

Situation et perspectives

LES PRINCIPALES INQUIÉTUDES, MÊME LORSQUE L'ÉCONOMIE PROGRESSAIT, ÉTAIENT L'ABSENCE DE CRÉATION D'EMPLOIS ET LES DÉPENSES D'INVESTISSEMENT INSUFFISANTES DES ENTREPRISES.

L'économie

Les facteurs qui conditionnent la direction des marchés financiers peuvent changer très rapidement. En juin 2003, les taux d'intérêt avaient baissé à des creux historiques, en raison des craintes que l'économie n'entre dans une spirale déflationniste. Les sources de déflation invoquées étaient la piètre performance de l'économie et de l'emploi ainsi que l'incidence sur les prix des faibles coûts de la production à l'étranger. À peine 12 mois plus tard, l'économie américaine croît au rythme prodigieux de 4,5 % et l'emploi augmente. Les attentes étant passées de la déflation à la croissance, les marchés boursiers ont fortement progressé. Avec la croissance, sont apparues les craintes d'inflation. Les taux obligataires ont augmenté, poussés par des prévisions d'inflation supérieures à 3,0 % pour cette année. Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans a grimpé de 1,75 %, jusqu'à son niveau actuel de 4,75 %. Les arguments sur la déflation ont pour la plupart été mis de côté. Les principales inquiétudes, même lorsque l'économie progressait, étaient l'absence de création d'emplois et les dépenses d'investissement insuffisantes des entreprises. Les récentes données montrent une reprise dans ces deux domaines, qui se traduit par une hausse du revenu disponible des ménages et une augmentation sensible des achats d'équipements et de technologies. L'économie canadienne affiche une croissance plus modeste qu'aux États-Unis, soit environ 2,8 %, avec une inflation de près de 2,0 %. Le taux des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada a monté comme aux États-Unis, mais moins, ne grimpant que de 70 points de base par rapport à son creux de l'an dernier, pour s'établir à 5,05 %. À l'extérieur de l'Amérique du Nord, les performances économiques sont variables. L'économie asiatique est solide, avec une croissance de près de 10 % en Chine et en Inde. Cette vigueur a même réveillé l'économie somnolente du Japon, qui enregistre maintenant un taux de croissance du PIB de 2,5 %, après une dizaine d'années de

récessions intermittentes. Pour sa part, l'Europe continue de traîner la patte, à l'exception de l'Espagne et du Royaume-Uni. Aux prises avec des taux de chômage élevés et des déficits importants, la zone euro aura toutes les difficultés à afficher une croissance de 1 ou 2 % cette année. Malgré cette faible croissance, l'Europe doit également composer avec une hausse de l'inflation, surtout à cause des coûts énergétiques croissants à l'échelle de la planète.

Les marchés financiers

Les marchés boursiers ont commencé à miser sur la croissance bien avant que les taux obligataires n'aient atteint leurs creux à la fin juin de l'an dernier. Les cours boursiers ont commencé à remonter dès la mi-mars, avant de marquer une pause à la fin du printemps, pour enregistrer ensuite des gains impressionnants jusqu'à la fin de l'année. Sur l'ensemble de l'année 2003, l'indice S&P 500 a bondi de 28,7 % et le S&P/TSX a gagné 26,7 %. En 2004, après un début encourageant, les marchés ont très peu avancé depuis. Compte tenu de l'excellente performance globale de l'économie et des entreprises, les marchés financiers ont offert des rendements décevants jusqu'ici en 2004. Ceux-ci s'expliqueraient par les craintes d'inflation qui ont entraîné une augmentation rapide des taux d'intérêt sur les obligations, ce qui a soulevé des doutes chez les investisseurs quant à la durabilité de la solide croissance de l'économie et a amené une réduction des prévisions à l'égard de la croissance des revenus et des bénéfices des entreprises. Pratiquement stables depuis près de 18 mois, les taux du marché monétaire devraient aussi augmenter. Le récent relèvement de 25 points de base du taux des fonds fédéraux, de 1,0 % à 1,25 %, constitue vraisemblablement la première d'une série de hausses, qui pourraient ajouter encore 75 points de base cette année et jusqu'à 150 points de base l'an prochain. La Banque du Canada suivra vraisemblablement la Réserve fédérale, mais à une cadence plus modérée.

Les comportements des marchés au deuxième trimestre illustrent les inquiétudes des investisseurs face à l'inflation. Les taux du marché monétaire sont demeurés stables au cours du

trimestre, ne montant qu'avec la hausse de taux décrétée par la Réserve fédérale le 29 juin. Les cours obligataires ont fortement chuté pendant le trimestre, les taux obligataires ayant respectivement augmenté de 90 et de 60 points de base aux États-Unis et au Canada. Les obligations des sociétés ont suivi ce mouvement, sans que leurs taux ne s'éloignent ni se rapprochent sensiblement des taux des obligations d'État. Tandis que les marchés obligataires ont connu de fortes fluctuations, les marchés boursiers ont été dans l'expectative. Dans des marchés beaucoup moins actifs que la normale, les grands indices boursiers ont évolué à l'intérieur de fourchettes étroites. Le S&P 500 s'est maintenu entre 1 080 et 1 150, tandis que le S&P/TSX a fluctué davantage, oscillant entre 8 100 et 8 800. Les marchés nord-américains ont été à peu près stationnaires ou ont légèrement reculé sur l'ensemble du trimestre. Les autres marchés dans le monde ont connu à peu près le même sort, à l'exception du Nikkei japonais, en forte hausse.

