



« Chez Alan »

COMMENTAIRE MENSUEL

LE 5 AOÛT, 2003

IL FAUT PLUS QUE DE LA FARINE, DES ŒUFS ET DU CACAO POUR FAIRE UN SOUFFLÉ AU CHOCOLAT. Et même si tous les ingrédients sont en place pour dynamiser à fond l'économie américaine avant la fin de l'année, il ne s'ensuit pas forcément que la reprise sera spectaculaire : pour faire un bon soufflé, il faut aussi un bon cuisinier ! Le cordon-bleu Alan combine savamment ses ingrédients pour stimuler la croissance aux États-Unis et George, son client le plus exigeant, manifeste un vigoureux appétit pour la reprise. Mais le juge le plus sévère du talent du cuisinier sera le marché et la reprise de l'économie est aussi difficile à réussir qu'un soufflé au chocolat. Pour que celui-ci ne s'affaisse pas, il faut le maintenir à une chaleur rigoureusement uniforme et le sortir du four avec art. L'économie est-elle chauffée à une température assez constante pour ne pas s'effondrer ? Nous attendons de voir, eau à la bouche, comment le marché digérera les résultats.

Les économies mondiales, y compris celle des États-Unis, ont atteint un tournant au début du second semestre. Trois ans ont maintenant passé depuis l'éclatement de la bulle de la technologie et l'amorce de l'effondrement des marchés. Depuis, le ralentissement de l'activité économique dans le monde a permis d'évacuer les excès que la bulle avait apportés. Nous semblons maintenant avoir atteint le point mort ; le ralentissement a cessé et l'on entrevoit un potentiel de reprise pour les douze prochains mois. Cette possibilité a déjà fait bouger le marché obligataire : malgré la baisse de 25 points de base du taux directeur de la Fed, les taux à long terme ont augmenté de plus de 50 points de base. Un renouveau d'enthousiasme a déclenché une ruée sur les actions, et les investisseurs professionnels à la recherche de rendements s'efforcent d'égaliser l'avance de leurs indices de référence en dépit de la faiblesse persistante des fondamentaux. Les marchés devançant peut-être inconsidérément la reprise, sous l'effet des liquidités massives que font déferler les efforts de redressement de l'économie américaine. Aucune possibilité n'a été négligée pour injecter de l'argent dans le système sous la forme d'incitations fiscales et monétaires. Les taux d'intérêt sont si bas que les investisseurs se laissent attirer par la bourse, où ils peuvent améliorer leurs rendements en achetant des titres plus risqués.

L'un des ingrédients favorisant l'assainissement du marché réside dans l'action poursuivie par les organismes de réglementation pour favoriser la convalescence des entreprises et du système financier et restaurer la confiance des actionnaires. Les entreprises sont plus conscientes de leurs responsabilités et ne veulent pas donner l'impression qu'elles recourent à des pratiques répréhensibles ; la plupart on fait le ménage dans leurs livres et comptabilisé les amortissements importants qui s'imposaient. Comme elles ont réduit leurs charges fixes et leurs effectifs, l'effet de levier sur les bénéfices sera spectaculaire quand viendra la reprise. L'on peut s'attendre à des efforts accrus de la part des entreprises pour assurer la satisfaction d'actionnaires de plus en plus rebelles, qui devraient donc pouvoir compter sur des flux de revenus plus abondants au cours de la prochaine décennie, que ce soit sous la forme de dividendes plus substantiels ou de taux d'intérêt plus élevés.

Sur les marchés mondiaux, la forte baisse du dollar US par rapport à l'euro a causé un tort considérable aux exportateurs européens. Les marchés européens ne s'en sont pas moins vivement redressés après de fortes chutes, mais l'économie allemande s'enlise dans la récession. En France et dans les pays périphériques, la situation n'est guère plus reluisante. Au Royaume-Uni, les milieux politiques gagneraient à se préoccuper du ralentissement de l'économie plutôt que des faux-pas de Blair en Irak. En Asie, la tenue des marchés a été bonne au dernier trimestre ; nos portefeuilles participent largement à ces marchés, qui restent sous-évalués. Selon Marc Faber, l'auteur du rapport *Gloom, Boom and Doom*, les marchés asiatiques pourraient encore monter de 50 %. Il pense aussi que la bourse japonaise pourrait rejoindre 15 000 points d'ici 12 à 18 mois. Nos entretiens avec les membres de notre réseau international nous ont récemment confirmé que les actions de beaucoup d'entreprises asiatiques changent encore de mains à moins de dix fois les bénéfices, en dépit de rendements en dividendes élevés.

