



Gestion globale d'actifs inc.

Perspectives



Notre expertise à votre actif

Trimestre se terminant le 30 juin 2004

Prévisions trimestrielles

Pour la période se terminant le 30 juin 2005

	En Dollars Canadiens			En Devises Locales		
	Transition globale	Surprise inflationniste	Choc de productivité	Transition globale	Surprise inflationniste	Choc de productivité
Probabilités	50,0%	40,0%	10,0%	50,0%	40,0%	10,0%
Marché Monétaire Canada	2,5%	2,4%	2,3%	2,5%	2,4%	2,3%
Obligations Canada	-1,2%	-3,0%	4,2%	-1,2%	-3,0%	4,2%
Obligations États-Unis	-6,6%	-15,4%	-3,1%	-2,8%	-6,0%	4,1%
Obligations Europe	-5,6%	-9,3%	-0,7%	-1,2%	-3,8%	4,5%
Obligations Asie	-1,4%	-1,6%	2,5%	0,1%	-1,5%	3,5%
Actions Canada	11,7%	-0,3%	17,0%	11,7%	-0,3%	17,0%
Actions États-Unis	4,3%	-8,8%	10,8%	8,6%	1,3%	19,1%
Actions Europe	4,4%	-2,6%	7,7%	11,0%	4,2%	15,1%
Actions Asie	7,8%	-3,6%	15,8%	10,6%	-3,1%	17,9%

Dans ce numéro

Contexte mondial

Reuves à la hausse, les prévisions d'inflation du consensus se rapprochent de nos propres cibles

Titres à revenu fixe versus actions

Une correction survenant plus tard dans l'horizon prévisionnel mettra en péril la tendance haussière des marchés boursiers

Perspectives régionales

Bonnes surprises en vue pour le Canada et l'Europe; situation sans doute défavorable pour les marchés émergents

Devises

Les possibilités de remontée cyclique du dollar américain s'épuisent rapidement; les devises cycliques devraient afficher une meilleure tenue.

Contexte mondial

La reprise mondiale a été soutenue comme prévu, l'activité économique ayant progressé partout dans le monde. Le redressement de l'emploi a été encore plus robuste qu'on ne l'aurait cru, tant et si bien que les observateurs se sont désintéressés de la croissance de l'emploi pour jeter leur dévolu sur l'inflation au cours du trimestre. Comme l'inflation montre ses crocs un peu partout dans le monde, les prévisions du consensus ont été revues à la hausse et se rapprochent maintenant de nos cibles escomptées.

Aux États-Unis, les appréhensions inflationnistes ont déclenché une correction sur les marchés boursiers et obligataires après que la Réserve fédérale américaine eut reconnu l'imminence du début de son cycle de resserrement du crédit. Le 30 juin, la Fed relevait, pour la première fois en quatre ans, son taux directeur, l'augmentant de 0,25 %. Malgré tout, les marchés boursiers ont surpassé les marchés obligataires au cours du trimestre.

Ailleurs dans le monde, les banques centrales ont lorgné du côté du resserrement du crédit. L'Europe, dont l'économie a continué de languir comme on s'y attendait, a fait état de statistiques économiques mitigées, mais la montée de l'inflation a incité la Banque centrale européenne à préparer le marché à des hausses de taux imminentes. L'économie canadienne a réagi aux autres baisses de taux décrétées par la Banque du Canada en affichant un résultat mirobolant au chapitre de l'emploi et une inflation en hausse; par contre, la croissance du PIB a été mitigée. Signalons toutefois que le deuxième trimestre a marqué la fin du cycle d'assouplissement de la BdC. Les politiques d'austérité budgétaire et de resserrement du crédit mises de l'avant par les autorités chinoises ont commencé à faire sentir leurs effets, puisque les prix des produits de base ont baissé. Même si la croissance de la Chine demeure vigoureuse, on note certains signes d'essoufflement dans les secteurs clés où l'on craignait une surchauffe.



Gestion globale d'actifs inc.

Perspectives



Notre expertise à votre actif

Trimestre se terminant le 30 juin 2004

Titres à revenu fixe versus actions

Notre scénario de base prévoit une transition à l'échelle mondiale : l'excès actuel de stimulants économiques cédera le pas à une politique monétaire plus proche du seuil normal. Sur un horizon prévisionnel de 12 mois, nous nous attendons à une forte croissance mondiale atteignant 4,7 %; ce sera la troisième année consécutive d'expansion supérieure à la tendance.

