

Normalisation en vue – une déferlante de vaccins face à la troisième vague

APERÇU

Depuis leur creux de mars 2020, les marchés boursiers ont connu un rebond plus prononcé que la moyenne des redressements postérieurs aux marchés baissiers, mais semblable à celui qui a suivi la grande crise financière. Cette forte reprise des actions s'explique par un allègement significatif des politiques monétaires et budgétaires (et plus récemment par l'arrivée des vaccins). Nous en sommes cependant au premier stade d'un nouveau marché haussier, marqué par le passage de la phase d'espoir à une phase plus longue de croissance sur fond d'amorce d'une progression solide des bénéfices. La modification de la composition des politiques de soutien durant le cycle actuel laisse aussi entrevoir un possible point d'inflexion vers un contexte reflationniste. Ce changement de régime fera probablement monter encore les cours durant les mois qui viennent, en plus d'avoir des répercussions importantes sur la domination du marché.

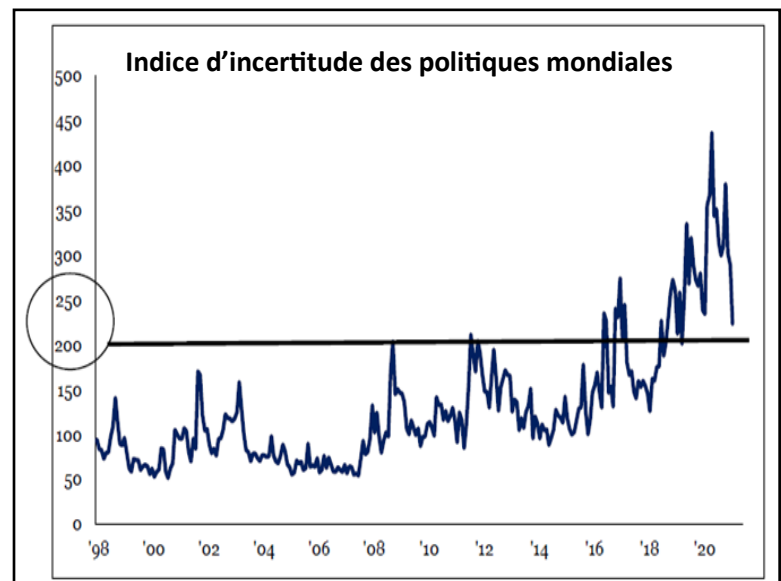
L'économie a sans doute amorcé son grand retour à la normale. L'épargne excédentaire entraîne une inflation dans toutes les catégories d'actifs, et pas seulement dans les actions, ainsi qu'une forte reprise de l'économie des biens et la création probable d'une demande potentielle (non mesurable) pour les services. Ces liquidités excédentaires finiront par être absorbées, mais la vigueur des bénéfices par action (BPA) sera plus durable! L'accélération du PIB devrait se traduire par une ascension des revenus et une progression encore plus forte des BPA, vu le levier d'exploitation. La hausse des taux d'intérêt et des prix du cuivre et du pétrole amplifie ce contexte favorable. La période 2021-2023 verra sans doute une augmentation marquée des BPA, mais une contraction des ratios C/B. Les rendements dépendront de la façon dont ces deux variables se contrebalanceront.

Les marchés s'éloignent lentement de l'idée selon laquelle l'inflation serait « morte ». Les indicateurs de l'inflation actuelle et future, comme les seuils de rentabilité, la capacité, les délais de livraison des fournisseurs et les enquêtes sur les prix, pointent tous vers le haut. De plus, l'offre monétaire est extrême, mais elle n'a pas encore eu d'effet inflationniste parce que la vitesse de circulation de la monnaie s'est effondrée. Cependant, cette situation va changer, particulièrement durant les prochains mois qui verront bondir l'inflation sur un an. Il devrait toutefois s'agir d'un phénomène temporaire qu'il ne faudra pas méprendre pour le début d'une nouvelle ère d'inflation élevée après la pandémie. Il est important de faire la distinction entre une brève poussée inflationniste provoquée par une hausse ponctuelle des prix et une accélération plus permanente causée par une augmentation plus générale des prix sur plusieurs années. Les revenus des ménages devraient augmenter dans la plupart des pays cette année, les travailleurs reprenant leurs activités à la faveur de l'allègement des restrictions. À cet égard, les perspectives sont particulièrement

reluisantes en Amérique du Nord. Même en Europe, le soutien gouvernemental ne sera réduit que progressivement et sera probablement prolongé si des restrictions devaient être maintenues. En 2020, les différences au niveau du taux de croissance du revenu réel des ménages ont dépendu en grande partie des différences au chapitre des transferts gouvernementaux. Ce devrait être également le cas cette année, puisque les transferts fiscaux ne seront pas les mêmes dans tous les pays développés.

