



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

« LE SOLEIL EST DE RETOUR ! »

COMMENTAIRE MENSUEL

6 AVRIL, 2004

Here comes the sun, here comes the sun...

Le soleil est là, il est là

Et je dis que tout va

Petite chérie, l'hiver fut long, glacial et solitaire

Petite chérie, c'est depuis des années qu'il semblait avoir fui

Le soleil est là, il est là

Et je dis que tout va

Petite chérie, les visages retrouvent le sourire

Petite chérie, c'est depuis des années qu'il semblait évanoui

Le soleil est là, il est là

Et je dis que tout va

Sun, sun, sun, here it comes...

Le soleil, le soleil, le soleil est là

Petite chérie, la glace, je la sens fondre

Petite chérie, depuis bien des années la lumière avait fui

Le soleil est là, il est là

Et je dis que tout va

Le soleil est là, il est là

Et tout va, tout va

(George Harrison, les Beatles)

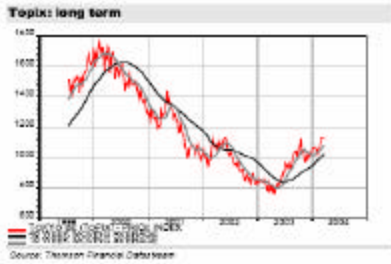
À l'approche du printemps et au retour des ciels ensoleillés, il est assez naturel de penser au Japon, pays du Soleil levant. Dans les régions septentrionales, l'on imagine facilement la joie de M. et M^{me} Tanaka à l'orée de la saison du renouveau. La deuxième économie du monde s'arrache à un hiver long et glacial de 14 ans de stagnation. Maintenant que la confiance renaît et que les consommateurs retrouvent le goût de la dépense, l'on devine aisément le sourire qui illumine leurs visages. Depuis bien des années, les sourires avaient fui. Mais l'économie japonaise a véritablement dépassé les attentes en 2003. L'année s'est terminée sur une note forte dans beaucoup de régions du monde, et surtout au Japon. Comme l'écrivait récemment S.G. Cowen, la grande nouvelle est que le Japon semble avoir découvert les ingrédients perdus de la reprise : une assise plus ferme et l'accélération des dépenses des consommateurs. Oui, la glace, nous la sentons fondre et nous pensons que tout va, tout va, maintenant que l'industrialisation croissante de la Chine crée des échanges importants avec le Japon.

TITRES À REVENU FIXE : UN CRÉPUSCULE

« COMME LE PROCHAIN CHANGEMENT MARGINAL QUE SUBIRONT LES INVESTISSEURS SERA UN REVIREMENT ET UNE HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT... LES OBLIGATIONS SEMBLENT MAINTENANT ÊTRE LA CATÉGORIE DE TITRES LA PLUS VULNÉRABLE. » DESJARDINS SECURITIES

Pour le moment, les cours des obligations étant encore élevés, la durée de nos engagements obligataires reste brève. L'étude de certains des derniers cycles de raffermissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale révèle que les obligations souffrent vraiment au cours de ces périodes. Desjardins Securities le constate dans récent un rapport de recherche : selon beaucoup d'observateurs, quand les circonstances sont normales, au point du cycle économique où nous nous trouvons actuellement, la Fed aurait déjà commencé à relever les taux d'intérêt ; si elle ne l'a pas fait, c'est en raison de la faiblesse du marché de la main-d'œuvre et à cause de l'approche des élections. Le danger est que l'inflation peut augmenter et qu'une offre d'emplois d'une vigueur imprévue crée des déséquilibres. Nous avons donc réduit nos positions sur obligations et coupons à échéance de plus de cinq ans. Les investisseurs peuvent regretter la baisse de revenus qu'entraîne la liquidation des titres à long terme les plus rémunérateurs, mais nous donnons la priorité à la préservation du capital. Bien des investisseurs ignorent que, à l'instar des actions, les obligations peuvent aussi infliger des pertes en capital, et qu'il est tout aussi important de limiter les risques sur les titres à revenu fixe que sur les portefeuilles d'actions. Le fléchissement des cours que nous constatons pourrait prélude un recul plus sérieux et nous préférons protéger le capital, même au prix d'une baisse des revenus. Si les cours de ces produits baissent dans les prochains mois, peut-être y aura-t-il alors de belles occasions à saisir et nous serons prêts à le faire. L'éclat que projette actuellement la bourse provient en partie du fait que le marché obligataire est trop élevé. Du point de vue de la répartition globale de l'actif, nous renforçons actuellement nos liquidités en réalisant nos plus-values sur certains titres mais nous continuons de surpondérer les actions ; nous privilégions les titres « de valeur » et ceux de sociétés dont les rentrées de fonds sont stables et qui versent des dividendes. Nous maintenons des pondérations élevées dans les secteurs de l'énergie et des métaux, et sur des entreprises que la fermeté du dollar canadien favorise. À la bourse, de meilleurs points d'entrée devraient se présenter d'ici quelque temps. Nous pensons que le feu jaune de la prudence clignote et que le ratio risque-rendement a récemment monté. Du point de vue de la répartition sectorielle, il semble maintenant avantageux d'opérer une rotation vers certains des éléments les moins onéreux du marché.