À notre avis, une correction survenant plus tard dans l'horizon prévisionnel mettra en danger la tendance haussière des marchés boursiers; tôt ou tard, les liquidités deviendront une catégorie d'actif attrayante, puisque le marché obligataire baissier est déjà bien engagé. Même si nous croyons que les obligations pourraient remonter à court terme, nous nous attendons à une hausse modérée des rendements obligataires et à un aplatissement de la courbe de rendement au cours de l'horizon prévisionnel.

La série d'événements aboutissant à ce résultat commence par l'apaisement des appréhensions inflationnistes à très court terme. À notre avis, l'économie mondiale accusera une certaine mollesse au milieu de 2004. Ce facteur devrait pousser la Fed et d'autres banques centrales à desserrer temporairement l'étai monétaire. D'après nos prévisions, une solide relance économique devrait suivre, les prix des produits de base devraient reprendre leur tendance haussière, et les pressions inflationnistes fondamentales devraient réapparaître. Cela devrait soulever de nouvelles appréhensions et faire craindre que la Fed n'accuse du retard sur la courbe de rendement, c'est-à-dire ne doive rattraper l'économie au lieu d'user de son pouvoir préventif. La peur d'un regain de l'inflation qui en découlerait ferait reculer sensiblement les marchés obligataires. Le recul des obligations minerait tôt ou tard les évaluations boursières.

Nous croyons que les autres banques centrales emboîteront le pas au resserrement du crédit. Une hausse moyenne de 1,20 % des taux directeurs est attendue dans le monde, bien que cela ne soit pas suffisant pour ramener l'économie mondiale en territoire neutre. La politique monétaire mondiale sera encore trop souple pour juguler efficacement l'inflation.

« Les bénéficiaires des sociétés continueront de surpasser leur tendance à long terme, mais nous nous attendons à une décélération rapide de leur croissance. »

Au cours de l'horizon prévisionnel, les bénéficiaires des sociétés continueront de surpasser leur tendance à long terme, mais nous nous attendons à une décélération rapide de leur croissance. Une expansion économique plus vigoureuse, assortie d'une inflation plus élevée, a un impact négatif net sur les multiples boursiers, qui devraient diminuer légèrement.

Pour profiter du scénario de transition à l'échelle mondiale, il faudra deviner la bonne séquence des événements. Nous allons surveiller de très près les indicateurs pour éviter d'être surexposés aux marchés boursiers lorsque la correction s'amorcera.

(•) Risques :

Surprise du côté de l'inflation : Les banques centrales réagissent trop tard ou sont trop timides face aux nouvelles politiques pour juguler l'inflation, prenant délibérément trop de risques sur le plan de l'inflation en raison d'un ralentissement temporaire qui survient au deuxième semestre de 2004. Au début de 2005, il devient de plus en plus manifeste qu'on a sous-estimé l'accumulation des pressions inflationnistes. Bref, les banques centrales accusent du retard par rapport à la courbe. Un tel scénario pèserait lourdement sur les marchés obligataires et favoriserait au départ les marchés boursiers, même si le risque de baisse éventuel augmentait en même temps que monterait la prime de risque liée aux actions.

Hausse du prix des valeurs mobilières : Maintenant apparentes, les pressions inflationnistes commencent à se dissiper au premier semestre de 2005. L'inflation ne pose pas de problème, et nous constatons même une baisse qui surprend les marchés tout au long de l'horizon prévisionnel. Les banques centrales arrivent à devancer la courbe, car les forces inflationnistes ne réussissent pas à contrebalancer la politique de resserrement du crédit. Voilà qui favoriserait les obligations et qui nuirait, dans un premier temps, aux marchés boursiers, bien que les possibilités de hausse augmentent à mesure que se dissipent les appréhensions inflationnistes.



Indicateurs à surveiller :

- Inflation : prix payés selon l'ISM, livraisons des fournisseurs, prix à l'importation
- Croissance : commandes de biens d'équipement sauf avions, ventes au détail
- Prix des produits de base
- Bénéficiaires des sociétés : prévisions des entreprises pour le 2e trimestre, révisions des analystes



Trimestre se terminant le 30 juin 2004

Perspectives régionales

Les évaluations boursières canadiennes demeurent attrayantes

Nous estimons que le Canada pourrait surprendre à la hausse, notamment depuis que l'évolution de la situation sur son marché des changes est maintenant plus favorable et que la demande étrangère est forte. Compte tenu de la vigueur de l'économie intérieure, nous nous attendons à une croissance de 3,7 % du PIB au cours des 12 prochains mois et à l'apport net vigoureux des exportations.