Les entreprises non financières des marchés développés ayant amassé des montagnes de liquidités, leur bilan n'est pas aussi précaire qu'on l'avait craint. Les gouvernements ont empêché les bénéfices (dans leur ensemble du moins) de chuter autant qu'ils l'auraient fait compte tenu du choc subi par l'économie. À des degrés divers selon les pays, une combinaison de subventions salariales, d'allègements fiscaux, de congés hypothécaires, de moratoires sur les loyers et de mises à pied temporaires a réduit les coûts, tandis que des transferts fiscaux compensaient la baisse marquée des revenus d'exploitation. Les bénéfices ont tenu bon, et les investissements ont fortement diminué. Ensemble, cette résilience des bénéfices et cette accumulation de liquidités ont permis aux ratios de la dette nette de revenir à leur niveau d'avant la pandémie. Il appert que bien des craintes exprimées au sujet de l'endettement des sociétés étaient exagérées. En réalité, une fois les restrictions levées, l'épargne considérable des sociétés pourrait déjouer à la hausse les prévisions actuelles d'investissements en immobilisations.

L'INDICE D'INCERTITUDE DES POLITIQUES RESTE ÉLEVÉ DANS UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE, MAIS IL BAISSE RAPIDEMENT



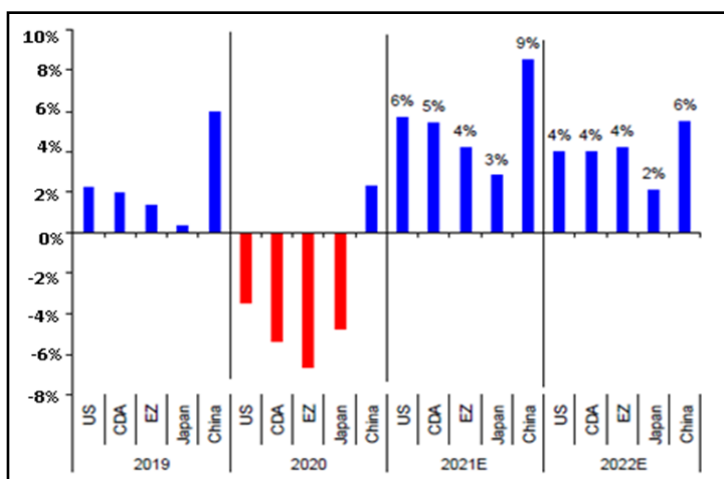
ÉTATS-UNIS

Bien que les derniers chiffres des biens durables se soient ajoutés aux données qui se sont détériorées sur un mois en février (du fait de perturbations liées à la météo), il nous apparaît très sûr de parier sur un essor de l'activité économique américaine cette année. En effet, il est fort probable que la croissance économique puisse facilement bondir à un niveau inégalé depuis longtemps, dopée par la solidité des bilans dans le secteur privé, la volonté de la Fed de laisser l'économie fonctionner à plein régime (sa seule cible de l'année est le plein emploi) et l'empressement du gouvernement de dépenser davantage. Dans un contexte de hausse de l'utilisation des capacités et de taux d'intérêt peu élevés, la reprise économique pourrait se prolonger à la faveur d'un véritable cycle d'investissements en immobilisations. Déjà, l'accélération de la vaccination et l'amélioration des attentes de redressement de l'économie stimulent les nouvelles commandes, d'où un allongement des délais de livraison. L'effet conjugué de mesures de relance budgétaire de 1 900 milliards de dollars et de l'injection d'une épargne supplémentaire de près de 1 300 milliards de dollars dans une économie de plus en plus « ouverte aux affaires » fait penser que les leviers d'exploitation sont en place pour une nouvelle accélération des revenus et des bénéfices des entreprises. Qui plus est, l'administration Biden travaille déjà à son prochain programme de dépenses de 3 000 milliards de dollars notamment voué aux infrastructures. Ce plan sera probablement présenté en pièces détachées. Le président Biden veut consacrer 4 000 milliards de dollars aux infrastructures physiques et sociales d'ici huit à dix ans, tout en percevant 3 000 milliards de dollars en impôt. Une analyse fine de ce plan laisse entrevoir un possible freinage fiscal net en 2022 et 2023, puisque les hausses d'impôt seront immédiates tandis que les dépenses seront échelonnées.

