

Revue et perspectives

PERSISTANCE DE L'ÉNIGME DU MARCHÉ OBLIGATAIRE OU RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE?

L'économie

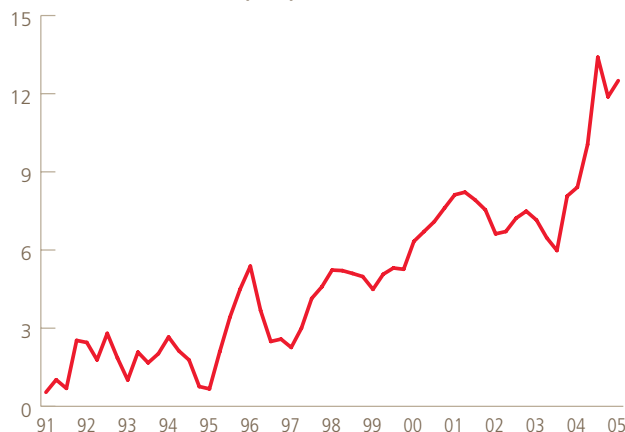
Au trimestre précédent, nous avons fait état du commentaire de M. Greenspan sur l'« énigme » du marché obligataire, à savoir le fait que les taux obligataires à long terme ont continué de diminuer pendant que ceux à court terme augmentaient et que la croissance économique était relativement bonne. Ce phénomène s'est poursuivi : le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans se situe maintenant autour de 4,0 %, alors qu'il était de 4,5 % lorsque nous avons rédigé notre précédent commentaire. Dans sa dernière allocution devant le Congrès, M. Greenspan a mentionné que les fondements de l'économie demeuraient solides, ce qui laissait entendre qu'il continuera à relever les taux d'intérêt à court terme de « façon mesurée », suivant les besoins, même si ces hausses se traduiront vraisemblablement par une courbe des taux obligataires inversée (ce qui indique habituellement un ralentissement de la croissance économique).

M. Greenspan a également souligné les principaux risques pour l'économie américaine. Les prix immobiliers ont fortement augmenté depuis 10 ans et certains marchés

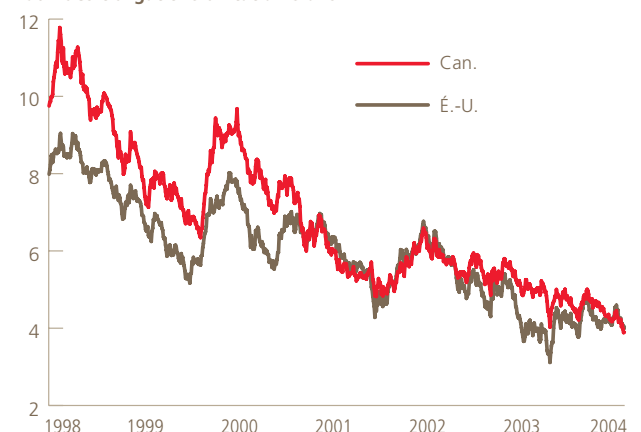
importants (Californie, New York, Washington, Boston, Floride) sont devenus spéculatifs. M. Greenspan a mis les prêteurs en garde contre les prêts hypothécaires avec « remboursement des intérêts seulement » et ceux à taux variable qui permettent aux emprunteurs de réduire leur mise de fonds. Il utilise essentiellement la persuasion morale pour inciter les prêteurs à une plus grande vigilance dans leurs activités afin d'éviter la surchauffe du marché immobilier et la création d'une bulle spéculative. Il a toutefois mentionné qu'un ralentissement du marché immobilier en état de surchauffe ne devrait pas faire dérailler l'ensemble de l'économie.

La croissance économique mondiale a continué de ralentir. L'Europe et l'euro font face au problème suscité par le rejet de la constitution de l'Union européenne par la France et les Pays-Bas, qui pourrait réduire les avantages escomptés pour l'Europe unifiée. L'Italie et l'Allemagne contreviennent aux directives budgétaires du fait que leur déficit est trop élevé par rapport à leur PIB. La restructuration du marché du travail de l'Europe occidentale a été lente. La Chine tente toujours de ralentir son économie, en imposant des restrictions et des taxes sur la construction immobilière spéculative et en restreignant les activités de prêts dans certains secteurs. Le Japon continue d'osciller entre une croissance positive et négative et les prix du pétrole restent élevés. Tout cela n'empêche pas la croissance économique de demeurer supérieure à la moyenne, même pour les pays du G8.