L'inflation devrait atteindre 2,5 % au cours de l'horizon prévisionnel, mais les pressions à la hausse s'exerceront plutôt du côté des composantes principales que du côté de l'énergie et de l'alimentation. Nous prévoyons un relèvement total de 1,0 % de la Banque du Canada au cours de la période. Les rendements obligataires continueront de monter pour atteindre 5,70 % sur l'échéance à 10 ans.

Nos perspectives à l'égard des bénéficiaires des sociétés demeurent favorables, surtout que nous nous attendons à voir les prix des produits de base reprendre leur tendance à la hausse et soutenir, par le fait même, le secteur canadien des ressources. Nous prévoyons un rendement de 11,7 % du marché boursier au cours des 12 prochains mois.

Aucun ralentissement en vue pour l'économie américaine

Nous prévoyons une croissance de 4,5 % du PIB réel aux États-Unis au cours des 12 prochains mois, laquelle sera nourrie par une forte reconstitution des stocks, par une croissance accélérée des investissements et par un regain de la consommation découlant de la vigueur de l'emploi.

Nous nous attendons à ce que la politique de resserrement de la Fed soit très modérée au départ; dans les six prochains mois, les majorations de taux seront très modestes et « mesurées », puis s'accéléreront plus tard dans l'horizon prévisionnel. Nous nous attendons ainsi à un total de 2,0 % de hausses de taux sur l'horizon entier, mais doutons qu'elles suffiront à stabiliser l'inflation. Les composantes liées à l'énergie et à l'alimentation, qui ont nourri l'inflation récemment, devraient diminuer d'intensité et seront remplacées par l'inflation de base; celle-ci s'intensifiera en raison des contraintes de capacité et du renchérissement des importations.

« Nous attendons à voir les prix des produits de base reprendre leur tendance à la hausse et soutenir, par le fait même, le secteur canadien des ressources. »

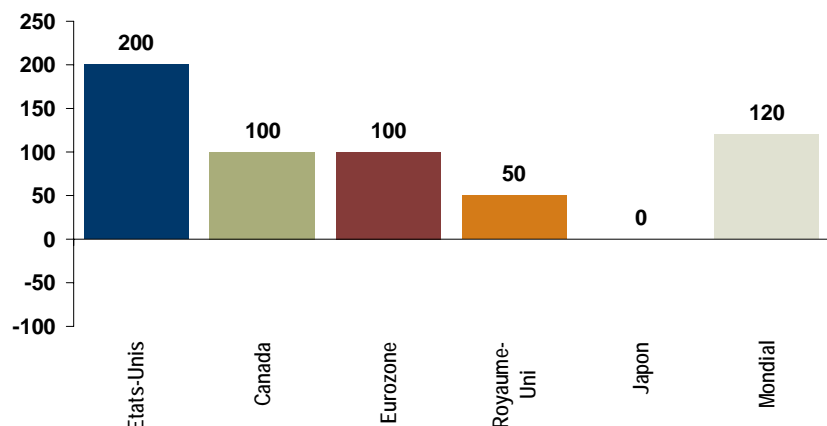
Les bénéficiaires des sociétés devraient demeurer solides, bien que nous nous attendions à voir ralentir la croissance des bénéficiaires. Nous prévoyons un rendement de 8,6 % du marché boursier américain au cours des 12 prochains mois et un rendement obligataire qui atteindra 5,50 % pour l'échéance à 10 ans.

Les exportations devraient aider l'Europe

Nous nous attendons à une croissance de 2,75 % du PIB de la zone euro au cours des 12 prochains mois. Sous-estimé selon nous, l'apport du secteur des exportations fera bondir la croissance au-dessus des niveaux prévus par le consensus. Cette opinion correspond aux indicateurs avancés européens.

