

Revue et perspectives

LE SECTEUR DE L'ÉNERGIE A POURSUIVI SA DOMINATION SUR LES MARCHÉS BOURSIERS.

L'économie

Dans une récente allocution devant le Sénat américain, le président de la Réserve fédérale des États-Unis a qualifié le marché obligataire américain d'énigme. Il faisait ainsi expressément allusion au fait que les taux obligataires à long terme n'ont pas suivi les taux à court terme dans leur hausse. Le 30 juin dernier, la Fed a commencé à relever le taux d'intérêt à un jour, qu'elle maintenait jusque là à son plus bas niveau des 40 dernières années. Depuis cette date, le taux des bons du Trésor américain à 90 jours est passé de 0,90 % à 2,90 % en moins d'un an. L'« énigme » peut être illustrée par l'évolution du taux des obligations du Trésor à 10 ans. Il était de 4,55 % en juin dernier et se situe actuellement autour de 4,50 %, après être tombé jusqu'à 3,80 % l'automne dernier. Le fait que les taux obligataires et hypothécaires n'aient pas augmenté a empêché la Fed d'atteindre son objectif qui était de ralentir la croissance et de prévenir une hausse de l'inflation et ramené la pente de la courbe américaine des taux obligataires plus près de sa moyenne historique.

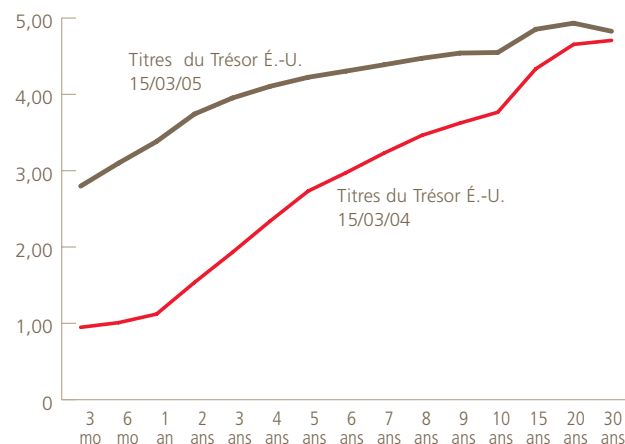
La Fed a été particulièrement préoccupée par la hausse rapide des prix (ou la « bulle ») sur le marché immobilier. Les dernières statistiques montrent que le marché immobilier demeure très vigoureux et que l'économie américaine est en

voie d'afficher une croissance robuste de 3,5 % cette année, après une hausse de 4,4 % l'an dernier.

Il existe un axiome sur le marché obligataire selon lequel « on ne lutte pas contre la Fed », mais c'est exactement ce que les investisseurs obligataires font. Après s'être inquiétés quelque peu de l'inflation le printemps dernier, ceux-ci ont interprété la hausse du prix du pétrole, qui menace maintenant de dépasser les 60 \$ le baril, comme une hausse relative de prix plutôt que comme une hausse générale des prix. La hausse spectaculaire des coûts de l'énergie devrait suffisamment ralentir l'activité économique dans la seconde moitié de 2005 pour que l'inflation globale demeure maîtrisée. En effet, la hausse prévue de l'IPC en 2005 aux États-Unis est d'environ 2,5 %, contre une moyenne annuelle de 2,9 % depuis 1990.

La hausse des coûts de l'énergie devrait favoriser les exportations et le PIB du Canada, dont l'économie repose sur les ressources naturelles. Les gains ne se produiront toutefois que dans certaines parties du pays, puisque les régions industrialisées comme l'Ontario subiront une contraction de leur économie, en raison de la perte de compétitivité induite par l'appréciation du huard. La croissance du PIB ne devrait être que de 2,5 % cette année, contre 2,8 % en 2004. L'inflation devrait s'établir autour de 2,0 %, en raison d'augmentations de salaire moins fortes sur un marché de l'emploi plus difficile.

