

PERSPECTIVES POUR L'AN 2003

COMMUNIQUÉ DU PRÉSIDENT DU CONSEIL

Le bref séjour que nous avons fait récemment en Europe a commencé par 48 heures sans sommeil et beaucoup, beaucoup de réunions. L'un de ses moments forts a été le privilège de participer à une table ronde privée avec quelques-uns des plus grands cerveaux financiers de la City de Londres. Les discussions, qui se sont déroulées sur la toile de fond de grandes incertitudes économiques et politiques mondiales, nous aideront à élaborer notre stratégie d'investissement globale de 2003.

Notre ciblage sur 2003

Des placements judicieux appuyés sur beaucoup de bon sens

Les marchés financiers et toute l'économie restent conditionnés par des tensions dans le système financier et par la conjoncture géopolitique. Le spectre croissant de faillites possibles dans le système financier assombrit les perspectives mondiales, également troublées par la menace d'un conflit armé. Partout dans le monde, les cours des actions des banques en resteront touchées tant que les nuages ne se seront pas dissipés. L'instabilité persistera sur les marchés boursiers, qui pourraient subir encore des baisses entrecoupées de reprises assez fortes, comme à la fin des années 1960. Le profil à venir de l'économie mondiale sera en bonne partie défini par la façon dont les milieux politiques réagiront à la déroute des marchés financiers. Aux États-Unis, il est fortement à craindre que l'administration Bush n'adopte de nouvelles mesures protectionnistes. Le talon d'Achille de ce pays reste le déficit de son compte courant dans le contexte de la lente évolution du cycle de hausse des prix des matières premières. Cette hausse s'accompagne normalement d'une baisse du dollar, surtout si l'activité économique augmente dans le monde. En Europe, la reprise sera très anémique en 2003 ; elle ne s'accélélera guère avant la fin de 2003 ou le début de 2004.

En 2003, nous nous efforcerons de faire des placements judicieux, essentiellement fondés sur le bon sens. Les fonds autogénérés et les dividendes sont importants. C'est un retour au milieu des années 1960 avec de nouveaux « nifty 50's » : cours raisonnables, bilans solides, bénéfiques en amélioration de 10 % à 25 %, priorité au marché national et aux producteurs de matières premières. Choix judicieux de titres, plutôt que de secteurs. Vingt-cinq à 30 sociétés, avec quelques technologiques ; obligations à court terme et liquidités ; de solides positions dans le Sud-Est asiatique et particulièrement en Chine ; quelques pharmaceutiques. Les craintes touchant l'amiante se calment aux États-Unis, ouvrant la possibilité de plus-values ; et enfin, accent réduit sur les financières. Le Canada est une région privilégiée avec 17 de nos positions se négociant à 12 X ou moins les bénéfiques, y compris dix d'entre elles à 10 X ou moins. Nous prévoyons une augmentation des multiples sur ces titres parallèlement à l'accélération de la reprise de l'économie.

REVUE DU GESTIONNAIRE

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES :

L'indicateur précurseur mondial de l'OCDE a viré à la baisse, laissant prévoir une croissance faible au début de 2003. La possibilité d'une guerre avec l'Irak assombrit les perspectives et pourrait retarder le redressement de l'économie jusqu'à ce que les incertitudes soient levées. Les flux d'informations mondiaux sont négatifs depuis quelque temps et rien ne permet de supposer qu'ils deviendront prochainement positifs.

Canada

Nous pensons que l'économie canadienne restera robuste et l'on ne perçoit pour le moment aucun indice clair d'un ralentissement important. Nous surveillons l'évolution de la conjoncture mondiale et ses répercussions éventuelles sur le Canada. Le dynamisme de la création d'emplois est important car il soutient la consommation ; les faibles taux d'intérêt alimentent la vigueur de l'immobilier.

États-Unis

Aux États-Unis, par contre, la situation est difficile à plusieurs égards, y compris dans le secteur de la transformation et dans celui de l'emploi. La confiance baisse chez les consommateurs et les commerçants liquident leurs stocks en offrant des rabais de plus en plus alléchants. La situation des consommateurs n'est pas très rassurante ; leurs dépenses se maintiennent pour le moment mais elles sont financées par un endettement massif et l'aggravation du chômage suggère qu'elles pourraient fléchir. Les ventes d'automobiles ont sensiblement baissé par rapport à celles d'il y a un an. Les stimulants fiscaux et monétaires devraient commencer à produire leurs effets cette année, avec une amélioration de la conjoncture. Jusqu'ici, les entreprises dépensent peu mais certaines mesures récentes, notamment les changements apportés à la comptabilisation des amortissements, pourraient stimuler leurs dépenses en immobilisations.

Europe

L'Allemagne est en très mauvaise passe et les autorités allemandes ont peu de marge de manœuvre pour provoquer une relance. La Banque Centrale Européenne a abaissé les taux et elle continuera probablement de le faire ; il est très improbable que les taux remontent en 2003. La BCE a réduit de 3,1 % à 2,1 % ses prévisions de croissance en Europe pour 2003. La croissance du PIB sera très probablement négative au premier semestre mais son recul devrait être compensé par un bon rattrapage au second semestre.