Recette pour une bonne croissance : 2 tasses de baisse du dollar US ; 1 tasse de baisse d'impôts ; 3 tasses de hausse des dividendes et d'une gouvernance favorable aux actionnaires ; 1 cuiller à café de hausse des bénéfices ; 1/4 de cuiller à café de déontologie et de saine comptabilité ; 1 cuiller à café d'enthousiasme chez les consommateurs ; 1/4 de tasse d'augmentation de la demande mondiale et de meilleurs fondamentaux économiques ; 4 tasses de dépenses pour la défense et les élections ; 5 tasses de liquidités sur les marchés obligataires et monétaires ; et surtout, 2 cuillers à café de renouvellement des stocks des entreprises. Bien mélanger ces ingrédients et enfourner à température constante. Retirer du four avec délicatesse. Bon appétit !

SONGE D'UNE NUIT D'ÉTÉ

L'été apporte traditionnellement la présentation en plein air de pièces de Shakespeare. En 2003, les actes un et deux de l'année ont été aussi émouvants qu'une pièce du célèbre dramaturge. À l'instar de l'entracte qui divise une représentation théâtrale, nous marquons, le 30 juin, une pause pour considérer notre stratégie de l'année et imaginer ce qu'apporteront les actes trois et quatre. Pris par l'intensité de l'intrigue, nous essayons de deviner si l'issue du spectacle sera comique ou tragique. Shakespeare rédigeait lui-même le reste de la pièce ; nous, pas. Nous pouvons seulement tenter d'imaginer, ou plutôt de prévoir ce que réserve l'avenir en analysant les données existantes.

Un important changement de stratégie s'annonce pour le second semestre de 2003. Aux États-Unis, l'économie devrait se redresser légèrement tandis qu'au Canada, elle pourrait au contraire marquer un temps d'arrêt après une période de forte croissance. La principale cause de cette divergence est la baisse du dollar US et la hausse correspondante du dollar canadien. Ajoutée aux malaises passagers causés par le SRAS et la maladie de la vache folle, la fermeté du huard pourrait ralentir la croissance du PIB canadien au second semestre. Selon le Dr Peter Andersen, l'effet du raffermissement de la devise canadienne équivaut à une hausse de 400 points de base des taux d'intérêt et pourrait être fortement déflationniste. Pendant que le Canada traversera ce creux, les États-Unis recueilleront les effets bénéfiques des puissantes incitations monétaires et fiscales, et du fléchissement du dollar US, qui avantage les multinationales américaines et soutient la rentabilité des entreprises du S&P 500. La baisse du dollar US donne sans aucun doute un coup de fouet au secteur manufacturier américain et pourrait réduire la menace de déflation. La Fed lutte d'arrache-pied pour éviter cette dernière et le « scénario économique japonais ».

Au Canada, le deuxième trimestre n'a pas été exempt de difficultés, notamment le SRAS à Toronto et la maladie de la vache folle dans l'Ouest. Bien que l'activité économique ait ralenti, la monnaie a fortement monté par rapport au dollar US : de 15 % depuis le début de l'année. La principale cause en a été l'écart important des taux d'intérêt, surtout à court terme, entre les deux pays. La hausse du dollar canadien a été dure pour les exportateurs, dont les marges se sont amenuisées ; par contre, les entreprises axées sur le marché intérieur ont bénéficié de l'accroissement de leur pouvoir d'achat, dont ont profité beaucoup d'entreprises de nos portefeuilles, notamment dans les secteurs de la vente au détail de spécialités et de produits alimentaires, qui s'approvisionnent à l'étranger. Nous avons au contraire sous-pondéré certaines entreprises exportatrices que le taux de change a défavorisé. Pour prospérer, les exportateurs ont besoin d'un dollar faible et de taux d'intérêt à court terme alignés sur ceux des États-Unis. C'est en partie pour les aider que la Banque du Canada a récemment réduit son taux directeur de 25 points de base, pour freiner la hausse de la monnaie canadienne. Nous continuons de surpondérer le secteur de l'énergie, dans lequel les énormes réserves du Canada continuent de retenir l'attention. Les sables bitumineux sont maintenant comptés dans les réserves globales de pétrole. Nous privilégions particulièrement le gaz naturel, dont la production sera soumise à diverses contraintes à long terme. Bref, nous avons récemment renforcé notre engagement dans le secteur de l'énergie et particulièrement sur les producteurs de gaz naturel.

