



## **L'apparition de feux jaunes incite à la prudence : la meilleure attaque est maintenant une bonne défense**

Comme le veut l'adage selon lequel les investisseurs doivent s'attendre à l'inattendu, l'année 2009 s'est révélée pleine d'imprévus. Il y a quelques mois à peine, l'économie sombrait dans un gouffre sous le poids d'un système financier paralysé, d'un ralentissement mondial synchronisé et d'une perte de confiance quasi totale chez les investisseurs. Mais grâce aux mesures exceptionnelles adoptées par de nombreux gouvernements pour étancher l'hémorragie, l'économie mondiale semble maintenant s'arracher à la récession la plus grave depuis la Deuxième Guerre mondiale. Dès le début de l'année, une vigoureuse reprise de l'économie s'était amorcée en Asie, tirée par la Chine et l'Inde ; l'on perçoit maintenant des signes de réveil aux États-Unis et la zone euro et la relance porte à de nouveaux sommets certaines économies tributaires des échanges avec l'étranger. Mais cette reprise bien réelle ne dissimule pas de nombreuses blessures causées par la récession mondiale ; certaines seront permanentes et d'autres resteront longtemps ouvertes. Comme l'a souligné le *Financial Post*, « les conséquences de la crise financière et de la récession de 2008-2009 – depuis une production mondiale qui restera longtemps inférieure aux niveaux prévus avant la crise, ou le sérieux affaiblissement des finances publiques, jusqu'aux maux indissociables d'un chômage persistant, ou à l'aggravation des inégalités sociales, ou encore à la modification irréversible de l'équilibre de la puissance économique mondiale – ne sont pas différentes de celles qu'aurait provoqué une guerre. » L'une des premières victimes de ces bouleversements a été le dollar US, dont le statut privilégié est remis en question.

Les opinions diffèrent à l'égard des pays qui sortiront gagnants ou perdants de la crise mais il est évident que la Chine est bien partie pour accéder au rang du pays économiquement et politiquement le plus puissant du monde. Alors que les prévisions pour la nouvelle année dans le reste du monde restent assez ternes, la Chine, aidée de l'Inde, entretiendra la croissance à un niveau proche de la normale sur le pourtour du Pacifique. En dépit d'inquiétudes voulant que le manque de dynamisme dans les pays développés fasse obstacle à une reprise, les économistes sont de plus en plus nombreux à privilégier la théorie du décrochage : ils soulignent que l'expansion en Asie a été en grande partie soutenue par la demande intérieure et les exportations entre pays de la région ; en outre, les autorités dans ces pays jouissent d'une grande latitude pour adopter des politiques de soutien de la demande intérieure. Il y a cependant lieu de craindre les effets indirects des interventions musclées de ces gouvernements et de leurs efforts pour soutenir la croissance, surtout en Chine. Dans un récent rapport, la Chambre de commerce de l'Union européenne mentionne que les nouveaux investissements financés par les plans de relance pourraient submerger les marchés mondiaux. Compte tenu des conflits existants dans le domaine monétaire, qui semblent avoir été ravivés lors de la récente visite du Président Obama en Chine, ces difficultés pourraient provoquer un renforcement des barrières commerciales (et du protectionnisme). L'accès facile au crédit et les incitations ont favorisé la construction de nombreuses usines nouvelles dans divers secteurs, notamment la sidérurgie, l'aluminium, le ciment et l'industrie chimique. Dans le contexte de la faiblesse de l'économie mondiale, cette capacité de production excédentaire pourrait entraîner une compression des marges bénéficiaires à travers le monde et provoquer l'adoption de mesures de rétorsion dans certains pays.