CANADA

Malgré une certaine surperformance récente, les actions canadiennes ont affiché de piètres résultats par rapport aux actions américaines durant la dernière décennie. Cependant, la dernière période de sous-performance aussi marquée du TSX a été immédiatement suivie d'un cycle de surperformance qui a duré de 2000 à 2010. De plus, les actions canadiennes devraient bénéficier particulièrement de l'expansion de l'économie mondiale, américaine et canadienne, qui devrait atteindre un rythme inédit

PIB MONDIAL – IMMINECE D'UNE PHASE DE FORTE EXPANSION (ESTIMATIONS CONSENSUELLES)



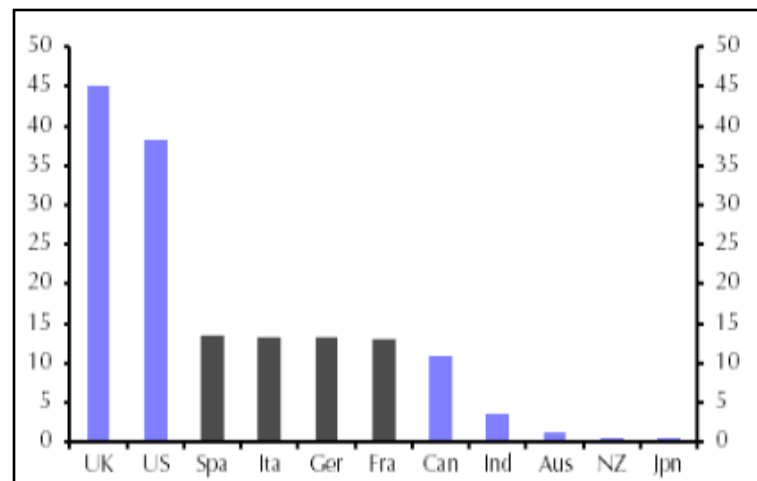
Sources: Stratégie de placement SBMM Banque Scotia, Bloomberg

depuis plusieurs années. Les fondements de cette croissance sont bien connus : liquidités excédentaires, immense soutien monétaire et budgétaire, atténuation du confinement et accélération de la vaccination. La dynamique des bénéfices fait penser que les bénéfices prévus des sociétés canadiennes augmenteront plus rapidement que ceux des sociétés américaines. Les planètes semblent s'aligner pour les banques et les sociétés financières non bancaires (32 % de l'indice). Ce secteur devrait profiter du fort rebond imminent de la progression du PIB, d'une activité immobilière et hypothécaire intense, de l'accroissement de la courbe des taux et du renforcement des marchés des capitaux. Les secteurs de l'énergie et des matériaux (pondération combinée de 24 %) devraient bénéficier du redressement du PIB mondial. Par ailleurs, maintenant que le programme de relance de 1 900 milliards de dollars a été adopté aux États-Unis, l'administration Biden peut se tourner vers une autre promesse de campagne, à savoir un programme d'infrastructures de plusieurs milliers de milliards de dollars. De nombreux pays vont emboîter le pas, ce qui stimulera la demande de tous les types de produits de base. Enfin, le paysage macroéconomique évoluant dans la bonne direction et le marché amorçant une rotation vers la valeur, les investisseurs canadiens et étrangers pourraient être sur le point de revenir sur le marché boursier canadien, après l'avoir fui pour trouver de meilleures occasions ailleurs au cours des dernières années (Scotia McLeod).

EUROPE

Un coup d'œil aux derniers sondages auprès des entreprises donne l'impression que l'économie de la zone euro est florissante. L'indice de confiance économique de la Commission européenne publié fin mars fait écho aux indices PMI (Purchasing Manager's Index) et reflète un renforcement de l'activité dans tous les secteurs et tous les pays jusqu'en mars. Cependant, la détérioration de la situation sanitaire a forcé de nombreux gouvernements (Allemagne, France et Italie incluses) à étendre les restrictions liées au virus. La lenteur de la vaccination n'est pas la seule source d'anxiété en Europe, où les décideurs s'inquiètent de plus en plus du gouffre qui se crée entre l'ampleur et le rythme des mesures de relance budgétaire aux États-Unis et dans la zone euro. Le dernier revers touche le programme de la prochaine génération de l'Union européenne (NGEU) qui contrevient peut-être aux traités de l'UE et à la constitution allemande. Des

