

LE MENSUEL BOURSIER

Décembre 2004

Faits saillants

GRUPE ÉCONOMIE ET STRATÉGIE (5 1 4) 8 7 9 - 2 5 2 9

Clément Gignac
*Premier Vice-président
Économiste en chef et Stratège*

Stéfane Marion
Économiste en chef adjoint

Paul-André Pinsonnault
Économiste principal Revenu fixe

Marc Pinsonneault
Économiste principal

Pierre Lapointe
Stratège adjoint

Yanick Desnoyers
Économiste principal

Éric Dubé
Économiste

Kamel Benkhabecheche
Économiste

- L'année 2004 n'est pas mauvaise jusqu'ici pour les investisseurs. Toutes les catégories d'actifs ont offert des rendements positifs, les actions canadiennes en tête. En Amérique du Nord, le S&P/TSX a dépassé les autres indices avec un gain de 9.2%. Avec l'appréciation du huard, les actions canadiennes rapportent davantage à l'investisseur d'ici que les actions étrangères. Le rendement de 6.3% du S&P 500 en monnaie locale se traduit par un recul de 2.9% en dollars canadiens.
- Si nous avons conseillé de sous-pondérer les actions américaines, c'était entre autres en prévision de l'appréciation du huard. Nous devons admettre que, même si notre prévision de taux de change était juste, la rapidité de son évolution nous a surpris. Nous croyons maintenant que le gros de l'ascension est derrière nous, quoique les propos récents de M. Greenspan pourraient faire monter le loyer de l'argent aux États-Unis et rendre le huard trop cher. La prime de risque pourrait aussi augmenter sur les placements américains. Nous continuons donc de sous-pondérer les titres américains pour le moment.
- Notre scénario de base pour les actions reste optimiste à court terme. Les facteurs fondamentaux demeurent solides. Nous prévoyons en 2005 une croissance des bénéfices de 10% (S&P 500 et S&P/TSX). Les révisions haussières des bénéfices ne sauraient toutefois se poursuivre pendant tout 2005. Tôt ou tard, par une sorte d'équilibrage, les révisions redeviendront baissières.
- Nous présentons ce mois-ci nos objectifs pour décembre 2005. Nous voyons le S&P/TSX à 9500 sur la base d'un bénéfice de 600 (520 prévus en 2004), et le S&P 500 à 1225 avec un bénéfice de 71.

Notre répartition sectorielle reste inchangée. Nous restons optimistes à l'égard des Matériaux. Il est plutôt incongru que l'indice CRB des métaux ait grimpé de 32.5% en 2004 sans réussir à entraîner avec lui l'indice diversifié des métaux du S&P/TSX, qui n'a gagné que 9%. Pour les valeurs industrielles, le pire est probablement passé. Le reflux des prix du pétrole donnera à ce secteur un répit bien mérité. Une explosion des bénéfices de 28% est par ailleurs attendue dans ce secteur.

Par Clément Gignac et Pierre Lapointe

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes. u Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur conseiller en placement FBN. u Résidents des États Unis : NBF Securities (USA) Corp., un membre du même groupe que FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Les ressortissants des États Unis qui désirent effectuer des opérations sur l'un ou l'autre des titres dont il est fait mention aux présentes doivent le faire uniquement par l'entremise de NBF Securities (USA) Corp. u Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, FBN a approuvé la présente promotion financière aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée Financial Services and Markets Act 2000. FBN, sa société mère, les sociétés faisant partie de la Banque Nationale du Canada ou les membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations, des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers connexes en question que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans le cadre de la création d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles aux clients privés. Le présent rapport ne fait pas l'objet ni ne fait partie d'une offre de vente, d'une souscription ou de la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les titres décrits aux présentes. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements. La présente information ne doit être distribuée qu'aux clients non privés du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Services Authority. u Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

Que nous réserve 2005 ?