Malgré l'accumulation d'indices d'un retour à la croissance aux États-Unis, nous ne sommes pas certains que la reprise se fera en V. En général, les récessions graves sont suivies de reprises vigoureuses tandis que les récessions légères le sont de reprises modestes. Nous pensons toutefois que, cette fois-ci, une récession grave sera suivie d'une reprise assez morose, qui pourrait créer peu d'emplois aux États-Unis et y faire du chômage un problème endémique qui aggraverait le marasme sur le marché du logement, saperait la confiance des consommateurs et les inciterait à réduire leurs dépenses. Le secteur privé devrait alors être le moteur de la croissance bien qu'il ne puisse pas compter sur l'appui de son principal allié, le consommateur américain. Bien que les autorités centrales aient inondé l'économie de liquidités, les banques ne sont encore guère disposées à prêter et les consommateurs ne semblent pas pressés d'emprunter et de dépenser. Les banques américaines préfèrent protéger leur capital. Le système financier s'efforce de compenser ses pertes importantes et de remédier aux conséquences de ses engagements sur des instruments financiers imprudents ; pour sa part, le consommateur a profondément changé d'attitude et veut avant tout payer ses dettes et épargner. Il y a aussi le problème de l'immobilier commercial, qui préoccupe surtout les banques régionales mais oppose un obstacle important à la relance du crédit bancaire. Ce problème, lié à une masse de créances proche de 3 000 milliards de dollars détenues par des banques, des caisses de retraite, des fonds spéculatifs et des compagnies d'assurance américains et étrangers, reste encore à régler.

### **États-Unis**

Aux États-Unis, après l'une des plus importantes contractions de l'économie depuis un siècle, la conjoncture générale se redresse peu à peu. Mais les profondes blessures infligées par la récession sont encore ouvertes et il faudra sans doute de nombreux trimestres de soins attentifs pour les cicatriser. L'économie américaine semble avoir retrouvé des assises solides – après son recul du deuxième trimestre, elle a affiché au troisième un taux de progression annualisé de 2,2 % – mais il serait probablement peu réaliste de s'attendre à ce que ce rythme de croissance se maintienne. Selon certains indices, les consommateurs semblent plus disposés à délier les cordons de leur bourse, mais sans doute seulement pour profiter des programmes d'incitation temporaires et de la faiblesse incroyable des taux d'intérêt. Les dépenses d'investissement des entreprises semblent aussi reprendre sous l'effet de l'amélioration des trésoreries, de la baisse des coûts en capital et d'une meilleure accessibilité des capitaux.



baisse des coûts en capital et d'une meilleure accessibilité des capitaux. Toutefois, certains risques persistent. Bien que nous n'y croyions pas, une récession à double creux n'est pas inconcevable. Le grave marasme dont souffre le marché du travail entretient l'incertitude à l'égard des revenus des ménages et les conditions de crédit restent peu accommodantes. Au cours d'une allocution prononcée à l'Economic Club de New York, le Président Bernanke a clairement laissé entendre qu'il n'envisage pas de relever prochainement les taux d'intérêt car il n'est pas encore certain que la reprise pourrait continuer sans soutien. Le mieux qu'on puisse dire sur les nouvelles économiques de la fin de l'année est qu'elles sont mitigées. Les données sur le marché du travail ont été les meilleures en deux ans mais certains indicateurs avancés se sont inversés et les sondages sur l'activité des entreprises sont peu encourageants. Les indices du secteur manufacturier et des autres secteurs restent plutôt léthargiques. Tout compte fait, la conjoncture semble s'améliorer mais la reprise reste fragile.