Courbe américaine des taux obligataires



Marchés financiers

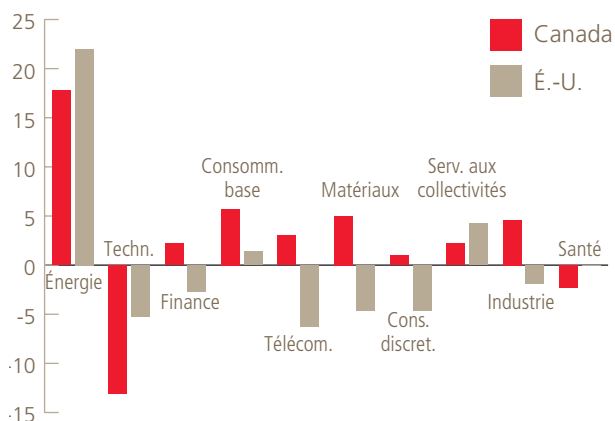
Le secteur de l'énergie a poursuivi sa domination sur les marchés boursiers. L'indice du secteur de l'énergie a grimpé de plus de 13 % depuis le début de l'année. Ce gain masque la performance médiocre des autres secteurs du marché. L'indice S&P/TSX a augmenté de quelque 2 % mais aurait reculé si l'on exclut ce secteur. L'indice S&P 500, déjà légèrement négatif, aurait affiché des pertes encore plus grandes sans ce secteur. La meilleure tenue du S&P/TSX s'explique en grande partie par la forte pondération (21 %) de ce groupe dans l'indice.

Les cours des actions, comme ceux des obligations, nous paraissent fondés sur un prix du pétrole possible de 60 \$.

Bien que les bénéfices pour l'ensemble de 2004 et le premier trimestre de 2005 aient crû de plus de 20 % et dépassé dans l'ensemble les prévisions, la hausse des coûts d'emprunt et de l'énergie devrait bientôt commencer à gruger les marges bénéficiaires des sociétés des secteurs autres que ceux des ressources. Les sociétés de fabrication ont globalement de plus en plus de difficulté à absorber ces hausses de coûts en augmentant leurs prix, à cause de la très vive concurrence de pays aux coûts de main-d'œuvre nettement inférieurs. Les consommateurs profitent de la baisse des prix des produits et de l'inflation, mais les travailleurs assistent à l'impartition de leurs emplois et les sociétés voient leurs profits diminuer. Les investisseurs ont poussé les cours des actions pétrolières et minières à des niveaux records mais, comme la présente phase haussière du marché dure déjà depuis près de 30 mois, certains investisseurs ont commencé à délaisser les secteurs cycliques des produits de base au profit de secteurs plus défensifs.

Sur les marchés des titres à revenu fixe, la courbe des taux obligataires s'est aplatie quelque peu, les taux à court terme ayant augmenté pendant que les taux à long terme demeuraient stationnaires. Les obligations à long terme ont été les plus performantes ce trimestre, compte tenu de leurs taux stables et plus élevés.

S&P/TSX et S&P 500 – rendements sectoriels 2005



Perspectives

Les experts prévoient que les taux d'intérêt à court terme américains augmenteront de 150 points de base d'ici l'automne 2005, pour s'établir à 4,00 %. Nous prévoyons qu'ils atteindront 3,00 % ou 3,25 % à la fin de 2005, puisque l'économie américaine ralentira dans la deuxième moitié de 2005. Ils pourraient augmenter davantage par la suite, selon l'ampleur du ralentissement de l'économie.

Nous prévoyons que la Banque du Canada diminuera les taux à court terme dans la seconde moitié de 2005. D'ici là, ils devraient rester autour de leur niveau actuel de 2,50 %.

Les taux obligataires devraient demeurer à l'intérieur de fourchettes et osciller autour de leurs niveaux actuels. Ils pourraient baisser si, comme nous le prévoyons, l'inflation demeure modérée en 2005. Les marchés boursiers continueront de réagir à l'évolution des prix des produits de base, des taux d'intérêt et des bénéfices. Une baisse cyclique des prix du pétrole et des métaux est probable, ce qui entraînerait un repli des cours boursiers dans les secteurs des ressources. D'autres secteurs verront une réduction de leurs marges bénéficiaires et devraient produire en moyenne une croissance des bénéfices de l'ordre de 5 à 8 % et un rendement comparable pour leurs actions. Nous avons réduit nos placements dans les secteurs de la finance et des biens de consommation discrétionnaire, qui sont défavorisés par une hausse des taux d'intérêt à court terme. Notre pondération en titres du secteur de l'énergie est désormais neutre et nous continuons de sous-pondérer le secteur des technologies.