L'année 2004 n'est pas mauvaise jusqu'ici pour les investisseurs. Toutes les catégories d'actifs ont offert des rendements positifs, les actions canadiennes en tête. Avec l'appréciation du huard, celles-ci rapportent même plus à l'investisseur canadien que les actions étrangères. Mais à ce stade-ci, se positionner pour 2005 exige une évaluation approfondie des mois à venir. Que réserve la prochaine année ?

À notre avis, 2005 sera l'inverse de 2004. Autant profiter des accès de faiblesse pour acheter était la chose à faire en 2004, autant vendre en période de pointe des cours le sera en 2005. Notre optimisme des deux dernières années à l'égard du marché boursier fait progressivement place à plus de prudence pour l'année à venir. Les facteurs fondamentaux restent forts au moment d'écrire ces lignes, mais nous savons que la détente des prix du pétrole est probablement la dernière bonne nouvelle financière avant un bon moment.

C'est pourquoi nous croyons que 2005 sera à cheval sur deux stratégies de placement. Si une stratégie unique (profiter des replis pour acheter) pouvait très bien convenir en 2004, nous pensons qu'une stratégie double s'imposera en 2005. Il faudra en effet s'attendre à passer d'une attitude haussière à une attitude prudente en cours d'année. Quand ? Difficile de le dire pour l'instant; tout dépendra de celui des trois scénarios suivants qui se réalisera.

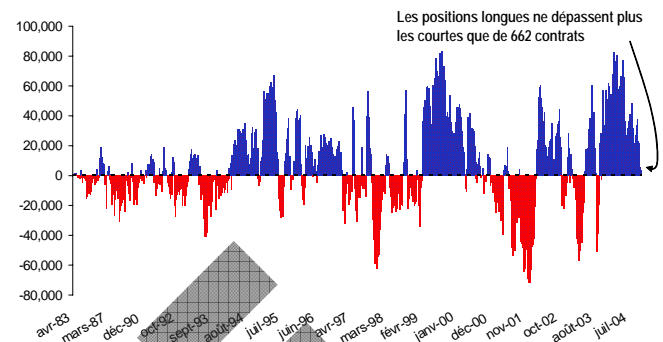
Vue optimiste : Continuité

Si tout va pour le mieux, la tendance haussière se poursuivra pendant tout 2005. La croissance de la productivité nord-américaine reste après tout près d'un sommet inégalé depuis 50 ans. Comme au troisième trimestre de 2004, les sociétés pourraient maintenir de fortes marges même si le pétrole est plus cher qu'il y a un an.

Le repli amorcé des cours du brut sera aussi très bon pour l'économie en 2005. Le gros de la bulle était le fait de spéculateurs qui semblent maintenant vouloir s'éclipser – leurs positions sur le brut sont passées de très longues à neutres ces dernières semaines. Les positions longues nettes (les longues moins les courtes) ont fondu d'un sommet inégalé depuis près de 20 ans de 82,451 en mars à seulement 662 aujourd'hui. Si la tendance se maintient, il y aura bientôt plus de positions courtes que de longues.

Pétrole : Les spéculateurs se ravissent ?

Contrats non commerciaux de brut du NYME, positions longues nettes



Recherches économiques FBN, Bloomberg

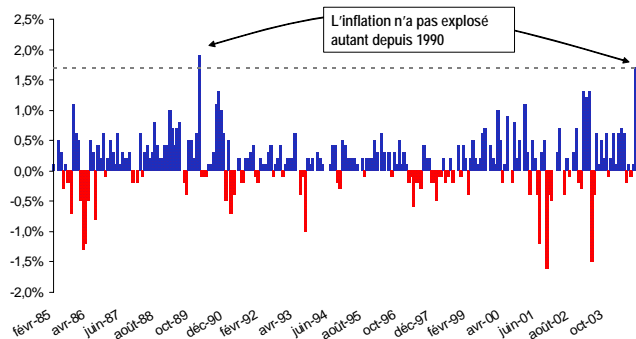
Vue pessimiste : On n'en sort pas

Selon le pire scénario pour les prochains mois, les entreprises américaines verront augmenter leurs coûts de main-d'œuvre et le coût d'intrants comme les matières de base. Nombre de fabricants qui doivent concurrencer l'importation bon marché pourraient avoir du mal à répercuter les hausses sur leurs clients. La compression des marges qui s'ensuivra pourrait ralentir la croissance des bénéfices du S&P 500 en 2005, du taux actuellement prévu d'environ 10% à une fourchette de 4% à 6%.