Angleterre

Au Royaume-Uni, le marché à deux vitesses persiste : la fermeté de la livre sterling entretient la morosité dans le secteur de la transformation mais les entreprises de services tournent rond. Les services financiers ont encaissé de rudes coups et le système corrige progressivement les excès qui l'ont touché à Londres. Dans l'immobilier, l'on observe des signes avant-coureurs d'un ralentissement de la croissance cette année.

Japon

Le Japon continue de parler de réforme mais aucune action décisive n'a encore été entreprise ; l'économie nipponne surnage avec difficulté. Va-t-elle sombrer ? Sans doute pas, mais il est difficile de dire combien de temps il lui faudra pour arriver à bon port. Le fléchissement du yen sera-t-il la bouée de sauvetage qui relancera le Japon ? Inquiets de l'état chancelant de l'économie mondiale et soutenus par les pressions politiques venues de l'étranger, les partisans des réformes invitent le gouvernement à les mettre plus rapidement en œuvre.

Autres pays d'Asie

Le ralentissement de l'économie mondiale n'a pas épargné l'Asie mais la croissance y reste forte et les perspectives sont nettement plus prometteuses dans cette région qu'ailleurs. Les marchés asiatiques les plus dynamiques sont la Chine, l'Inde, la Corée du Sud et Taïwan.

DEVISES

Les variations des taux de change seront l'un des éléments clés qui conditionneront l'évolution des marchés mondiaux en 2003 ; pour le dollar US, l'année pourrait être tumultueuse.

Le dollar US

Plusieurs facteurs fondamentaux laissent prévoir un fléchissement du dollar US par rapport aux autres monnaies et les efforts des banques centrales pour l'empêcher de s'effondrer s'exercent à contre-courant. Comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises l'année dernière, nous pensons que le dollar US est indûment élevé et qu'il finira par baisser à un niveau plus approprié par rapport aux autres monnaies ; son recul aidera les multinationales et les exportateurs américains à prendre la tête du mouvement de reprise de l'économie.

Selon Bridgewater Associates, la baisse du dollar US ne fait que commencer. Pour seulement le maintenir à son niveau actuel, il faudrait que les États-Unis attirent 80 % du capital mondial. Or, la demande pour le dollar US à l'étranger baisse et seules les interventions des gouvernements étrangers empêchent son cours de baisser plus rapidement. Les pressions sur le billet vert augmentent et les banques centrales continueront de coordonner leurs efforts pour l'empêcher de tomber trop vite ou trop bas. Pendant longtemps, les États-Unis ont pratiqué des taux d'intérêt plus attractifs que le reste du monde, mais les taux américains sont maintenant plus faibles que partout ailleurs, sauf au Japon. La Fed lutte avec fermeté pour éviter une déflation du genre de celle que connaît le Japon. Les portefeuilles des investisseurs étrangers attribuent déjà une très forte pondération aux États-Unis : par exemple, les États-Unis représentent près de 50 % de l'indice mondial de Morgan Stanley. (Il est intéressant de savoir que, il y a bien longtemps, il en allait de même pour le Japon). Par ailleurs, la proportion des actifs américains détenue par des étrangers s'établissait à 33 % du PIB en 1990 ; aujourd'hui, elle dépasse 70 % du PIB.

L'analyse de Bridgewater présente les arguments les plus convaincants jusqu'ici sur la faiblesse intrinsèque de la monnaie de notre voisin. Tout au long des années 1990, les États-Unis ont bénéficié d'un « cercle vertueux » d'investissements étrangers : la fermeté du dollar et le dynamisme des marchés ont encouragé l'afflux de capitaux étrangers qui ont eux-mêmes renforcé plus encore le dollar et les marchés. Mais le cercle risque maintenant de devenir vicieux : la déroute des marchés pourrait provoquer un exode des capitaux étrangers qui aggraverait encore la baisse du dollar et des marchés.

Jusqu'ici, la baisse du dollar US a été modeste par rapport aux fluctuations qu'il a subies par le passé. Mais selon Soros et Bridgewater, la valeur du dollar US, pondérée en fonction des échanges internationaux, pourrait fléchir de 30 % d'ici deux ans.

Le dollar canadien

Nous sommes optimistes pour le dollar canadien pour les 12 prochains mois par rapport au dollar US. Les taux d'intérêt beaucoup plus attractifs au Canada devraient attirer des capitaux importants.

L'euro

La fermeté récente de l'euro pourrait être éphémère à cause de la rigidité des structures sociales en Europe. En outre, la faiblesse de l'économie poussera probablement la BCE à réduire les taux d'intérêt, ce qui exercera des pressions sur la monnaie. Toutefois, si l'on tient compte du scénario

précité pour le dollar US, l'euro pourrait garder une certaine force en raison de sa place parmi les quelques devises susceptibles de remplacer le dollar.

Le yen

La valeur du yen remontera probablement par rapport au dollar US, même si le Japon a intérêt à ce qu'elle baisse.

