



Gestion globale d'actifs inc.

Perspectives



Notre expertise à votre actif

Trimestre se terminant le 31 décembre 2004

Prévisions trimestrielles

Pour la période se terminant le 31 décembre 2005

	En Dollars Canadiens			En Devises Locales		
	Transition globale	Ralentissement global	Déséquilibre accru	Transition globale	Ralentissement global	Déséquilibre accru
Probabilités	60,0%	20,0%	20,0%	60,0%	20,0%	20,0%
Marché Monétaire Canada	2,7%	2,5%	2,3%	2,7%	2,5%	2,3%
Obligations Canada	1,2%	4,9%	5,5%	1,2%	4,9%	5,5%
Obligations États-Unis	-3,1%	13,4%	6,3%	-1,3%	4,8%	2,3%
Obligations Europe	0,5%	8,6%	2,6%	0,2%	4,2%	5,9%
Obligations Asie	-2,4%	5,4%	-2,2%	-3,0%	4,4%	-3,7%
Actions Canada	3,6%	-5,3%	-0,4%	3,6%	-5,3%	-0,4%
Actions États-Unis	3,4%	2,5%	9,8%	5,3%	-5,2%	5,6%
Actions Europe	5,2%	3,1%	-8,8%	6,9%	0,5%	-3,7%
Actions Asie	8,2%	-6,3%	1,9%	8,2%	-7,8%	0,8%

Dans ce numéro

Contexte mondial

Les marchés boursiers touchent de nouveaux sommets annuels, mais la croissance ralentit.

Titres à revenu fixe versus actions

Tableau peu inspirant pour les marchés de capitaux en 2005 : sur une base corrigée du risque, les liquidités paraissent attrayantes.

Perspectives régionales

Les disparités régionales s'amplifient : bonnes nouvelles attendues aux États-Unis et au Japon, mais déception au Canada.

Devises

Le dollar américain touche son plancher, et on ne s'attend pas à ce que la Chine réévalue sa monnaie en 2005.

Contexte mondial

Au dernier trimestre de 2004, l'économie mondiale a amorcé une transition vers la prochaine étape de son cycle expansionniste. La croissance économique et les bénéfices des sociétés sont demeurés supérieurs à leur tendance à long terme, tout en montrant des signes de ralentissement. Pointant modérément vers le haut, l'inflation a encouragé le resserrement de l'étau monétaire partout dans le monde.

Les mouvements de change ont constitué le facteur macroéconomique dominant du trimestre, voire de toute l'année 2004. Le dollar américain a poursuivi sa tendance baissière; en fin d'année, il avait perdu, par rapport à son sommet du début de 2002 et à un panier de devises étrangères, 30 % de sa valeur pondérée selon les échanges.

L'appréciation de la plupart des grandes devises par rapport au dollar américain a diminué la croissance et apaisé les tensions inflationnistes à l'extérieur des É.U., exerçant des pressions à la baisse sur les rendements obligataires malgré le climat expansionniste. Les banques centrales canadienne et européenne ont invoqué les effets produits par la vigueur de leur monnaie pour laisser intacts leur taux de financement à un jour.

Les marchés boursiers ont atteint de nouveaux pics annuels au quatrième trimestre, stimulés par les replis ponctuels du prix du pétrole, par la bonne santé des bénéficiaires et par le renchérissement des produits de base.

En devises locales, la plupart des grands marchés ont monté au quatrième trimestre, bien que le Japon, le Canada et Hong Kong aient quelque peu traîné la patte. L'Australie et des marchés européens comme l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie ont affiché une assez bonne tenue.



Gestion globale d'actifs inc.

Perspectives



Notre expertise à votre actif

Trimestre se terminant le 31 décembre 2004

Titres à revenu fixe versus actions

Notre scénario de base prévoit que la transition mondiale vers une politique monétaire relativement neutre continuera de se matérialiser, au beau milieu des ajustements importants qui ont caractérisé le marché des changes ces deux dernières années. Sur l'horizon prévisionnel de douze mois, la croissance mondiale devrait enregistrer un taux respectable de 4,4 %, niveau supérieur à la tendance mais néanmoins inférieur à l'an dernier.