D'un autre côté, si les entreprises réussissent à transférer les hausses de coûts à leurs clients, l'inflation des prix à la consommation accélérera, ce qui obligera la Réserve fédérale américaine à serrer la vis plus que prévu. Notons que les plus récentes données sur l'inflation aux États-Unis sont préoccupantes. La dernière hausse de l'IPP, de l'ordre de 1.7%, est la plus abrupte depuis 1990. Quant à l'IPC, si sa progression sur 12 mois reste acceptable, l'inflation de base selon l'IPC atteint 2,4 % pour les 10 premiers mois de l'année.

IPP des États-Unis : La plus forte poussée depuis 1990

Indice des prix à la production – Biens finis, corrigés des effets saisonniers



Recherches économiques FBN, Datastream

Bref, que les sociétés américaines absorbent ou non les hausses des intrants et de la main-d'œuvre, le pessimiste ne voit pas de façon d'en sortir gagnant.

Scénario de base : Pas de quoi s'inquiéter... pour l'instant

Notre scénario de base est plus équilibré. Les facteurs fondamentaux restent solides. Nous prévoyons en 2005 une croissance des bénéfices de 10% (S&P 500 et S&P/TSX). C'est moins que les prévisions de 2004 de 20% aux États-Unis et de 32% au Canada. N'oublions pas cependant que la croissance moyenne est, historiquement, de 7% outre-frontière et de 6.5% ici. Toute progression au-delà de ces seuils doit être considérée comme forte. Au Canada, la croissance viendra surtout de la TI, des matériaux et des produits industriels. Des secteurs poids lourds aussi. Les bénéfices devraient croître de 13% dans les services financiers et de 11% dans les matériaux. Nous ne croyons pas que l'énergie, l'autre grand secteur, plongera par suite du repli des prix du pétrole. Les bénéfices de ce secteur, le meilleur en 2004, devraient être stables.

Croissance prévue des bénéfices

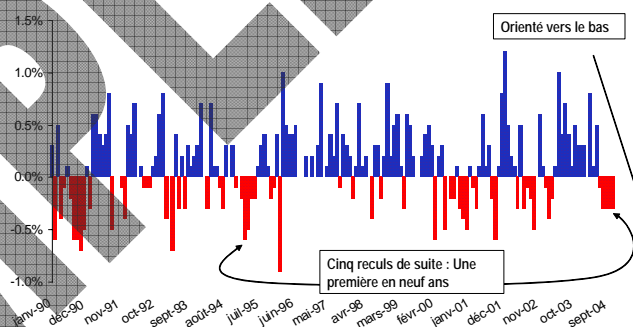
	2004	2005
INDICE COMPOSITE S&P/TSX	32%	11%
Énergie	29%	1%
Matériaux	263%	11%
Valeurs industrielles	9%	28%
Cons. Discrétionnaire	13%	15%
Cons. Courante	9%	14%
Santé	13%	5%
Services financiers	17%	13%
TI	153%	30%
Télécom	10%	17%
Services publics	0%	10%

Cela dit, un des moteurs des bénéfices en 2004, les révisions à la hausse des prévisions, pourrait disparaître en 2005. Nous l'avons souvent noté, les révisions des bénéfices ont été haussières une grande partie de la dernière année. Cette situation ne saurait durer pendant tout 2005. Tôt ou tard, par une sorte d'équilibrage, les révisions redeviendront baissières.

Nous l'avons dit, la récente baisse des prix du pétrole pourrait être la dernière bonne nouvelle financière avant un bon moment. L'indicateur économique avancé américain vient de reculer un cinquième mois de suite. Il faut remonter neuf ans en arrière pour trouver pareille séquence. On note aussi des signes d'accélération de l'inflation.