UN EFFORT GÉNÉRAL

Changements prévus du côté des taux directeurs (en points centésimaux)





Trimestre se terminant le 30 juin 2004

La nature défensive des marchés européens pourrait surprendre les investisseurs de par sa vigueur, si jamais les marchés mondiaux subissaient la correction attendue plus tard dans l'horizon prévisionnel. Les Bourses européennes devraient afficher un rendement de 11,0 % dans les douze prochains mois. À notre avis, l'inflation se situera autour de 2,6 % dans cette période; nous nous attendons donc à un total de cent points centésimaux de hausse des taux par la Banque centrale européenne et à une inflation qui plafonnera à 2 % pour la région.

La situation au Royaume-Uni diffère sensiblement de celle du reste de l'Europe. La Banque d'Angleterre a la situation bien en main pour ce qui est de sa politique de resserrement, bien que nous nous attendions à d'autres hausses de taux totalisant 0,50 % avant la fin du cycle.

Vraie croissance pour le Japon

L'économie japonaise a confirmé qu'elle n'avait pas connu un autre faux départ; si son redressement demeure valide, on le reconnaît davantage avec la situation actuelle des prix. Nous prévoyons une croissance du PIB réel de 3,0 % au cours des 12 prochains mois; compte tenu de la forte demande étrangère, l'apport des exportations sera considérable.

« Nous ne croyons pas pour autant que les marchés boursiers émergents seront beaucoup plus performants dans les 12 prochains mois. »

Du côté de l'économie intérieure, les indicateurs avancés, très vigoureux, annoncent une accélération de l'expansion. La croissance de l'emploi, la progression des bénéficiaires, l'abondance de la liquidité et l'absence de toute hausse prochaine des taux se conjuguent pour favoriser encore plus les perspectives du Japon. Nous croyons que ce pays sortira finalement de sa spirale déflationniste et que son taux d'inflation atteindra 0,5 % d'ici les 12 prochains mois. Nous croyons aussi que le marché boursier japonais progressera de 11,8 % au cours de la même période.

Atterrissage en douceur pour la Chine

Dans les conditions actuelles, nous estimons, avec un degré raisonnable de certitude, que les autorités chinoises pourront orchestrer un atterrissage relativement en douceur de leur économie sans devoir pour autant réévaluer la monnaie au cours des 12 prochains mois. Vu le recul des prix des produits de base, du nombre de nouveaux prêts et de la croissance de la production industrielle, les mesures de resserrement du crédit établies de façon concertée semblent avoir l'effet souhaité.

Les marchés émergents pénalisés par le resserrement du crédit dans le monde

Le resserrement bénin de l'état monétaire, largement anticipé dans les marchés développés, minera les actions des marchés émergents, mais le risque de déstabilisation demeure faible. Maintes économies en développement bénéficient d'une demande intérieure vigoureuse, de prix élevés à l'exportation et d'une devise faible. Autant de facteurs qui aident les marchés de capitaux à digérer les hausses de taux décrétées par les banques centrales des pays du G7, mais nous ne croyons pas pour autant que les marchés boursiers émergents seront beaucoup plus performants dans les 12 prochains mois.

(●) Risques :

Surprise du côté de l'inflation: L'accélération inattendue de l'inflation neutralise le léger resserrement amorcé par les banques centrales, de sorte que les taux réels sont négatifs dans le monde. Les marchés ont tôt fait de conclure que les banques centrales, notamment la Fed, sont tributaires de la courbe de rendement. La surprise initiale du côté de l'inflation se produit aux États-Unis et est particulièrement dommageable pour les obligations d'État américaines. À l'extérieur des États-Unis, les marchés obligataires s'en tirent relativement bien. Pour les marchés boursiers mondiaux, le retour de l'inflation n'est également pas une bonne nouvelle, car il mènera tôt ou tard à une contraction des multiples boursiers. Advenant un tel scénario, les actions asiatiques écoperaient le plus.

Hausse du prix des valeurs mobilières: Les efforts modestes de resserrement déployés par les banques centrales du monde suffisent à apaiser les tensions inflationnistes sans mettre en péril l'expansion mondiale. Comme les appréhensions inflationnistes se dissipent, le marché boursier repart à la hausse. Les actions américaines mènent le bal, suivies de près par les actions asiatiques. Les nuages se dissipent également pour les marchés obligataires mondiaux. Cependant, une fois pris en compte le cours des événements sur le marché des changes, les obligations canadiennes se retrouveront sans doute en tête du palmarès.