Tous les analystes ont actuellement l'œil sur l'évolution des taux d'intérêt. La plupart prévoient une augmentation de l'inflation et une hausse environ équivalente des taux. Scotia Cassels partage l'opinion de la majorité quant à la tendance générale des taux, mais non quant à l'ampleur des hausses à venir. Les experts s'attendent généralement à ce que le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans atteigne 5,75 % dans 6 ou 12 mois, tandis que nous ne prévoyons que 5,25 %, contre 4,65 % actuellement. Des prix de l'énergie moins élevés et des demandes salariales plus raisonnables devraient limiter l'inflation à 3,0 %, ce qui procurerait un rendement réel de 2,25 %. Pour ce qui est des instruments à plus court terme, l'opinion générale est que la Fed doublera son taux directeur d'ici la fin de l'année et que la phase de resserrement monétaire durera jusqu'à la fin de 2005. Pour notre part, nous prévoyons d'ici là une hausse de 150 points de base, jusqu'à 2,50 %, ce qui est nettement inférieur à la prévision moyenne des experts.

Les marchés boursiers ne devraient pas bouger beaucoup tant que les taux d'intérêt augmenteront ou que l'ampleur du ralentissement économique éventuel ne pourra être déterminée. La Réserve fédérale souhaite modérer la croissance, mais non l'étouffer, afin d'éviter que le boom soit suivi d'une récession, comme c'était généralement le cas avant les années 1990. Si la Fed réussit à le faire, les marchés boursiers évalueront les nouveaux taux de croissance et commenceront à progresser dans une proportion équivalente. Nous nous attendons à ce qu'ils avancent à peu près au même rythme que le PIB nominal et les bénéfices, soit à un taux compris entre 5 et 10 %. L'importance grandissante de la Chine et de l'Asie à l'échelle mondiale est de bon augure pour les actions des secteurs de l'énergie et des matériaux. Ces titres relativement cycliques seront épaulés par des titres de sociétés stables des secteurs de la santé, de la finance et des biens de consommation de base. Nous demeurons prudents à l'endroit du secteur des technologies, pas tant à

cause de la demande prévue pour les produits que des valorisations boursières élevées.

La stratégie à l'égard des marchés

Pour le reste de 2004, nous nous attendons à ce que les actions surclassent les placements à court terme et les obligations. Les taux d'intérêt à court terme devraient grimper davantage que les taux à long terme, de sorte que les obligations à 10 ans devraient surclasser l'ensemble du marché obligataire. Les obligations de sociétés maintiendront leurs primes de taux attrayantes et devraient afficher une meilleure performance relative même si l'économie ralentit.

Les rendements des portefeuilles d'actions dépendront du choix des titres. Certains secteurs, comme l'énergie, continuent d'offrir des perspectives intéressantes. Pour le reste, il sera avantageux d'investir dans des sociétés présentant un solide potentiel et une valorisation raisonnable, et ce, dans tous les secteurs du marché.

Sur le plan international, les États-Unis demeureront l'économie dominante et le marché important offrant les meilleures perspectives. Le Canada, grâce à ses ressources naturelles abondantes, ne devrait pas être très loin. L'Europe continuera d'avoir des difficultés si le dollar américain se déprécie davantage (une éventualité qui nous paraît très probable). Les sociétés qui exportent en Asie et en Amérique du Nord et qui sont moins dépendantes de la demande européenne devraient mieux s'en sortir. Les marchés financiers asiatiques sont tributaires de l'économie chinoise, dont la croissance devrait être volatile à court terme. Le marché japonais demeure le moyen le plus prudent de tirer parti de la croissance de l'Asie.

Le plus grand risque pour notre stratégie est une inflation plus forte et, par conséquent, des taux d'intérêt nettement plus élevés que ceux que nous prévoyons. Enfin, nos prévisions actuelles sont essentiellement fondées sur les facteurs économiques fondamentaux qui influent sur les marchés. Elles ne tiennent pas compte des risques d'attentats terroristes et des autres risques géopolitiques. Ces risques sont tout à fait réels, surtout en cette année électorale aux États-Unis, et pourraient avoir une incidence profonde sur les marchés financiers. Toutefois, comme ces événements sont impossibles à prédire, nous rajusterons nos prévisions s'ils se produisent.

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

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., tous membres du Groupe Banque Scotia. Scotia Capitaux Inc. est membre du FCPE.