Les bénéfices des sociétés ont enregistré une hausse supérieure à la tendance; tôt ou tard, nous croyons qu'ils retrouveront leur rythme de croissance habituel. Nous nous attendons aussi à un modeste repli du ratio cours-bénéfice, vu la détérioration de l'équation croissance-inflation. La montée de l'inflation devrait se maintenir; nous prévoyons un taux d'inflation mondial de 3,5 % au cours des douze prochains mois, puisque les coûts de main-d'œuvre unitaires croissants se répercuteront chez les consommateurs.

En vertu de ce scénario, les prix des produits de base ne bougeront pas, à l'exception du prix du pétrole – que nous nous attendons à voir baisser à court terme et se situer dans une fourchette comprise entre 35 \$US et 40 \$US.

Le contexte cyclique sera différent en 2005, car l'on s'attend à des disparités plus prononcées entre les régions. Les meilleures surprises devraient nous venir du Japon et des États-Unis, alors que le Canada affichera la performance économique la plus décevante.

Nous croyons que la plupart des banques centrales n'interviendront pas en 2005, à l'exception de la Réserve fédérale américaine (la « Fed »). Celle-ci écartera vraisemblablement le « resserrement mesuré » qu'elle préconisait et relèvera son taux directeur de 150 points centésimaux en 2005. Voilà qui devrait amener les taux réels tout près du point neutre. Certaines améliorations sont également à prévoir sur le plan budgétaire aux États-Unis, dans la mesure où le gouvernement entend s'attaquer au déficit.

Les composantes de ce scénario brossent un tableau peu inspirant des marchés de capitaux en 2005. La perspective de bénéfices respectables est assombrie par un relèvement des taux d'intérêt susceptible de déclencher une correction boursière. L'incertitude soulevée par l'ampleur du resserrement qu'opérera la Fed augmente la prime de risque en Bourse. La plupart des marchés boursiers évolueront dans une fourchette plutôt étroite et offriront de faibles possibilités de rendement, nettement inférieures à 5 %.

Nous nous attendons à voir un modeste repli des cours obligataires et un aplanissement de la courbe de rendement, deux éléments qui seront sans doute plus accentués aux États-Unis.

Sur une base corrigée du risque, les liquidités nous paraissent attrayantes à ce stade du cycle économique. Vu le niveau d'incertitude qui plane en ce moment sur l'économie mondiale, nous surveillerons de près la séquence des événements et chercherons à saisir les occasions propices à un supplément de valeur.

((•)) Risques :

Ralentissement mondial : Un atterrissage difficile en Chine provoque une baisse accentuée sur les marchés asiatiques. Les bénéfices diminuent abruptement et les ratios cours-bénéfices dégringolent, se soldant par des rendements négatifs en Bourse. Ce scénario favoriserait grandement les marchés obligataires.

Déséquilibres croissants : Bien que les bénéfices, les actions et les obligations seraient généralement touchés de la même manière que celle décrite dans le scénario de base de la transition mondiale, les États-Unis surpasseraient largement les autres marchés. Les disparités régionales pourraient être plus prononcées que prévu si l'activité dans ce pays est sensiblement plus trépidante que dans le reste du monde industrialisé.



Indicateurs à surveiller :

- Déficit américain de la balance commerciale
- Marché de l'emploi aux États-Unis
- Courbe de rendement américaine
- Croissance de la masse monétaire en Chine
- Production industrielle en Chine
- Confiance du consommateur japonais
- Marché japonais de l'emploi
- Prix des produits de base
- Inflation



Gestion globale d'actifs inc.

Perspectives



Notre expertise à votre actif

Trimestre se terminant le 31 décembre 2004

Perspectives régionales

Le Canada pourrait souffrir de l'obstacle que pose l'appréciation de son huard

L'élément de surprise le moins intéressant pour le Canada pourrait concerner le taux de croissance de son PIB. Notre prévision de 1,6 % de croissance du PIB reste bien en-deçà du consensus, car nous sommes préoccupés par l'impact que produira l'appréciation du huard. Le Canada est très sensible aux fluctuations de change, lui dont l'économie, petite et ouverte, dépend de l'économie américaine.

Depuis 2002, le resserrement des conditions monétaires a totalisé 750 points centésimaux – vu l'effet combiné des majorations de taux opérées par la Banque du Canada (BdC) et de l'appréciation du huard. Aucun autre pays n'a dû subir un tel resserrement; au Canada même, on n'en avait pas observé un depuis la fin des années 1980. Nous ne croyons pas que la BdC fera d'autres interventions; elle se tiendra vraisemblablement à l'écart dans la prochaine année.