VACCINATION TOTALE (PAR 100 HABITANTS)



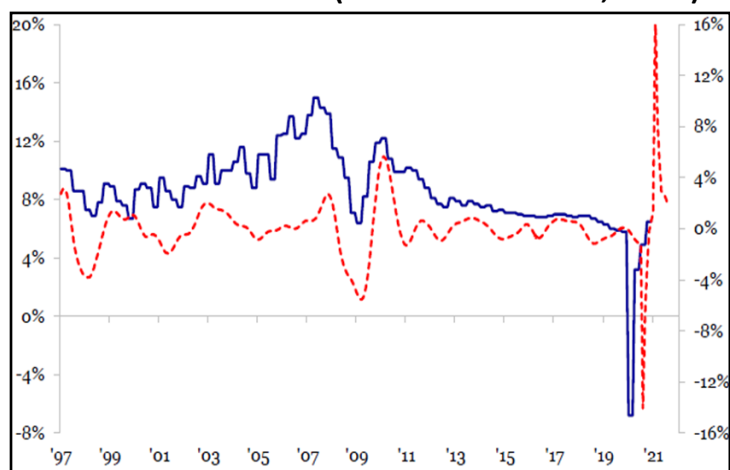
Source: Our World in Data

problèmes semblables ont retardé l'adoption des traités de Lisbonne et MSE (Mécanisme européen de stabilité) en 2009 et en 2012. De plus, en mars, l'énoncé de politique de la Banque centrale européenne (BCE) était plus conciliant que prévu par la majorité des analystes. Il indiquait notamment de façon explicite que le rythme des achats de la Banque allait fortement augmenter durant les mois qui viennent par rapport au début de l'année. De plus, la BCE allait « acheter de la flexibilité selon les conditions du marché pour éviter le resserrement des conditions financières ». Pendant ce temps, au Royaume-Uni, l'économiste en chef de la Banque d'Angleterre Andy Haldane a réitéré que son institution s'attendait à une reprise rapide de l'économie britannique après la pandémie. Il a expliqué que les gens voulaient désespérément revenir à la normale, en recommençant à travailler, à dépenser et à socialiser. Si cela se produit, les dépenses vont augmenter et il suffirait que les Britanniques dépensent une partie de leurs économies pour que le pays connaisse une reprise « endiablée ».

MARCHÉS EN DÉVELOPPEMENT

La Chine s'est remise plus rapidement de la pandémie que la plupart des autres pays. Cependant, malgré le retour apparent à la grande prospérité, les données combinées de janvier et février doivent être interprétées avec prudence puisqu'elles reflètent en partie les niveaux anémiques de 2020. Les données récentes de 2021 ont faibli, en parallèle avec le resserrement de la politique de la Banque populaire de Chine. La banque centrale avait prévenu depuis un certain temps que sa politique serait moins accommodante à mesure que l'économie reprenait son élan. Elle se préoccupait d'une intensification de la spéculation sur les marchés financiers et redoutait une nouvelle flambée des prix des logements. Un nouveau plan quinquennal a été déposé en mars. Il reprend de nombreux éléments des plans précédents, mais il comporte des changements peut-être rendus plus urgents par un contexte extérieur plus difficile. Sur le plan de l'économie et de l'innovation, le gouvernement a opté pour des cibles de PIB numérique annuelles plutôt que quinquennales, ce qui est signe de pragmatisme. Le plan prévoit des politiques de stimulation de la consommation tout en insistant sur la nécessité de stabiliser la part du secteur manufacturier dans le PIB. L'inflation est restée remarquablement faible dans les marchés en développement depuis l'irruption de la pandémie. Les taux de change des monnaies des pays émergents ont baissé au début de la crise, mais dans une