Indicateur avancé : Orienté vers le bas

Conférence Board – Indice économique avancé américain (% de var. mensuelle)

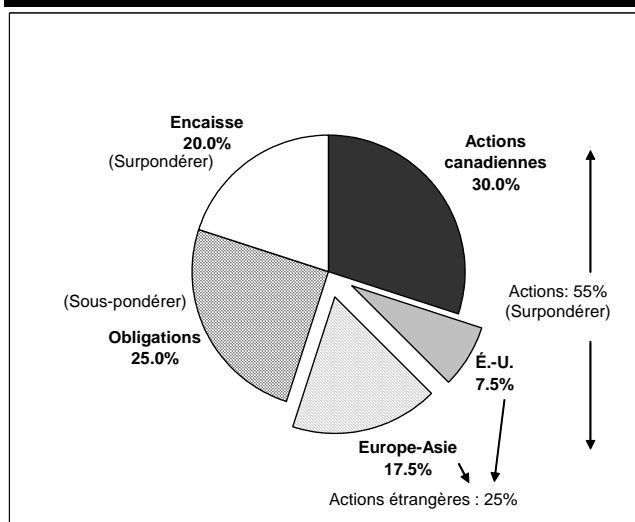


Recherches économiques FBN, Datastream

Répartition des actifs et objectifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci. Nous préférons toujours les actions aux obligations.

Répartition mondiale des actifs FBN



Titres à revenu fixe

Il y a beaucoup de liquidités dans le système financier américain, et les efforts de la Fed pour en ponctionner sont de plus en plus justifiés. Les données sur l'inflation, qui révèlent une reprise des prix à la production et à la consommation, sont aussi annonciatrices de hausses de taux. Par ailleurs, les propos récents de M. Greenspan sur la nécessité de réduire le déficit du compte courant américain ne sont pas de bon augure pour les obligations, de part et d'autre de la frontière. Les déficits du compte courant sont financés en bonne partie par les investisseurs étrangers. Si ceux-ci commencent à vendre leurs positions, les taux obligataires monteront. D'où notre recommandation de sous-pondérer les obligations classiques.

Nous recommandons toujours une pondération de 25% des obligations – alors que notre indice de référence compte 40% d'obligations classiques.

Nos 20% d'espèces restent inchangés. Ils proviennent du compartiment des obligations, où nous ne sommes pas pressés de les renvoyer.

Actions

Nous conseillons toujours de surpondérer les actions canadiennes. Pour le moment, les prévisions de forte croissance des bénéfices nous empêchent d'être pessimistes à court terme. À plus long terme, cependant, nous suivrons de près les efforts des autorités chinoises pour orchestrer un atterrissage en douceur. Par ailleurs, si la Réserve fédérale américaine décidait d'accélérer le relèvement des taux, nous pourrions devenir plus prudents dans le courant de 2005. Ne soyez donc pas surpris si nous rajustons le tir au premier ou au deuxième trimestre. La pondération recommandée reste de 30% pour les actions canadiennes (25% dans l'indice de référence).

Si nous avons conseillé de sous-pondérer les actions américaines, c'était entre autres en prévision de l'appréciation du huard par rapport au billet vert. Pour l'investisseur canadien, cette appréciation ampute les rendements des placements américains. Nous devons admettre que, même si notre prévision de taux de change était juste, la rapidité de son évolution nous a surpris. Nous croyons maintenant que le gros de l'ascension est derrière nous, quoique les propos récents de M. Greenspan pourraient faire monter le loyer de l'argent aux États-Unis et rendre le huard trop cher. Nous continuons donc de sous-pondérer les titres américains pour le moment.

Pour les actions du reste du monde, notre pondération reste de 17.5% (15% pour l'indice de référence). Hors des États-Unis et du Canada, la croissance prévue des bénéfices est de 16.7% en moyenne. À ce taux, les cours actuels ne représentent en moyenne que 12 fois les bénéfices de 2005.