En 2005, nous pensons que l'économie canadienne tournera « à deux vitesses » : le secteur des exportations écoperait de la vigueur du huard, tandis que le reste de l'économie affichera une bonne santé relative. Cependant, comme le Canada est particulièrement vulnérable à une baisse de croissance de ses exportations, son expansion économique s'en trouvera globalement affaiblie. La demande intérieure, en revanche, devrait demeurer solide grâce à la vigueur du marché de l'emploi. Dans l'ensemble, l'inflation n'augmentera pas sensiblement en raison des pressions à la baisse exercées par les prix à l'importation.

Resserrement plus accentué du crédit aux États-Unis

L'apport équilibré de diverses composantes assurera la croissance du PIB américain, bien que nous nous attendions en 2005 à un rythme légèrement inférieur à celui de 2004. Nous croyons que les États-Unis auront un taux de croissance supérieur à celui prévu par le consensus – bref, nous anticipons un taux annuel de 4 %.

La croissance régulière de l'emploi a suffi à soutenir les dépenses de consommation qui seront engagées en 2005, et une progression continue est à prévoir sur le marché de l'emploi. Les consommateurs ont également trouvé une solution de rechange aux baisses d'impôt et aux refinancements hypothécaires – ils empruntent, en nombre record, sur la valeur nette de leur maison.

La faiblesse du dollar américain aidera le secteur des exportations, mais contribuera aussi à l'accumulation des tensions inflationnistes. L'inflation devrait atteindre 3,3 % aux États-Unis d'ici la fin de 2005.

La déflation qui sévissait dans le secteur des biens se transforme maintenant en inflation pour la première fois depuis 2001.

À notre avis, la Fed réagira en relevant systématiquement les taux – nous nous attendons à d'autres majorations qui totaliseront 150 points centésimaux dans les douze prochains mois.

La montée des taux d'intérêt pèsera de plus en plus sur les bénéfices des sociétés et viendra assombrir les perspectives du marché boursier américain. Un rendement en Bourse de 3,4 % est attendu dans les douze prochains mois.

Europe

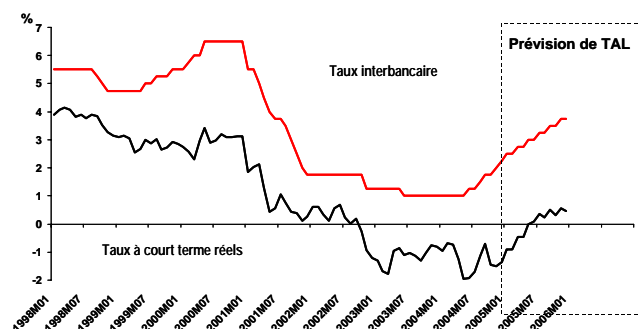
Tout comme le Canada, l'Europe s'emploiera, en 2005, à contrebalancer les effets d'une monnaie forte. Le Vieux Continent est également vulnérable aux tensions exercées sur son secteur des exportations. Nous nous attendons donc à voir la croissance ralentir, même si elle restera positive. Le taux de croissance du PIB devrait s'établir à 1,5 % dans les douze prochains mois.

Le faible niveau des prix à l'importation contribuera à juguler l'inflation, dont le taux annuel devrait monter très légèrement pour atteindre 2,0 %. La Banque centrale européenne ne devrait pas intervenir dans la prochaine année et maintiendra à 2,0 % son taux de financement à un jour.

Le cycle européen des bénéfices accuse du retard par rapport au cycle américain, tant et si bien qu'une croissance accrue est à prévoir à ce chapitre. En outre, les évaluations boursières sont relativement moins élevées qu'aux États-Unis. Les sociétés européennes continuent de se

MAJORATIONS À VENIR DE LA PART DE LA FED

Taux interbancaire américain : nominal et réel





Gestion globale d'actifs inc.

Perspectives



Notre expertise à votre actif

Trimestre se terminant le 31 décembre 2004

restructurer et de réorganiser leurs chaînes de production en Europe centrale et en Europe de l'Est; ce faisant, elles deviennent plus efficaces. Les Bourses européennes devraient dégager un rendement de 5,2 % au cours des douze prochains mois.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre est sans doute parvenue à la fin de son cycle de resserrement. L'inflation amorcera une légère remontée, et la croissance économique devrait diminuer légèrement. Nous nous attendons à une croissance de 2,6 % du PIB en 2005.