JAPON : LE SOLEIL SE LÈVE



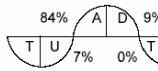
Pendant bien des années, le marché japonais a périodiquement semblé présenter des perspectives prometteuses qui se sont ensuite révélées décevantes du fait de nombreuses fausses reprises de l'économie nipponne. Mais après plus d'une décennie de marasme et d'indifférence, le Japon se réveille enfin. Les indicateurs fondamentaux et techniques se combinent pour faire de cette région l'une de nos préférées du moment. D'abord, les indicateurs techniques. Le graphique du Topix de HSBC, à gauche, présente une vaste formation « **en tête et épaules inversées** » maintenant presque complète. HSBC prévoit que le Topix pourrait atteindre 1 400 et l'indice Nikkei, 12 000.

Selon Robin Griffiths, stratège en chef technique de HSBC, les indices japonais ont défoncé le plafond de résistance contre lequel ils butaient depuis septembre 2003. La croissance économique au Japon devrait accélérer ; son amélioration est remarquable à divers points de vue, y compris la consommation intérieure. Après avoir végété pendant des années, les ventes au détail montent ; la confiance des consommateurs est élevée et le chômage recule. Standard & Poor's a récemment relevé la note de crédit du Japon. Le regain de dynamisme a provoqué un mouvement de correction sur le marché obligataire, dont les capitaux se détournent pour se déverser sur la bourse. Autre fait nouveau important : les autorités ont renoncé à soutenir le dollar US, ce qui pourrait avoir de sérieuses répercussions sur les émissions du Trésor des États-Unis et sur le dollar US. Le Times a récemment annoncé que le Japon a cessé de vendre massivement le yen. Un porte-parole de la Banque du Japon, précise cet article, a indiqué que la Banque n'interviendra plus sur les marchés qu'en cas de volatilité exceptionnelle et il a clairement affirmé que les achats de dollars, qui avaient atteint une ampleur sans précédent depuis sept mois, sont maintenant terminés. Ce changement pourrait entraîner un nouveau recul du dollar US.

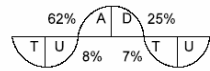
BY REGION, COUNTRY

JAPAN
NIKKEI 300
#JPNIK
(19, 1)

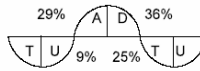
LONG TERM TREND
(INVESTOR STRATEGY)



INTERMEDIATE TERM TREND
(TRADER STRATEGY)



SHORT TERM TREND
(EXECUTION STRATEGY)

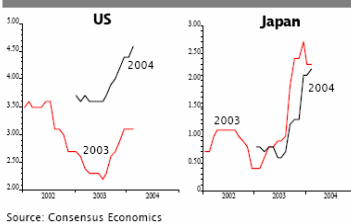


Les indicateurs positifs comprennent aussi l'indicateur technique de Ian Notley, à gauche, selon lequel, à long terme, 84 % des titres du Nikkei monteront et 9 % seulement baisseront. À moyen terme, 62 % des titres devraient monter.