**CN PIB RÉEL (VAR. A/A %, À G.) C.
CN IEA VAR. 6 MOIS % (AVANCE DE 6 MOIS, À DR.)**



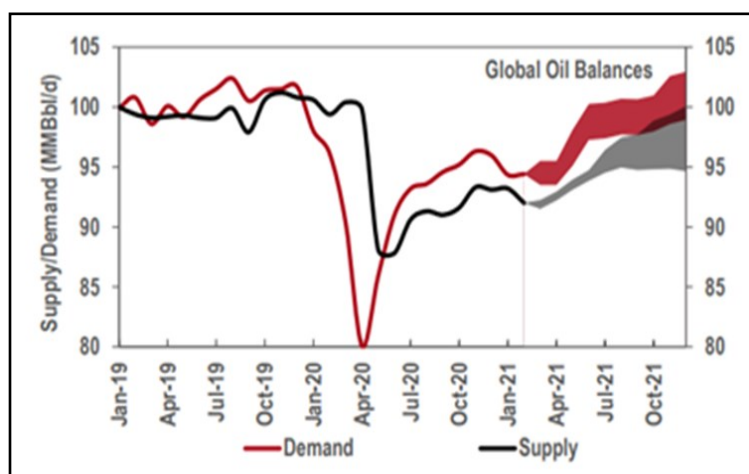
Source: Strategas

moindre mesure que lors des crises précédentes. Par ailleurs, les attentes d'inflation sont demeurées plus limitées en raison de la crédibilité accrue des décideurs des marchés en développement, et l'ouverture d'une importante capacité excédentaire à l'échelle de ces marchés a freiné les pressions inflationnistes sous-jacentes. Le Japon continue de se relever lentement du « grand confinement ». Les données récentes montrent que les échanges commerciaux, les commandes de machines et la production industrielle reviennent à leurs niveaux d'avant la pandémie.

PRODUITS DE BASE

En parallèle avec les premières annonces de vaccins et leur déploiement mondial subséquent, la reprise du secteur de l'énergie a été réconfortante. La baisse du dollar US, l'adoption d'une politique monétaire ultra-accommodante dans le monde et le respect des compressions de production de l'OPEP+ ont joué un rôle clé à cet égard. À court terme, on a craint que les prix soient allés trop loin, et le blocage du canal de Suez n'a pas aidé. Cependant, lors de leurs dernières réunions, les membres de l'OPEP+ ont annoncé qu'ils reprendraient le retrait progressif de leurs mesures, les Saoudiens mettant fin graduellement à leurs propres baisses de production unilatérales. La réaction positive à cette annonce témoigne de la capacité du marché d'absorber une quantité plus élevée de barils. Autre marque de confiance dans le marché, les Saoudiens ont relevé les prix du pétrole destiné à des régions où la demande est élevée en Asie. Pendant ce temps, les prix des produits de base ont grimpé à leur plus haut niveau en près de huit ans, dopés par l'immense appétit des investisseurs pour tous les produits, du pétrole au maïs. Les fonds de couverture se sont massivement engagés dans ce qui devient la plus grande gageure haussière sur cette catégorie d'actif en au moins une décennie. Les investisseurs parient collectivement que les mesures de relance des gouvernements et les taux d'intérêt proches de zéro alimenteront la demande, engendreront de l'inflation et feront encore baisser le dollar US alors que l'économie mondiale rebondit de la pandémie. Plusieurs experts pensent même que les produits de base ont amorcé un nouveau supercycle – c.-à-d. une longue période de prix nettement supérieurs à la tendance à long terme. Pour l'instant, toutefois, les entreprises restent bien placées pour prospérer dans ce contexte de prix plus élevés. Par ailleurs, la conjoncture demeurant favorable et les flux de trésorerie disponibles des sociétés augmentant, ce secteur pourrait connaître une expansion des multiples sur fond d'intérêt croissant des investisseurs.

OFFRE/DEMANDE (MMB/I)



Sources: Energy Aspects, Agence d'information sur l'énergie des États-Unis,

CIBC Marchés mondiaux Inc.

RECOMMANDATIONS

Malgré un début d'année assombri par les nouvelles éclosions du virus, les tremblements de terre, les tempêtes et les pénuries, nous tablons sur une reprise économique vigoureuse en 2021. Soutenue par le secteur manufacturier (les indices PMI demeurent positifs), la conjoncture mondiale paraît favorable dans l'attente de la réouverture du secteur des services. La campagne de vaccination bat son plein, ce qui devrait permettre la levée des restrictions (malgré la troisième vague) et la reprise de l'activité générale sur la plupart des marchés développés au deuxième semestre de 2021. Certains marchés en développement tireront de l'arrière, notamment en Amérique du Sud et en Afrique, mais la majorité des marchés en développement du reste du monde devraient profiter d'un allègement des restrictions (à mesure que les vaccins deviennent accessibles) avant la fin de l'année. La réouverture des économies s'ajoutant à l'abondance des mesures de relance et à la politique ultra-accommodante de la Fed, la croissance du PIB pourrait dépasser la plupart des prévisions. L'inflation augmentera dans le monde, mais sous l'effet de facteurs temporaires qu'il ne faudra pas confondre avec une hausse persistante alimentée par la demande. Dans un tel scénario, nous comptons profiter des replis du marché pour acheter des actions en vue de les surpondérer. Comme nous en sommes aux derniers stades du cycle économique, dans une optique de négociation et de gestion tactique, nous nous