Aux États-Unis, le chômage continue de souligner la faiblesse de l'économie. Les entreprises forcées de procéder à des mises à pied doivent simultanément faire face à la révolte des cols bleus et aux pressions exercées par leurs actionnaires pour améliorer leurs résultats malgré la faiblesse de la demande terminale. Le chômage dépasse 6 % et ne baissera sans doute pas rapidement. Par contre, les baisses d'impôts qui viennent d'être appliquées auront un effet multiplicateur sur l'économie. Comme les stocks des entreprises sont très dégarnis, les matières premières pourraient bénéficier d'une forte demande dès le début de la reprise. Nous gardons des positions sur l'or, l'argent et certains métaux non précieux, ainsi que sur des titres cycliques et industriels clés (sauf en technologie), qui pourraient prendre la tête du peloton. À long terme, les consommateurs devront faire face aux conséquences des emprunts massifs qu'ils ont contractés, car la remontée des taux d'intérêt réduira les disponibilités des ménages. La grosse bulle qui s'est formée sur les marchés obligataires et hypothécaires pourrait éclater et produire des effets aussi désastreux que celle de la technologie de 2000. Nous pensons que le dollar US baissera encore. La forte hausse de l'euro a enrayé la croissance d'une économie européenne déjà faible. Au fur et à mesure que se poursuit l'évolution des taux de change, nous recueillons les fruits de nos prévisions annuelles qui nous ont amenés à choisir, pour notre portefeuille canadien, des entreprises appelées à bénéficier d'une baisse des prix des produits importés, dans la vente au détail de produits alimentaires et de vêtements.

La conjoncture continue d'imposer une sélection attentive des titres car la volatilité des marchés souligne l'absence de tendance ou d'un thème dominant. La récente avance des marchés apporte des satisfactions... tant qu'elle durera... mais les investisseurs feront mieux de ne pas être trop gourmands. Pour le moment, le marché favorise plutôt les opérations à court terme ; nous en profitons pour réduire certaines positions lorsque leur cours atteint notre cible et nous revenons sur le marché quand se présentent de bonnes occasions. Pour le moment, nous liquidons certains titres qui nous semblent surévalués et nous accroissons nos liquidités quand nous le jugeons souhaitable.

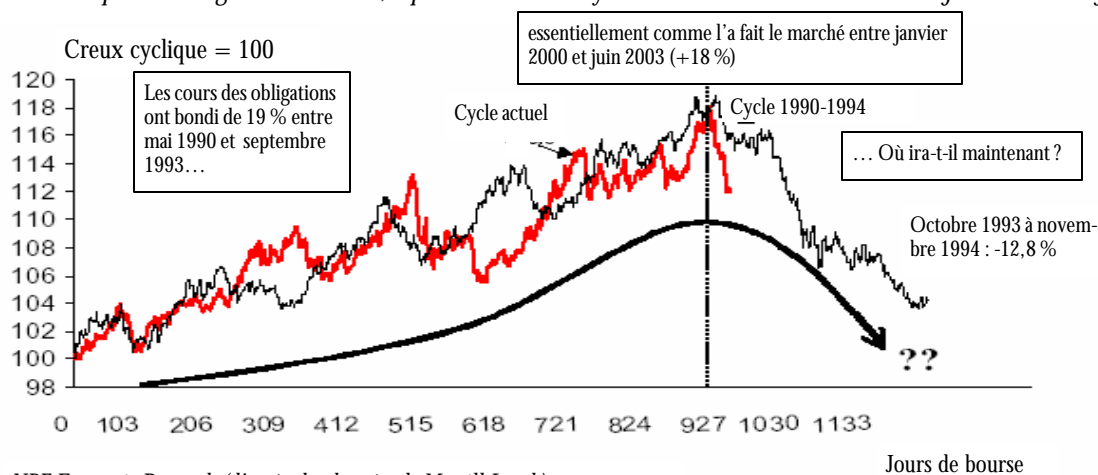
HUBBA BUBBA

Dans nos jeunes années, nos activités estivales comprenaient aussi des concours de bulles de « gomme baloune » : chacun s'efforçait de produire la bulle la plus spectaculaire. Les plus doués arrivaient même à former une bulle dans une autre. Mais en éclatant, ces merveilles nous enduisaient les sourcils, les cils et les cheveux d'une pâte gluante que seul, aux dires de nos mères, le beurre d'arachide permettait d'enlever. Jusqu'au jour où un génie a inventé une gomme qui ne collait pas, vendue sous la marque Hubba Hubba. Son slogan : Big Bubbles, No Troubles.