Atterrissage en douceur en Chine

L'aptitude des autorités chinoises à orchestrer un atterrissage en douceur de l'économie dépendra en grande partie de la marge de manœuvre dont elles disposent pour purger le système de son excédent de liquidité. Depuis quelques années, les investissements ont été le moteur de la l'expansion économique en Chine. En 2003, plus de la moitié de la croissance du PIB leur était imputable – niveau parfaitement insoutenable. Si les investissements chutent, il sera très difficile d'éviter un atterrissage brusque.

Les autorités devront gérer efficacement leurs contrôles administratifs, majorer les taux d'intérêt et freiner la croissance de la masse monétaire. Nous croyons qu'elles pourront y arriver. L'apport des investissements devrait diminuer dans les douze prochains mois; toutefois, les dépenses de consommation prendront la relève. Une croissance globale de 9 % est attendue en Chine en 2005, de même qu'il y aura une nouvelle donne dans les apports à l'expansion. L'inflation augmentera modérément – sans toutefois monter sensiblement par rapport aux niveaux actuels.

Une bonne surprise au Japon

Les indicateurs économiques récents au Japon ont été décevants, et les indicateurs avancés annoncent un autre affaiblissement – en fait, il s'agit de la pire séquence qu'on ait observée depuis la dernière récession survenue dans ce pays au début de 2001. Nous prévoyons toutefois un meilleur rythme de croissance au Japon en 2005 – que nous fixons à 3,0 %, taux nettement plus élevé que la prévision du consensus.

À notre avis, la confiance du consommateur fera pencher la balance cette fois-ci – elle qui n'a jamais été aussi élevée depuis le début des années 1990. La confiance des entreprises atteint, elle aussi, des sommets. Bien que la croissance de la consommation et des investissements devrait faiblir, les exportations demeureront la principale source d'expansion au Japon en 2005.

Vu les prévisions optimistes que nous entretenons à l'égard du Japon, l'économie de ce pays devrait afficher une demande excédentaire et un taux d'inflation de 0,75 % dans les douze prochains mois.

(●) Risques :

Ralentissement mondial : La Chine est incapable d'éviter un atterrissage brusque, et la décélération de la croissance se manifeste d'abord en Asie. Les bénéfices diminuent brusquement et les multiples boursiers chutent, entraînant la dégringolade des marchés boursiers. Les prix des produits de base touchent de nouveaux sommets avant d'amorcer une baisse. La Fed desserre son étau, car son resserrement nominal est amplifié par une baisse de l'inflation. Ce scénario favoriserait grandement les marchés obligataires.

Déséquilibres croissants : Les disparités régionales pourraient se creuser davantage que prévu si l'économie américaine était sensiblement plus vigoureuse que dans les autres pays industrialisés. Les bénéfices des sociétés américaines ainsi que les marchés boursier et obligataire de ce pays surpasseraient largement leurs homologues à l'étranger. L'inflation se stabilise, amenant ainsi la Fed à maintenir son rythme mesuré en ne majorant les taux que de 100 points centésimaux à mesure que le dollar s'apprécie, notamment par rapport aux devises européennes. D'autres



Indicateurs à surveiller :

- Déficit de la balance commerciale américaine
- Marché de l'emploi aux États-Unis
- Courbe de rendement américaine
- Croissance de la masse monétaire en Chine
- Production industrielle en Chine
- Confiance du consommateur japonais
- Marché de l'emploi au Japon
- Prix des produits de base
- Inflation



Gestion globale d'actifs inc.

Perspectives



Notre expertise à votre actif ^{MC}

Trimestre se terminant le 31 décembre 2004

Devises

Nous croyons que le dollar américain touchera son plancher en 2005 et que ce dernier ne sera pas très éloigné du niveau où se situe le billet vert à l'heure actuelle. Aux États-Unis, la forte demande intérieure et l'amélioration de la demande extérieure soutiendront le billet vert. La Fed entend toujours majorer les taux d'intérêt, tandis que l'Europe, le Japon, le Canada et l'Australie restent plus ou moins contraints de garder leurs taux d'intérêt bas, puisque la vigueur de leurs monnaies respectives met en péril leurs perspectives de croissance et d'inflation. Voilà qui provoquera d'autres disparités dans les taux d'intérêt nominaux et qui viendra soutenir le dollar américain. Nous nous attendons à ce que le billet vert enregistre, tout au long de l'année, des remontées ponctuelles qui défieront sa tendance lourde à la baisse.