Une variable importante pour les investisseurs a été le dollar américain, qui, après s'être fortement déprécié ces dernières années, connaît un répit cette année. Le dollar américain oscillera vraisemblablement autour des niveaux actuels cette année, soutenu par une économie relativement forte (par rapport à celles des autres pays du G7) et des taux d'intérêt plus élevés. À plus long terme, l'évolution des soldes commerciaux et budgétaires américains, de même que la productivité et l'inflation, déterminera si le dollar américain reprendra sa tendance à la baisse.

Élimination des règles sur les biens étrangers

Dans le plus récent budget fédéral, le gouvernement du Canada a proposé l'élimination des règles sur les biens étrangers qui touchent les portefeuilles des REÉR et des caisses de retraite. C'est une mesure que le secteur financier et l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite préconisent depuis le début des années 1990, lorsque le plafond de contenu étranger correspondait à 10 % de la valeur comptable des biens non imposables (ce plafond était en dernier de 30 %).

La suppression de ces règles enlève toute contrainte dans l'achat de titres non canadiens. Elle aura une incidence sur les opérations des fonds communs de placement admissibles à un REÉR qui utilisaient des produits dérivés ou structurés pour contourner (légalement) le plafond imposé par la Loi de l'impôt sur le revenu. Ces fonds investissaient dans des actions américaines ou internationales par l'intermédiaire de ces produits, sans que ces placements ne soient considérés comme des biens étrangers.

Ce changement n'aura aucun effet immédiat sur nos clients, car nous n'utilisons pas des produits dérivés ou structurés pour dépasser le plafond de contenu étranger de 30 %. Nos clients peuvent choisir entre une grande variété de mandats, mais le contenu étranger de leurs portefeuilles (qui est en grande partie américain) est généralement inférieur à 25 % actuellement.

Nous estimons néanmoins que cette mesure est une bonne chose, du fait que nous cherchons à investir dans les meilleures sociétés de la planète pour nos clients. Actuellement, nous aimons de nombreuses sociétés canadiennes qui tirent avantage de la croissance de la demande mondiale pour les ressources, ainsi que de nombreuses sociétés d'autres secteurs, notamment la finance, les biens de consommation et l'industrie, qui offrent actuellement une combinaison de risque et de rendement attrayante. Toutefois, le marché boursier canadien ne

représente que 3 % de la capitalisation boursière mondiale. Comme nous sommes un petit marché à l'échelle mondiale, il est important que nous continuions de rechercher les meilleures entreprises partout dans le monde.

Dans ce but, nous avons considérablement accru les capacités de notre service interne de recherche depuis quelques années, en ajoutant plusieurs analystes sectoriels. Nous avons mis l'accent sur les marchés nord-américains (les États-Unis représentent 52,2 % de la capitalisation boursière mondiale), car c'est là où la recherche ascendante peut nous procurer la plus forte valeur ajoutée. Nous surveillons aussi des sociétés étrangères qui sont des joueurs importants dans leur secteur. Mais, d'une façon plus générale, nous avons recours à des conseillers et à des gestionnaires externes pour nous aider à gérer nos placements à l'extérieur de l'Amérique du Nord. Étant donné notre proximité avec les États-Unis, nous estimons utiliser ainsi au mieux nos gens et nos ressources.

Cette annonce a suscité certains débats sur l'effet de cette modification sur les flux de capitaux entre les marchés. Nous ne pensons pas que cet effet sera important, car les investisseurs canadiens étaient généralement en deçà de leur plafond. Ce changement incitera les investisseurs canadiens à prendre davantage conscience des possibilités de placement sur les marchés mondiaux, à évaluer ces possibilités à leur juste valeur et à moins favoriser le marché national. Les fluctuations des taux de change et les besoins des clients continueront à les encourager à investir sur leur propre marché. La suppression des règles sur les biens étrangers ne fera qu'élargir l'éventail des possibilités de placement!

L'ÉQUIPE D'ANALYSE DES MARCHÉS DE SCOTIA CASSELS^{MC}

^{MC} Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse. Le Groupe Gestion privée Scotia réunit un ensemble de services destinés à la clientèle privée parmi ceux offerts par La Banque de Nouvelle-Écosse, La Société de fiducie Banque de Nouvelle-Écosse, Gestion de placements Scotia Cassels Limitée, Scotia Cassels U.S. Investment Counsel Inc. et ScotiaMcLeod, une division de Scotia Capitaux Inc., toutes membres du Groupe Banque Scotia. Scotia Capitaux Inc. est membre du FCPE.