Indicateurs à surveiller

- Inflation
- Changements apportés aux politiques des banques centrales
- Prix des produits de base
- Croissance des exportations



Trimestre se terminant le 30 juin 2004

Devises

Les chances d'une remontée cyclique du dollar américain s'épuisent rapidement. Le billet vert croupit dans un marché baissier depuis le début de 2002; il continuera sans doute à se dévaloriser pendant plusieurs années avant de cesser sa dégringolade. Au premier semestre de 2004, trois facteurs ont contribué à sa brève remontée cyclique.

- Intervention des banques centrales : confrontées à la faiblesse de la demande et de l'inflation, les autres banques centrales des pays du G7 se sont mises à lutter contre la vigueur de leur propre monnaie. Maintenant que les indicateurs cycliques pointent vers le haut et qu'une politique monétaire plus restrictive est nécessaire, on tolère beaucoup mieux la faiblesse du dollar.
- Changement d'attitude de la Fed : la banque centrale américaine a fait savoir qu'elle était prête à délaissier sa politique d'assouplissement, d'autant plus que les chiffres de l'emploi et de la production ont été étonnamment vigoureux et que l'inflation de base a touché un creux. Il semble que tout cela soit pris en compte dans le taux de change actuel.
- Prix élevé du pétrole : de toutes les grandes économies du monde, l'économie américaine est la moins tributaire de l'énergie. Le renchérissement du pétrole constitue un choc négatif au niveau des termes de l'échange pour le Japon et la zone euro, mais ce choc pourrait maintenant se dissiper.

« Maintenant que les indicateurs cycliques pointent vers le haut et qu'une politique monétaire plus restrictive est nécessaire, on tolère beaucoup mieux la faiblesse du dollar. »

Contrairement à ce qui s'est passé en 2003, nous ne pensons pas que l'euro sera le grand bénéficiaire de la faiblesse du dollar américain. La forte croissance mondiale, les prix élevés des produits de base et la stabilité financière relative font en sorte que les monnaies plus cycliques s'en tireront mieux. Nous favorisons la couronne suédoise, le dollar canadien et le yen. D'autre part, le billet vert, la livre sterling et le franc suisse afficheront, à notre avis, une tenue médiocre.

⦿ Risques :

Les perspectives sur le marché des devises varient sensiblement selon les divers scénarios d'inflation et d'intervention des banques centrales.

Surprise du côté de l'inflation: Les banques centrales décident de relever les taux d'intérêt à un rythme plus modéré. Il en résulte une inflation supérieure aux attentes actuelles des marchés. Ce scénario est négatif pour le billet vert par rapport aux autres monnaies et constituerait un défi de taille pour les autorités monétaires américaines. Voici quelles seraient les trois grandes conséquences sur les devises :

- Les prix des produits de base montent en flèche et font grimper les dollars canadien, australien et néo-zélandais.
- La Chine décide de réévaluer sa monnaie de 15 %. Elle a besoin d'un resserrement du crédit sur la scène mondiale et d'un dollar américain fort pour neutraliser la surchauffe de son économie intérieure. Dans ce scénario, le reste du monde ne répond pas aux attentes, de sorte que les autorités monétaires chinoises prennent les choses en main; les conséquences sont favorables pour toutes les monnaies asiatiques.
- Le dollar américain est pénalisé par la hausse des primes de risque. Les flux de capitaux diminuent et les États-Unis font face à des difficultés croissantes de financement liées à la balance des paiements.

Choc de productivité mondiale : Dans ce scénario, les banques centrales relèvent aussi les taux à un rythme plus modéré; elles visent juste parce que les gains de productivité sont solides et persistants et que l'inflation est bien jugulée. Les flux de capitaux reprennent à bon rythme et profitent aux devises les plus exposées à l'expansion économique mondiale : celles qui sont sensibles aux produits de base et celles de la région Asie-Pacifique. Le Japon, Singapour, le Canada et la Suède mènent du côté des produits de base. Les devises « refuge » traditionnelles, comme la couronne norvégienne, le franc suisse, la livre sterling et l'euro, font moins bien. Ce scénario nuit aussi au billet vert, mais son mouvement à la baisse est très graduel et ressemble davantage à de la volatilité.



Indicateurs à surveiller :

- Inflation
- Changements apportés aux politiques des banques centrales
- Prix des produits de base