Prix immobiliers aux É.-U. (\$ US)

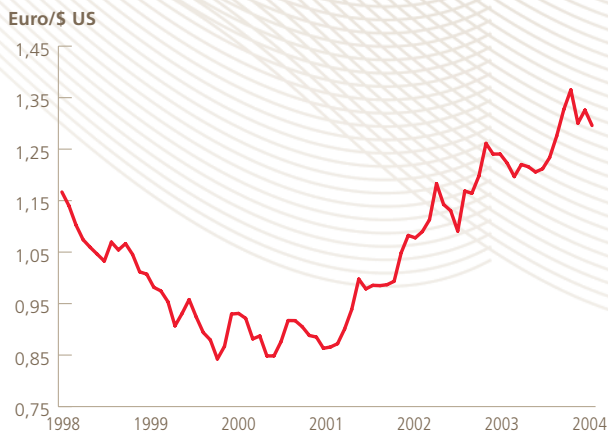


Taux des obligations d'État à 10 ans



Les marchés financiers

Les marchés des titres à revenu fixe ont connu un solide trimestre, les taux d'intérêt ayant continué à diminuer partout dans le monde. Tandis que le taux des obligations d'État à 10 ans est d'environ 4,0 % aux États-Unis, il est légèrement plus bas au Canada et inférieur à ce niveau de 80 à 90 points de base dans la plupart des pays européens. Ces écarts entre les taux obligataires ont soutenu le dollar américain pendant la plus grande partie de l'année, contrairement aux prévisions de la plupart des experts, qui s'étaient concentrés sur les déficits commerciaux et courants.



Les marchés boursiers ont légèrement avancé ce trimestre, soutenus sur le plan fondamental par la baisse des taux d'intérêt à long terme et la publication de bénéfices généralement satisfaisants. Les inquiétudes suscitées par les prévisions des entreprises concernant leurs résultats futurs ont empêché les marchés de progresser davantage, de sorte que la plupart des secteurs sont demeurés dans des fourchettes relativement étroites. Les exceptions ont été l'énergie au Canada ainsi que les secteurs défensifs de la santé et des services aux collectivités aux États-Unis, qui ont été soutenus par leurs valorisations et la stabilité de leurs bénéfices.

Perspectives

Nous continuons de croire que la croissance économique ralentit pour de nombreuses raisons : prix du pétrole élevés, hausse des taux d'intérêt à court terme et modeste création

d'emplois dans les pays du G8 en raison des transferts d'emplois continus vers des régions aux coûts moins élevés. Cependant, ces transferts gardent l'inflation maîtrisée et les taux d'intérêt plus bas qu'ils ne le seraient autrement.

Nous prévoyons que les marchés boursiers, qui ont été dans l'ensemble à peu près stationnaires depuis le début de l'année (en \$ CA), ne procureront que de faibles gains d'ici la fin de l'année (moins de 5 %). Comme la croissance économique est passée de 5 % à 3,5 % (sur quatre trimestres) en 2005, la progression des bénéfices devrait aussi fléchir. Après avoir atteint 13,8 % au premier trimestre, elle devrait diminuer à 7 ou 8 % dans la seconde moitié de l'année, ce qui est inférieur aux prévisions actuelles des experts (entre 12 et 15 %). Par conséquent, nous sommes devenus plus prudents à l'égard de notre répartition sectorielle et du choix de nos titres. De plus, nous continuons de privilégier les actions de premier ordre. Nous avons également adopté une stratégie plus prudente relativement aux titres à revenu fixe : nous avons réduit nos placements dans les obligations de sociétés et diminué la durée restante moyenne de nos titres. Nous sous-pondérons légèrement les actions et les obligations actuellement, tout en détenant le reste en liquidités.

Nous ferons preuve de patience jusqu'à la fin de la présente période de ralentissement économique et serons à l'affût d'occasions de placement lorsque cette fin s'approchera. À plus long terme, nous sommes convaincus que les entreprises sont devenues plus solides financièrement, comme en témoigne les activités de fusions et d'acquisitions, et qu'elles le sont davantage que les consommateurs dont le niveau d'endettement est relativement élevé sur le plan historique. Par conséquent, nous sous-pondérons le secteur de la consommation discrétionnaire. Enfin, le ralentissement actuel de la croissance débouchera selon nous sur une croissance non inflationniste plus durable l'an prochain.

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.