## Canada

À l'orée de la nouvelle décennie, les Canadiens semblent avoir bien des raisons de voir l'avenir en rose. Sans doute auraient-ils préféré une fin de récession plus musclée mais l'économie canadienne n'en est pas moins engagée fermement sur la voie de la reprise. En dépit de statistiques générales plutôt décevantes, elle a réalisé une bonne progression sans l'aide de la reconstitution des stocks liés au secteur automobile. Comme notre système bancaire fonctionne bien, plusieurs économistes en vue prévoient pour le Canada, en 2010, une croissance modérée, qui dépassera néanmoins celle de ses partenaires du G7. Le Canada semble maintenant amorcer un processus qui, au cours des prochaines années, transformera son économie essentiellement exportatrice fondée sur une devise bon marché, en une économie soutenue de l'intérieur avec un dollar fort. Comme les effets des programmes de dépenses fédéraux et provinciaux devraient atteindre un sommet dans la nouvelle année, dans un contexte de coûts d'emprunt faibles et alors que les entreprises recommencent à embaucher, les perspectives globales pour le Canada sont prometteuses. La croissance devrait reprendre aussi dans le secteur manufacturier et dans les industries exportatrices au fur et à mesure que l'économie mondiale se redressera. Quant au marché du logement, il continue de prospérer, si bien que certains économistes – avec lesquels les professionnels de l'immobilier ne sont pas d'accord – redoutent une bulle. Les uns pensent que le marché réalise par anticipation des ventes de logements qui auraient normalement été effectuées plus tard, alors que d'autres craignent une flambée des prix suivie des mêmes problèmes qu'aux États-Unis. Les statistiques touchant les faillites sont éloquentes aussi – bien qu'elles puissent, il est vrai, fluctuer de façons très imprévisibles. Selon les plus récentes, le nombre des déclarations de faillite a sensiblement baissé, aussi bien pour les particuliers que pour les entreprises. Malgré l'avalanche de nouvelles rassurantes, l'économie canadienne est encore exposée aux vents contraires de la fermeté du dollar canadien et de la faiblesse des exportations. La demande étrangère pour nos produits n'augmentera que quand les mesures de stimulation adoptées par les banques centrales du monde commenceront à porter leurs effets. Par ailleurs, Mark Carney, le gouverneur de la Banque du Canada, a récemment exprimé son inquiétude à l'égard de l'endettement des ménages, précisant qu'il pourrait atteindre des niveaux intolérables si les Canadiens continuent d'emprunter en profitant de la faiblesse exceptionnelle des taux d'intérêt.

## Asie, Chine, Japon, Marchés émergents

Les informations provenant de la Central Economic Work Conference, tenue récemment en Chine, sont prometteuses pour l'Asie et pour les pays producteurs de ressources. Les autorités chinoises se sont engagées à maintenir les politiques adoptées il y a un an pour stimuler la croissance. Leur politique fiscale restera proactive et la politique monétaire, modérément accommodante. Soutenus par la Chine, les pays émergents asiatiques ont pris la tête de la relance de l'économie mondiale en 2009 et leurs perspectives restent prometteuses. Les moteurs en seront l'augmentation soutenue de la consommation intérieure, les investissements en infrastructures et les exportations (lorsque les incertitudes encore présentes dans le monde s'estomperont). Globalement, les perspectives de croissance restent positives mais la persistance de certaines difficultés justifie la prudence. Les problèmes d'endettement ont été affrontés en créant un endettement plus grand, des problèmes massifs de risque moral ont été créés et, en Chine comme en Inde, l'inflation pourrait dépasser les prévisions. Au Japon, l'accession au pouvoir d'une coalition dirigée par le PDJ, qui préconise des politiques peu compatibles avec une économie de marché, n'améliore guère les attentes. Les perspectives pour l'économie et les bénéfices des entreprises du Japon restent peu engageantes, compte tenu de la fermeté du yen et de la faiblesse de la demande intérieure. Les économistes espèrent que les allocations pour les enfants et l'augmentation des bonifications salariales stimuleront les dépenses de consommation intérieure, les investissements en infrastructures et les exportations (lorsque les incertitudes encore présentes dans le monde s'estomperont). Globalement, les perspectives de croissance restent positives mais la persistance de certaines difficultés justifie la prudence. Les problèmes d'endettement ont été affrontés en créant un endettement plus grand, des problèmes massifs de risque moral ont été créés et, en Chine comme en Inde, l'inflation pourrait dépasser les prévisions. Au Japon, l'accession au pouvoir d'une coalition dirigée par le PDJ, qui préconise des politiques peu compatibles avec une économie de marché, n'améliore guère les attentes. Les perspectives pour l'économie et les bénéfices des entreprises du Japon restent peu engageantes, compte tenu de la fermeté du yen et de la faiblesse de la demande intérieure. Les économistes espèrent que les allocations pour les enfants et l'augmentation des bonifications salariales stimuleront les dépenses de consommation.