Les données les plus récentes sur la production industrielle ont été décevantes mais un indice moins connu, le Shokochukin, qui mesure la confiance des petites entreprises, a atteint son niveau le plus élevé depuis plus de 13 ans. Officiellement, cet indice vise les petites entreprises, mais l'expérience montre qu'il donne aussi une bonne idée de l'état général de l'économie ; selon KBC Securities, son niveau confirme la probabilité d'une accélération de la production industrielle. Du point de vue des secteurs, Standard & Poor's a récemment relevé les notes de crédit des banques, ainsi que celle du Japon lui-même. Les actions des banques se sont bien redressées, comme aussi celles du groupe de la vente au détail et de certains autres secteurs choisis. Les banques semblent en passe de résoudre leurs difficultés et, selon Robin Griffiths, elles sont particulièrement attrayantes maintenant. Les grandes banques ont retrouvé la rentabilité et le problème des prêts improductifs a perdu de son acuité. Les faillites sont en baisse et le ratio d'endettement des entreprises par rapport au PIB n'a pas été aussi bas depuis 1989. Les rentabilités rejoignent les niveaux des années de la bulle. Enfin, pour la première fois depuis des années, les statistiques transannuelles sur l'emploi ont été favorables en décembre 2003 et en janvier 2004.

Du point de vue de la répartition entre les pays, nous avons relevé notre pondération pour le Japon et nous continuons de privilégier fortement cette région. Nous avons très tôt réintégré le Japon parmi nos pays clés et nous y avons récemment étoffé nos positions. Il est vrai que la banque centrale de Chine s'efforce de freiner l'économie chinoise et que l'économie japonaise pourrait en souffrir, mais les deux pays les mieux placés pour soutenir la prochaine tranche de la reprise sont l'Inde et le Japon. Au cours des 12 derniers mois, la Chine a absorbé 80 % de l'augmentation des exportations japonaises et la Chine pourrait bientôt remplacer les États-Unis comme principale destination des exportations japonaises.

Consensus GDP Forecasts



Source: Consensus Economics

Les cours japonais sont encore attrayants ; ils se situent dans la fourchette inférieure de la période de l'après-déflation. En moyenne, les actions changent de mains à un peu plus de 1,5 fois les valeurs comptables et à environ huit fois les fonds autogénérés. Sans doute sont-elles moins attrayantes qu'il y a quelques mois mais, pourvu que l'économie poursuive son redressement, les ratios sont encore très modiques. Selon les modèles mis au point par S.G. Cohen pour calculer la prime de risque incluse dans le cours des actions, le Japon est de loin le marché de la région où les cours sont les plus attrayants. Pour le PIB, les prévisions ont généralement monté à vive allure et les indicateurs de flux d'informations économiques ont viré à la hausse.

COMMENTAIRES DU PRÉSIDENT

En mars, nous avons pu nous entretenir avec des amis de notre société, les personnes que nous appelons « notre réseau ». Nous arrivons de Londres où des membres de ce réseau nous ont parlé d'une tournée qu'ils avaient faite en Asie du Sud-Est, et nous ont fait part de leurs idées et de leurs conclusions. L'un des principaux objectifs de notre voyage outremer était de recueillir le point de vue de ces personnes sur les perspectives des marchés mondiaux. En Asie, les cotes boursières ont encore monté au premier trimestre, spectaculairement même en Chine et en Malaisie. Les perspectives boursières dans cette région restent généralement favorables ; elles reposent sur le dynamisme de l'économie, des cours modiques et des taux de croissance élevés. L'on observe partout dans la région des indices d'une recrudescence de l'inflation, que nos amis d'Écosse se proposent de surveiller de près. Nous avons aussi participé à plusieurs tables rondes sur la forte demande de matières premières, y compris les produits agricoles, et nous y avons recueilli des points de vue très intéressants.