La plupart des devises s'apprécieront néanmoins par rapport au dollar américain dans les douze prochains mois, à l'exception de la livre sterling et du dollar australien. La livre sterling est maintenant proche d'une surévaluation extrême; nous croyons qu'elle se dépréciera en cours d'année, à mesure que le solde du compte courant et le marché immobilier britanniques se dégraderont.

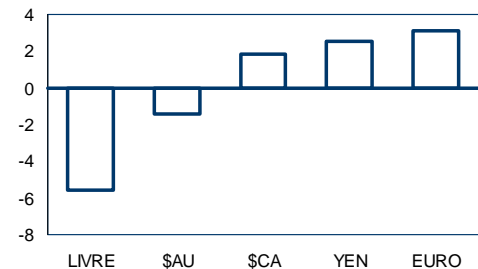
Le dollar canadien devrait s'apprécier très légèrement par rapport au dollar américain dans les douze prochains mois, de sorte qu'à la fin de 2005 un dollar américain vaudra 1,18 \$CA. Le dollar néo-zélandais est la devise qui a le plus de terrain à regagner par rapport au billet vert, tandis que celles de Singapour, du Japon, de la Suède, du Danemark, de la Suisse et de la zone euro devraient être, elles aussi, modérément plus performantes.

Même si les spéculateurs misent sur la réévaluation imminente du renminbi, nous ne croyons pas qu'elle se produira en 2005. L'économie chinoise n'a pas besoin du ralentissement supplémentaire qu'entraînerait l'appréciation de son renminbi, pas plus que ce pays n'a complété les réformes financières nécessaires, condition préalable à un taux de change flottant.

Une décision différée à ce chapitre entraînerait trois conséquences de nature monétaire :

1. Les devises asiatiques pourraient ne pas avoir autant de potentiel à la hausse que ce qui avait été prévu initialement, ayant déjà été délestées de leurs fondamentaux cycliques.
2. Les capitaux spéculatifs et ceux des banques centrales pourraient se diriger de nouveau vers le dollar américain, favorisant ainsi le billet vert et fournissant un appui non négligeable au marché obligataire américain.
3. Il sera beaucoup plus difficile de ralentir la demande en Asie de l'Est, demande qui pourrait nourrir les prix des produits de base industriels. Les devises sensibles aux produits de base, comme les dollars canadien et australien, en bénéficieraient.

Variation en pourcentage par rapport au #US
Fin 2004 - Fin 2005



⦿ Risques :

Ralentissement mondial : Le dollar américain s'apprécierait sensiblement et les devises cycliques seraient malmenées si la Chine échouait son atterrissage en douceur. La croissance en Asie diminuerait, entraînant le reste du monde dans son sillage.

Déséquilibres croissants : Le dollar américain s'appréciera si le taux de croissance aux États-Unis est beaucoup plus élevé que dans les autres pays industrialisés. Voilà qui contribuerait à stabiliser l'inflation et inciterait la Fed à maintenir son rythme mesuré de resserrement en ne majorant ses taux directeurs que de 100 points centésimaux. Les devises européennes seraient moins performantes.



Indicateurs à surveiller :

- Prix de l'énergie
- Taux d'intérêt réels à court terme aux États-Unis
- Solde de la balance commerciale des États-Unis avec ses grands partenaires
- Propositions budgétaires aux États-Unis
- Inclinaison de la courbe de rendement mondiale
- Mouvements des capitaux publics et privés en direction des États-Unis
- Coordination du G-7 avec la Chine et possibles mesures protectionnistes du G-7 dirigées contre elle

Avis d'exclusion : TAL Gestion globale d'actifs inc. publie ce document à titre d'information seulement à l'usage des investisseurs. L'information contenue dans ce document représente des opinions et peut faire l'objet de modifications sans préavis. Elle ne peut être considérée en tant que sollicitation pour un type de fonds, de gestionnaire ou de produit.

^{MD} Marque déposée de TAL Gestion globale d'actifs inc. ^{MC} Marque de commerce de TAL Gestion globale d'actifs inc. ©2005 TAL Gestion globale d'actifs inc. Tous droits réservés.

TAL Gestion globale d'actifs inc. est membre du groupe CIBC.