## Zone euro et Royaume-Uni

Un malaise sur les marchés de l'emprunt, la persistance des problèmes de bilan des banques et la fermeté de l'euro compliquent les efforts de la Banque Centrale Européenne pour sevrer les prêteurs des crédits qu'elle leur a consentis durant la crise financière. La Lettonie et la Grèce ont donné l'exemple des désordres que les problèmes de pays relativement petits peuvent causer autour d'eux. Mais l'avenir dira probablement que l'Europe a maintenant atteint, neuf mois après que les indicateurs précurseurs mondiaux ont atteint leur point bas, un stade du cycle économique auquel elle commence à prendre de l'avance sur les autres économies. Le ratio d'épargne des



ménages est élevé, si bien que l'Europe a enlevé à l'Amérique du Nord, en 2008, le titre de région la plus riche du monde. En Europe continentale, les conditions monétaires restent nettement plus serrées qu'aux États-Unis et les stimulants fiscaux ont été sensiblement moins généreux – sauf en Allemagne et en Espagne – que dans d'autres régions. La fermeté de la devise européenne a freiné l'économie de la région mais l'euro est surévalué et sa baisse contribuerait à l'améliorer. Le moteur économique de la zone euro est l'Allemagne, qui semble s'arracher plus rapidement au marasme que le reste de l'Europe. Soutenue par son important secteur manufacturier et sa concentration sur la production de biens d'équipement, l'Allemagne est le deuxième pays exportateur du monde (après la Chine) et elle est particulièrement bien placée pour profiter d'une reprise mondiale. Le Royaume-Uni est encore en récession et le seul soutien important de l'économie semble avoir été les dépenses du secteur public. Selon les plus récentes statistiques, le ralentissement de l'économie a été moins important que prévu mais le redressement n'est pas à la hauteur des attentes. Le cours de la livre sterling est compétitif et certains des principaux marchés continentaux du Royaume-Uni (la France et l'Allemagne) ne sont plus en récession mais la faiblesse des ventes à l'étranger et l'ampleur des stocks freinent encore le redressement de son économie.

## Ressources

Fondamentalement, peu de raisons semblent justifier les prix courants des métaux, si ce n'est une forte demande en Chine et le risque de ruptures dans les approvisionnements. Ces prix semblent maintenant évoluer en corrélation étroite avec les cours des actions des producteurs, les actifs financiers et les inquiétudes liées à la faiblesse du dollar US. La consommation de métaux reste faible dans les pays industrialisés. Pour ce qui est des denrées agricoles, l'augmentation de la demande dépendra à long terme de l'accroissement de la consommation de viande et de calories lié à la croissance de la classe moyenne dans les pays émergents d'Asie, ainsi que de la demande de biocarburants. Du côté de la production, la superficie arable mondiale a peu changé. Pour qu'elle augmente et pour encourager les agriculteurs à améliorer leur productivité, il faudra que les prix des produits agricoles montent. Dans le domaine de l'énergie, les craintes liées à la faiblesse du dollar US, le redressement des valeurs boursières et les prévisions économiques favorables ont soutenu le prix du pétrole en dépit d'un déséquilibre apparent entre l'offre et de la demande fondamentales. Pour le gaz naturel, les perspectives restent incertaines pour la nouvelle année. Comme les réservoirs d'entreposage sont pleins, et considérant que toute production excédentaire serait essentiellement déficitaire, les producteurs ont radicalement réduit leurs dépenses d'équipement. Toutefois, l'arrivée de la vague de froid, la reprise prévue de la production industrielle en 2010 et l'absence d'activités de forage laissent prévoir une hausse des prix du gaz naturel en 2010-2011.