Hélas, il n'existe pas de solution « Hubba Hubba » pour éliminer les effets de la bulle obligataire qui continue de gonfler et pourrait finalement s'avérer aussi collante que celles de l'Internet et de la technologie. La seule solution que peut proposer la Fed ressemble au beurre d'arachide ; elle n'est pas très agréable et, disons-le, elle ne sent pas très bon.

Le marché obligataire : les leçons du passé

Variation de l'indice des prix des obligations du Trésor, à partir du creux de cycle : mai 1990 – décembre 1994 et janvier 2000 – juillet 2003



LA VOIX DE LA SAGESSE : QUAND LE MARCHÉ OBLIGATOIRE PARLE, IL VAUT MIEUX ÉCOUTER

« La bulle obligataire se dégonfle au fur et à mesure que la reprise de l'économie mondiale se fait plus évidente. La hausse des taux sera peut-être lente car les politiques monétaires soutiennent les marchés mais la tendance à la hausse des taux est amorcée. » International Bank Credit Analyst (IBCA)

La hausse des taux longs aux États-Unis reflète l'amélioration des fondamentaux, et les écarts de taux entre le Canada et les États-Unis se resserrent rapidement. Les investisseurs qui se sont jetés sur les obligations pour profiter de rendements améliorés risquent fort de le regretter. Quant à nous, nous restons sur la défensive, comme depuis le début de l'année : nous ne misons que sur des obligations à court terme de la plus haute qualité. La durée de notre portefeuille est très brève et elle le restera au second semestre, en attendant que la bulle obligataire finisse de se dégonfler. Dans le segment obligataire de nos portefeuilles, notre objectif primordial est la préservation du capital et nous nous refusons à spéculer en allongeant les échéances.

Nous pensons qu'il est sage d'écouter ce que dit le marché obligataire ; ses enseignements, illustrés ci-dessous, nous semblent particulièrement éloquentes à l'orée du second semestre :

« Les grandes banques centrales ont posé les fondements d'une remontée des bénéfiques et des cours des actions... Le marché obligataire ne montera plus... Ce sont au contraire les taux qui vont monter partout dans le monde, par rapport à leurs niveaux actuels. » (IBCA)

SURVOL DES MARCHES DES CAPITAUX

	Politique			Cours	Tendances	Prévisions de
	Économie	Monétaire	Monnaies		Séculaires	Heward
Canada	=/—	=	=/+	=/+	=	SUR
États-Unis	=/—	+	=/—	=	=	MAR
Europe	—	=/+	=/+	=	—	SOUS
Japon	=/—	=	=/+	=/+	=/—	SOUS
Bassin Pacifique	=	=	=	+	+	MAR

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

RÉPARTITION SECTORIELLE GLOBALE

RÉPARTITION DE L'ACTIF

	Prévisions		RÉFÉRENCE	30/06/03
Services financiers	=/—	PORTFEUILLE ÉQUILIBRÉ-REVENU:		
Télécommunications	=	Titres à revenu fixe	60%	63%
Technologie	=	Actions	40%	37%
Soins de santé	=/+	PORTFEUILLE ÉQUILIBRÉ-CROISSANCE:		
Matières de base/énergie	=	Titres à revenu fixe	40%	51%
Produits industriels	=	Actions	60%	49%
Produits de consommation de base	+	PORTFEUILLE CANADIEN ÉQUILIBRÉ:		
Produits de consommation cycliques	=/—	Liquidités	50%	50%
Services d'utilité publique	=	Actions	50%	50%

SOCIÉTÉ DE GESTION C.F.G. HEWARD LTÉE

2115 rue de la Montagne
Montreal, Quebec
H3G 1Z8
Phone: 514-985-5757
Fax: 514-985-5755
Email: heward@heward.com

407 Curzon Avenue
Brockville, Ontario
K6V 7C1
Phone: 613-498-2181
1-800-567-5257

212 King Street West, Suite 600
Toronto, Ontario
M5H 1K5
Phone: 416-367-3040
Fax: 416-363-7454
1-866-367-3040
Email: davidm@hewardmacnicol.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