait aussi favoriser les investisseurs maintenant que la Banque du Japon a compris qu'elle défendait peut-être la mauvaise devise et que le taux de change le plus important à surveiller pour le yen est celui de l'euro et non celui du dollar US. Nous privilégions surtout les sociétés dont l'activité est axée sur le marché intérieur.

Répartition de l'actif : nous maintenons le cap

Nous continuons de surpondérer les actions et de sous-pondérer les obligations, tout en privilégiant en moyenne, pour ces dernières, des termes et des durations à court terme. Malgré la difficulté de dénicher, dans de nombreux secteurs, des actions attrayantes, nous pensons que les obligations présentent, à moyen terme, des risques de perte plus élevés. Depuis deux semaines, les marchés ont amorcé un période de correction qui pourrait se prolonger dans l'été, mais ce recul pourrait être freiné par le manque d'attrait que présentent les principales autres catégories d'actifs. Au fur et à mesure que les actions se redresseront, nous matérialiserons les plus-values pour maintenir une forte diversification dans les portefeuilles.

Selon Chris Watling, directeur général du groupe Longview Economics de Londres, les marchés américains se sont, depuis le début de l'année, comportés comme d'habitude au cours d'une année d'élection. Il pense que la tenue de la bourse devrait être raisonnablement satisfaisante au second semestre. Les cours restent excessifs mais aucune autre catégorie d'actifs importante n'offre de possibilités de rendement réel plus attrayantes. Compte tenu de l'inflation, le rendement réel des liquidités est négatif. Le taux de 4,7 % environ des obligations devrait atteindre des niveaux plus normaux, proches de 6 %, au cours de la prochaine année, ce qui implique une chute de 10 % ou plus des cours des obligations à long terme.

Les semi-conducteurs s'envolent

Pour l'industrie des semi-conducteurs, les perspectives semblent prometteuses. Comme le montre un récent graphique de la Financière Banque Nationale, les ventes mondiales de semi-conducteurs ont été proches de 17 milliards de dollars en avril, le niveau le plus élevé depuis juillet 2000. Avril a apporté un nouveau record pour le nombre d'unités vendues. L'activité économie mondiale s'accélère et le volume des ventes de semi-conducteurs dépasse la tendance. En outre, les plus récentes statistiques sur l'activité dans le secteur secondaire – l'indice de l'ISM – classent les semi-conducteurs parmi les matériaux en pénurie pour un cinquième mois consécutif (les autres comprennent notamment l'aluminium, le charbon, les composantes électroniques et les produits de l'acier.)

SURVOL DES MARCHES DES CAPITAUX

	Politique				Tendances	Prévisions de
	Économie	Monétaire	Monnaies	Cours	Séculaires	Heward
Canada	+	=	=/+	=/+	=	O/W
États-Unis	+	=/-	=/-	=/-	=/-	U/W
Europe	=/+	=/+	=/+	=	=/-	U/W
Japon	+	=	+	=/+	-	O/W
Bassin Pacifique	+	=	=/+	+	+	O/W

Légend: = neutre; + positif; - négatif, SUR surpondération, SOUS souspondération, MAR pondération du marché

RÉPARTITION SECTORIELLE GLOBALE

RÉPARTITION DE L'ACTIF

	Prévisions		RÉFÉRENCE	31/05/04
Services financiers	=	PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ-REVENU:		
Télécommunications	+	Titres à revenu fixe	60%	49%
Technologie	-	Actions	40%	51%
Soins de santé	-	PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ-CROISSANCE:		
Matières de base/énergie	+	Titres à revenu fixe	40%	34%
Produits industriels	=/+	Actions	60%	66%
Produits de consommation de base	=/+	PORTEFEUILLE CANADIEN ÉQUILIBRÉ:		
Produits de consommation cycliques	=	Liquidités	50%	44%
Services d'utilité publique	=/-	Actions	50%	56%

SOCIÉTÉ DE GESTION C.F.G. HEWARD LTÉE.

2115 rue de la Montagne
Montréal (Quebec)
H3G 1Z8

Tél: 514-985-5757

Télé: 514-985-5755

1-800-567-5257

Email: heward@heward.com

Heward MacNicol Asset Management Inc.

100 Adelaide Street West, Suite 708

Toronto (Ontario)

M5H 1S3

Tél: 416-367-3040

Télé: 1-877-215-4044

1-866-367-3040

Email: dmacnicol@heward.com

La Société

Lorsqu'il a fondé la Société en 1981, Chilion F.G. Heward lui a donné le mandat d'offrir des services de placement mondiaux et de consultation de grande qualité et d'une impartialité absolue. James Heward appartient à la troisième génération qui relève cette tradition familiale. Avant d'entrer au service de la Société en 1988, il a passé plus de six ans au Canada Trust, dans le secteur des fiducies de particuliers et des caisses de retraite.

Principes directeurs pour les placements

Les principes directeurs appliqués par Heward pour choisir les titres consistent à préserver et à faire fructifier le patrimoine de ses clients, et à leur apporter à long terme des rendements régulièrement supérieurs à la moyenne. Le caractère discipliné et la portée mondiale de notre approche nous permettent de mieux diversifier les placements des clients tout en réduisant les risques politiques et économiques liés à un pays particulier.

Méthodologie

Le choix des placements repose sur une évaluation de la conjoncture économique et de l'environnement dans lequel les entreprises doivent fonctionner. L'équipe de la politique de la Société de gestion C.F.G. Heward Ltée peut s'appuyer sur un réseau international doté de puissants moyens d'action. Elle bénéficie des données que lui communiquent jour après jour des conseillers et des maisons financières de premier plan sur les *tendances de l'économie et des marchés des changes* et sur l'*analyse de titres particuliers*. Pour définir sa stratégie de placement, Heward procède dans le cadre de l'*approche collégiale* adoptée par un comité qui se réunit régulièrement pour analyser avec rigueur les données recueillies à travers le monde.

Notre site Web:
www.heward.com