## Recommandations

L'expérience suggère que, au stade du cycle que nous avons atteint, il serait prudent de s'attendre à ce que la conjoncture devienne plus difficile pour les investissements. Les deux prochains trimestres pourraient être chargés d'imprévus. Le passage du stade de la reprise à celui de l'expansion s'accompagne habituellement d'une amélioration plus lente des indicateurs économiques et des bénéfices et provoque à la Bourse des incertitudes nouvelles. Le monde a perdu le soutien de son dépendancier le plus prodigue, le consommateur américain. L'adoption de mesures exceptionnelles en 2009 a ranimé la tolérance pour le risque mais les répercussions de l'abandon de ces politiques et celles des stratégies de sortie pourraient être sensibles en 2010. Les effets du dénouement possible des opérations de portage (carry trade) fondées sur le dollar US et ceux des fluctuations de la monnaie américaine pourraient susciter des inquiétudes à court terme. À la fin du troisième trimestre, nous avons envisagé de clore l'année en surpondérant les actions car nous prévoyions une correction du marché pour la fin du quatrième trimestre. Cette correction n'a pas eu lieu et les marchés ont atteint des niveaux que nous jugeons excessifs. Nous pensons donc que la prudence est à l'ordre du jour et qu'il est maintenant sage de sous-pondérer les actions. Si les fluctuations des marchés manquent d'ampleur, ce sont les choix de secteurs et de titres qui détermineront les rendements. Nous avons agencé nos portefeuilles de façon à bénéficier de la reprise pendant la plus grande partie de 2009 et ce positionnement nous a très bien servis. Mais maintenant, sans pour autant renoncer à notre stratégie en haltères, nous pensons que les titres cycliques sont surévalués à court terme et nous préférons remanier les portefeuilles pour établir des positions dans les secteurs plus défensifs. Les géants mondiaux de la production pharmaceutique, de l'alimentation et des biens de consommation de base nous permettront de participer aux marchés en développement (ceux des biens de consommation en Asie, sauf le Japon) tout nous protégeant avec un bêta moins élevé. Ces titres pourraient bénéficier aussi de l'appréciation du dollar US. Dans le domaine des ressources, nous préférons le secteur des denrées agricoles pour lesquelles la demande sera déterminée, à long terme, par la croissance de la population et l'évolution des préférences alimentaires. Pour l'or, nous continuons de penser que les perspectives restent favorables mais nous préférons attendre un recul du cours du métal à son niveau plancher avant d'établir peut-être une seconde position. La baisse des investissements en immobilisations a été exceptionnellement forte depuis huit mois mais les sondages récents laissent prévoir dans ce domaine une reprise dont l'un des principaux bénéficiaires sera le secteur de la technologie. En ce qui concerne les titres à revenu fixe, en l'absence d'une récession à double creux, nous pensons que les banques centrales abandonneront leurs politiques de taux d'intérêt faibles vers le milieu de 2010 mais, comme l'inflation ne devrait pas augmenter sensiblement dans l'avenir prévisible, les hausses de taux d'intérêt devraient être graduelles et très ordonnées. Les perspectives pour les titres à revenu fixe ne seraient donc guère enthousiasmantes puisque les taux sont très faibles actuellement, mais nous ne prévoyons pas non plus pour bientôt une chute spectaculaire des cours des obligations. Nous maintiendrons donc notre stratégie d'échelonnement sur des échéances allant jusqu'à six ans mais, comme les écarts de rendement sont maintenant inférieurs à la normale dans la plupart des cas, nous ne préférons plus les titres d'entreprise aux instruments d'État. Il est très difficile aussi de dénicher des actions privilégiées à des cours attractifs. Comme les marchés semblent devoir fluctuer encore fortement au cours des prochains trimestres, nous devons choisir avec soin les moments d'acheter. Il se pourrait donc que les portefeuilles détiennent par moments des liquidités plus élevées qu'à l'ordinaire.

**PRÉVISIONS 2010**

	<b>Courant T1/10</b>	<b>2010E Fourchette</b>	<b>2010E Fin d'année</b>
<b>Taux d'intérêt</b>			
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%
<b>Ressources</b>			
Or (US\$/oz.)	\$1.120	\$1.000-\$1.450	\$1.300
Cuivre (US\$/lb)	\$3,35	\$2,85-\$3,60	\$3,25
Pétrole (US\$/bbl)	\$81,50	\$65,00-\$90,00	\$80,00
<b>Marchés</b>			
Indice composé S&P/TSX	11.850	10.500-12.500	12.500
Indice S&P 500	1.135	950-1.250	1.200
<b>CAD/USD</b>			
	\$0,96	\$0,92-\$1,05	\$1-1,05

**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 PRINCIPAUX 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 C.F.G. Heward Ltée.  
 2115 rue de la Montagne  
 Montréal, Québec  
 H3G 1Z8

Tél: +1 514 985 5757 Téléc: +1 514 985 5755  
 Courriel: heward@heward.com  
 Site web: [www.heward.com](http://www.heward.com)

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.