concentrons surtout sur les secteurs de l'industrie, des matériaux, de l'énergie et de la finance. Des possibilités d'achat et de vente continueront de se présenter au sein de nos placements de base, et nous les exploiterons judicieusement. Un sentiment d'appréhension continue de hanter les marchés obligataires mondiaux. Après avoir baissé au début de mars, les taux des obligations d'État ont remonté, soutenus par la vaccination, les solides prévisions de croissance et une légère augmentation des taux d'inflation. Bien que les banques centrales continuent d'annoncer des taux d'intérêt à la baisse pour longtemps, les investisseurs obligataires ont commencé à escompter des taux plus élevés à l'avenir. Les taux obligataires canadiens à 10 ans ont plus que doublé durant le trimestre (l'une des progressions les plus rapides de l'histoire), mais ils restent bas dans une perspective historique et n'ont pas atteint un niveau qui pourrait menacer la croissance. Il est fort probable que les taux à 10 ans demeurent inférieurs à 2 % au moins jusqu'à la fin de l'année. Les placements obligataires souffrent évidemment de cette hausse des taux et peineront vraisemblablement jusqu'à la fin de l'année. Notre préférence pour les obligations de sociétés (ordinaires et convertibles), les actions privilégiées (particulièrement à taux révisable) et certaines actions à rendement élevé, ainsi qu'une durée inférieure à celle de l'indice de référence, ont contribué à améliorer le rendement de notre compartiment de titres à revenu fixe (positif depuis le début de l'année, alors que l'indice affiche un rendement négatif). Nous poursuivrons cette stratégie à l'avenir.

PRÉVISION POUR 2021

	COURANT 31-mars-20	FOURCHETTE 2021	FIN D'ANNÉE 2021
TAUX D'INTÉRÊT			
Banque du Canada, taux au jour le jour	0.250%	0.25%- 0.25%	0.25%
Taux des fonds fédéraux	0.090%	0.00%- 0.25%	0.25%
Canada - Obligations du Trésor à 10 ans	0.675%	0.67%- 2.00%	1.95%
États-Unis - Obligations du Trésor à 10 ans	0.916%	0.92%- 2.00%	2.10%
MATIÈRES DE BASE			
Or (USD/onçe)	\$1,707	\$1,600- \$1,950	\$1,850
Cuivre (USD/livre)	\$3.99	\$3.50- \$4.50	\$4.35
Pétrole (USD/baril)	\$59.32	\$48.00- \$68.00	\$62.00
MARCHÉS			
Indice composé S&P/TSX	18,700	17,300-20,000	19,700
Indice S&P 500	3,980	3,600- 4,200	4,050
DOLLAR CANADIEN/DOLLAR US	\$0.79	\$0.77- \$0.83	\$0.82

L'objectif principal recherché par la Société de gestion d'investissement Heward Inc. en publiant ce document est de fournir des renseignements récents sur la conjoncture des marchés financiers. Ces renseignements peuvent ne pas être assez détaillés pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions de placement complètement informées. Nous nous efforçons d'assurer la fidélité des renseignements présentés mais nous ne pouvons pas en garantir l'exactitude à la date à laquelle ils parviennent au lecteur, ni assurer qu'ils seront encore exacts par la suite. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces renseignements et sur notre jugement à la date des présentes ; nous pouvons les changer sans préavis. COPYRIGHT © 2021 de la Société de gestion d'investissement Heward Inc. La reproduction intégrale ou partielle de ces articles, sous quelque forme que ce soit, sans l'autorisation expresse écrite du titulaire des droits d'auteur, est interdite.

2115, rue de la Montagne, Montréal (Québec)
H3G 1Z8
tél : 514.985.5757
téléc : 1.800.567.5257
courriel : info@heward.com
www.heward.com



SOCIÉTÉ DE GESTION D'INVESTISSEMENT
HEWARD INC.