Objectifs

Nos objectifs pour décembre 2005 sont de 9500 pour le S&P/TSX et de 1225 pour le S&P 500, soit une progression implicite sur 12 mois de seulement 5%, qui reflète notre vue prudente des rendements possibles en 2005. À noter que ce rendement très modeste est néanmoins supérieur à nos prévisions pour les titres à revenu fixe. Nous attendons par exemple des obligations du Canada à 10 ans un rendement nul à 13 mois, avec l'ascension du taux à 5.27% au Canada et aux États-Unis.

Regard sur deux autres instruments

La variété des moyens de placement est de plus en plus grande, et c'est tant mieux pour les investisseurs, pour qui cela facilite la diversification. Ce mois-ci, nous étudions deux instruments prisés.

Un mot d'abord sur les obligations à rendement réel (ORR) du gouvernement du Canada, qui protègent contre l'inflation en indexant le capital et les intérêts sur l'indice des prix à la consommation.

En dépit de leur valeur indéniable pour la stratégie et la diversification, nous ne conseillons pas les ORR à l'heure actuelle. Elles nous semblent plutôt chères. À 30 ans, les ORR se négocient à 2.18% contre 4.97% pour les obligations classiques; le marché ORR intègre donc une inflation de 2.79%. Si la Banque du Canada a une fourchette de 1-3%, elle dit aussi clairement qu'elle vise 2%. Tôt ou tard, les ORR devraient baisser jusqu'à hauteur de l'inflation autour de 2%. Leur forte corrélation avec leurs cousines américaines, les TIPS, nous rend par ailleurs nerveux.

Le deuxième instrument, les titres de fiducies de revenu, a la cote auprès des investisseurs et des sociétés depuis quelques années. L'indice S&P/TSX des fiducies de revenu compte aujourd'hui pour 8% du S&P/TSX composé, qui représente le marché boursier classique. Cette proportion était de 4% il y a deux ans.

L'indice S&P/TSX des fiducies de revenu affiche un rendement total très intéressant de 10% à ce jour en 2004. Nous pensons cependant que cet exploit sera très difficile à réitérer en 2005 parce que les facteurs

fondamentaux du secteur s'annoncent ternes. D'abord, la performance de cette année provient surtout de la flambée des cours du pétrole. Or les fiducies du secteur de l'énergie forment 57% de l'indice susmentionné. Comme nous nous attendons à ce que le WTI baisse encore jusqu'à US\$35-40, on peut se demander comment les distributions pourraient se maintenir aux niveaux des derniers temps. De plus, les parts de toutes les fiducies écoperont de la hausse des taux d'intérêt, leurs distributions étant en concurrence directe avec les rendements obligataires à la hausse. La preuve a été amplement faite cette année que la hausse des taux obligataires plombe les titres des fiducies de revenu. Entre mars et juin, pendant que les obligations à 10 ans passaient de 4.17% à 5.05%, les fiducies de revenu ont reculé de 7%.

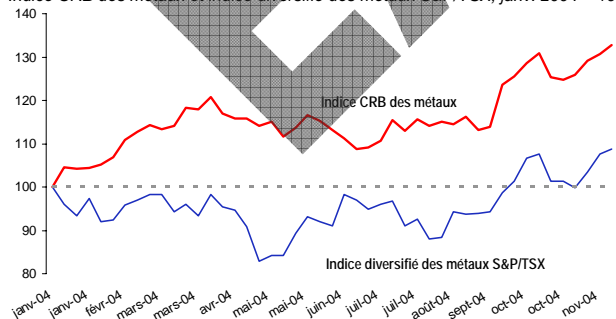
Rotation sectorielle

Comme notre perspective à court terme du marché boursier reste positive, notre répartition sectorielle demeure inchangée. Nous restons optimistes à l'égard du secteur des matériaux étant donné que l'essor des économies asiatiques devrait se poursuivre l'année prochaine. Nous voyons dans la récente hausse des taux d'intérêt en Chine un signe que ce pays est vraiment déterminé à garder son économie sous contrôle.