TAUX D'INTÉRÊT

Canada

La conjoncture mondiale est un élément dominant de la politique de la Banque du Canada, qui restera probablement neutre tant que les signes d'une reprise de l'économie mondiale ne seront pas plus évidents.

États-Unis

La politique de la Fed tendra vers l'assouplissement ou la neutralité au premier semestre ; elle est actuellement incertaine pour le second semestre.

Tant que les signes d'une reprise de l'économie ne seront pas évidents, les taux resteront très probablement modiques. Ils pourraient même baisser encore une fois.

Europe

En Europe, la politique monétaire devra rester souple pendant longtemps en 2003 pour stimuler l'économie.

Japon

N'ayant pratiquement plus aucune marge de manœuvre pour abaisser les taux, les autorités japonaises devront compter sur la politique fiscale pour stimuler l'économie.

COMMENTAIRES SUR LES TITRES À REVENU FIXE

Nous prévoyons que les taux d'intérêt resteront faibles et qu'ils pourraient même baisser au début de l'année si la faiblesse de l'économie persiste. Aux États-Unis, ils pourraient monter au second semestre car les investisseurs pourraient alors prendre en compte la perspective d'une reprise en 2004. La dernière hausse des taux par la Fed date de mai 2000. Nous sommes plutôt enclins à penser que la situation ne se redressera pas très rapidement puisque l'augmentation du taux de chômage semble persister. Nous pensons donc que les taux ne remonteront guère avant le début de 2004.

Nous restons donc prudents dans notre approche de la gestion de nos portefeuilles d'obligations, qui continuent de faire une large place aux durations proches à intermédiaires. Nous sommes éminemment conscients du niveau très élevé des cours sur les marchés obligataires et nous préférons pécher par excès de prudence plutôt que de risquer le capital dans notre segment des obligations.

PERSPECTIVES POUR LES BÉNÉFICES

Les bénéfices restent soumis à de fortes pressions dans de nombreux secteurs car l'économie n'a pas achevé l'élimination de la capacité de production excédentaire ; toutefois, les analystes sont de moins en moins négatifs dans leurs prévisions de bénéfices. Il n'est pas impossible que ces prévisions se fassent plus prometteuses vers la fin de l'année, et même que les entreprises nous réservent alors des surprises agréables en annonçant des résultats dépassant des prévisions désormais plus réalistes. Nous pensons par ailleurs que le Canada sera le chef de file en 2003, avec une augmentation de 9,7 % des bénéfices de ses entreprises. Les résultats seront moins brillants aux États-Unis, en augmentation de près de 8 %. Le pays le moins favorisé sera l'Allemagne, où l'amélioration pourrait ne pas dépasser 1,1 %. Globalement, l'Amérique du Nord devrait surclasser l'Europe continentale et le Japon. (Ces projections sont celles de Economap Inc.)

STRATÉGIE DE GESTION DU PORTEFEUILLE

Comme la reprise s'annonce pour la fin de 2003, nous voudrions bientôt relever notre pondération pour les cycliques, d'autant plus que leurs cours sont très attractifs. Nous continuons d'appliquer notre approche en haltères ; à court terme, nous continuons de privilégier les titres défensifs mais nous renforcerons progressivement le segment des cycliques au fur et à mesure que les signes de la reprise se feront plus évidents. Nous favorisons les entreprises de qualité affichant des bénéfices solides et prévisibles, au détriment des titres de croissance, puisque les perspectives de croissance ne sont guère engageantes. Toutefois, les cours déjà élevés de ces titres pourraient limiter leur potentiel de valorisation.

Nous prévoyons un rendement boursier de l'ordre de 5 à 6 % ; les entreprises qui versent des dividendes devraient surclasser sensiblement les autres, surtout si la loi américaine se fait plus accueillante du point de vue de la double imposition des dividendes.

CONCLUSIONS :

	Economie	Politique monétaire	Monnaie	Cours	Tendances séculaires	Prévisions de Heward
Canada	+	=	+	=/+	=	O/W
É.-U.	=/—	=/+	-	=/-	=	U/W
Europe	—	+	=/+	=/+	=/-	U/W
Japon	—	—	=/+	=/+	—	U/W
Bordure du Pacifique	=/+	=	=/+	+	+	O/W

RÉPARTITION SECTORIELLE :

RÉPARTITION SECTORIELLE MONDIALE

	<u>PRÉVISIONS</u>
Finances	—
Télécommunications	—
Technologie	—
Santé	=/+
Matériaux/énergie	=/+
Produits industriels	=
Biens de consommation de base	+
Biens de consommation cycliques	—
Services aux collectivités	=/+

RÉPARTITION DE L'ACTIF

	<u>RÉFÉRENCE</u>	<u>31/12/02</u>
MONDIAL ÉQUILIBRÉ – REVENU :		
Encaisse/Revenu fixe	60 %	68.3%
Actions	40 %	31.7%
MONDIAL ÉQUILIBRÉ – CROISSANCE :		
Encaisse/Revenu fixe	40 %	51.3%
Actions	60 %	48.7%
CANADIEN ÉQUILIBRÉ :		
Encaisse/Revenu fixe	50 %	50.4%
Actions	50 %	49.6%