Il est clair que des pressions inflationnistes s'exerceront prochainement. Dans le contexte de la demande mondiale de matières premières, les investisseurs sont optimistes mais la prudence est clairement de mise car les marchés mondiaux sont maintenant très vulnérables, surtout compte tenu de la conjoncture à Wall Street. Les marchés devront subir quelques corrections pour purger les excès. Nous les tiendrons soigneusement l'œil et nous surveillerons les statistiques. L'un de nos informateurs pense que « le monde n'observe plus les vieilles règles ». Nous constatons la présence d'une abondance de mousse spéculative, à bien des égards comme en mars 2000. Conscients de ce fait, nous avons renforcé nos réserves pour pouvoir, le moment venu, saisir les bonnes occasions d'achat, surtout sur les titres obligataires. Pour le moment, nous adoptons une stratégie de prudence accrue et une approche plus mondiale de la recherche de titres de qualité.

LES LEÇONS DES ANNÉES 1970

Nous avons accès à de nombreuses sources d'opinions sur les placements : non seulement aux médias, qui sont à la disposition de tout le monde, mais aussi à divers services d'information financière et à des portefeuillistes dont nous respectons l'opinion. À travers les aléas habituels des pauses et des consolidations, nous pensons que la tendance haussière persistera. Les marchés mondiaux lancent des signaux contradictoires. **L'une des leçons les plus utiles à retirer du passé concerne la façon de faire face à l'inflation quand elle repartira en force.**

Nous nous attendons en effet à ce que l'inflation augmente, mais sans atteindre l'ampleur des années 1970 ; cette période nous offre cependant des enseignements fort utiles. La plupart des analystes d'aujourd'hui n'ont pas connu d'environnement inflationniste et les économistes pensent encore que l'inflation ne reviendra pas. Dans les années 1970, les secteurs les plus performants ont été l'énergie, l'or, l'argent et les minéraux. L'analyse des données sur cette époque conduit à une conclusion assez surprenante. Récemment, les prix des matières premières ont monté spectaculairement et réalisé leur avance la plus forte depuis les années 1970. Alors, c'était l'OPEP qui avait déclenché l'inflation, tandis qu'aujourd'hui, la demande est particulièrement forte pour les métaux et la plupart des autres matières premières, y compris les céréales et les aliments pour les animaux. Les moteurs de la hausse comprennent aussi les taux de fret et la pénurie de moyens de transport, surtout dans le Pacifique. Ces facteurs ont des incidences importantes pour l'inflation. Les perspectives ne sont pas sombres en Asie. La demande venant de Chine a fait monter les prix des matières premières et des céréales. Le monde fait maintenant face à une pénurie d'aluminium pour deux ans. Les stocks mondiaux de céréales n'avaient pas baissé autant qu'actuellement depuis 25 ans et les experts s'attendent à ce que le prix des céréales double.

Vis-à-vis du marché, la règle que nous nous imposons a toujours été celle de Jim Pattison : « Nous ne partons jamais tard, mais parfois nous partons tôt. »

- Les investisseurs doivent remanier leurs portefeuilles d'actions avant que l'inflation se manifeste. Privilégier les titres ternes de la vieille économie.
- À la longue, la valorisation des actions dépasse normalement l'inflation. Privilégier les industries auxquelles l'inflation profite directement.
- Cette catégorie comprend l'énergie, les matières premières, les produits alimentaires, les produits du tabac. Les sociétés de ces secteurs peuvent plus facilement répercuter la hausse de leurs coûts sur les consommateurs.
- En période de marasme économique : « Si ça se mange, ça se fume ou ça se boit, achetez-en ! » déclare Sam Stovall, stratège en chef de S&P.
- L'agriculture est prometteuse. La consommation de protéines est très faible en Chine et elle va augmenter.
- Le marché traite le secteur de l'énergie comme si le prix du pétrole allait chuter à 24-25 \$ le baril. Pour notre part, l'instabilité des régions productrices, la menace du terrorisme et la faiblesse du dollar US nous inquiètent. Le pétrole pourrait se maintenir à 28-30 \$ pendant un bon moment et le prix du gaz naturel pourrait rester élevé.
- À propos du secteur de l'alimentation, observez les prix quand vous circulez dans un supermarché.
- Les hausses des taux d'intérêt touchent la plupart des sociétés financières. Surtout les banques.

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	31/10/03
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%	40%
Services d'utilité publique	=/—	Actions	50%	60%

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: 416-363-7454

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