L'indice CRB des métaux a fait un bond de 32.5% depuis le début de l'année, mais cela ne s'est pas reflété dans l'indice diversifié des métaux du S&P/TSX, qui n'a gagné que 9%. Nous espérons que cette incongruité sera résolue en 2005.

Métaux : Divergence entre les prix des matières et des actions

Indice CRB des métaux et indice diversifié des métaux S&P/TSX, janv. 2004 = 100



Recherches économiques FBN, Bloomberg

Nous recommandons toujours de surpondérer les valeurs industrielles, pour lesquelles le pire est selon nous passé. Le reflux des prix du pétrole donnera à ce secteur un répit bien mérité. On s'attend par ailleurs à

une très forte croissance des bénéfiques dans ce segment (tableau ci-dessus). Les analystes prévoient un rebondissement, et nous partageons leur avis.

Nous recommandons encore d'éviter les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, comme ceux des sociétés de service public et du tabac. Leur corrélation avec les taux d'intérêt a toujours été négative et nous n'avons aucune raison de croire qu'elle a changé.

Prévisions FBN				
Canada				
		Actuel 19/11/04	Cible Déc - 2004	Cible Déc - 2005
Niveau de l'indice				
S&P/TSX		8959	8850	9500
Hypothèses				
Niveau:	Bénéfices *	421	520	600
	Dividendes	151	160	175
Bons du Trésor (91 jours)		2.66	2.55	3.20
Obligations 10 ans		4.52	4.67	5.27

* Avant éléments extraordinaires selon Thomson

Prévisions FBN				
États-Unis				
		Actuel 19/11/04	Cible Déc - 2004	Cible Déc - 2005
Niveau de l'indice				
S&P 500		1170	1175	1225
Hypothèses				
Niveau:	Bénéfices *	58.08	66	71
	Dividendes	20	22	23
Bons du Trésor (91 jours)		2.09	2.32	3.82
Obligations 10 ans		4.20	4.37	5.27

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

FBN Rotation sectorielle fondamentale décembre 2004

	Secteurs	S&P/TSX FBN		Industries		
		Poids	Poids	Surpondérer	Équipondérer	Sous-pondérer
Surpondérer	Matériaux	17.4%	20.0%	Or Métaux précieux Minières diversifiées Aluminium Acier Papiers et industrie du bois Produits chimiques		Matériaux de construction Emballage et conditionnement
	Consommation discrétionnaire	6.3%	9.0%	Grands magasins et autres Radiodiffusion et télévision câblée Films et divertissements Distribution spécialisée	Grossistes Hôtels, restaurants et loisirs Équipements et produits de loisirs Biens de consommation durables	Composants automobiles Édition Textile, habillement et produits de luxe
	Industrie	5.8%	9.0%	Services aux entreprises Machines Transport maritime Compagnies aériennes Transport routier et ferroviaire	Construction et ingénierie Sociétés commerciales et de distribution Industrie aérospatiale et défense Produits pour l'industrie du bâtiment Équipement électrique (*)	
Équipondérer	Énergie	18.3%	17.0%		Pétrolières intégrées Forage gazier et pétrolier Exploration et production de pétrole et gaz Équipements et services de forage	Raffinage, Commercialisation et Transport
	Technologies de l'information	6.7%	7.0%	Semiconducteurs Logiciels et services Conseils et services informatiques (*)	Internet, logiciels et services Équipements de communication Équipements électroniques	
	Santé	1.6%	2.0%	Équipements et services médicaux	Produits pharmaceutiques Biotechnologie	
	Finance	33.2%	28.7%	Services financiers diversifiés Assurance		Immobilier Banques
Sous-pondérer	Services aux collectivités	1.4%	1.0%			Services aux collectivités diversifiés Électricité Gaz
	Télécommunications	5.0%	3.0%		Services de télécommunication mobile	Services de télécommunication diversifiés
	Biens de consommation de base	4.4%	3.3%		Produits alimentaires	Tabac Boissons Distribution alimentaire et pharmacie
		100.0%	100.0%			