

Les incertitudes ne manquent jamais dans le paysage des placements, mais elles semblent actuellement plus nombreuses que d'habitude.

APERÇU

Depuis plus d'un mois maintenant, l'invasion russe en Ukraine est au cœur de toutes les préoccupations et conversations. Sur les marchés toutefois, il semble que le pire est passé et qu'on peut de nouveau prendre des risques sans danger, comme le montrent les actions américaines, dont les cours sont maintenant bien supérieurs à ce qu'ils étaient au début de l'invasion. Cependant, l'éventail d'issues possibles au conflit demeure incroyablement vaste, et les dommages économiques commencent seulement à se faire sentir. Par ailleurs, si les investisseurs font montre d'un certain optimisme, les dirigeants d'entreprises, eux, semblent beaucoup plus déprimés. Dans pareil contexte, deux raisons peuvent expliquer la remontée des actions. Ou bien le marché boursier voit quelque chose qui échappe à notre regard et qui le convainc d'une résolution favorable du conflit (et surtout du dénouement rapide des sanctions économiques qui l'accompagnent), ou bien il se redresse pour des motifs qui n'ont rien à voir avec l'Ukraine. La raison la plus évidente serait la volte-face chinoise vis-à-vis de la détente financière, bien qu'il semble prématuré d'en faire une source de reprise des actions américaines tant que nous ne serons pas beaucoup mieux renseignés sur l'évolution de la politique chinoise et la situation de la COVID dans ce pays.

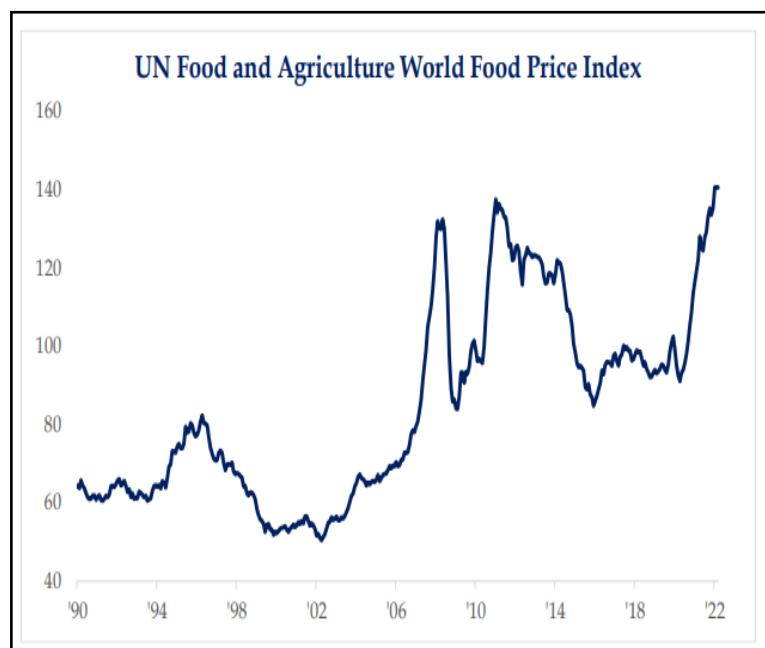
Les craintes de récessions sont légitimes, mais probablement exagérées. La crise en Ukraine s'ajoute au resserrement de la Fed, à la croissance négative des salaires réels, au recul de la confiance des consommateurs et à la décélération des bénéfices pour créer un cocktail de facteurs négatifs. Il s'agit là de problèmes bien réels, mais l'examen des données laisse entrevoir des perspectives à court terme moins défavorables qu'on le craint. Ainsi, le consensus des analystes (Crédit Suisse) prévoit une croissance de 3,6 % du PIB réel en 2022, contre une moyenne de 1,9 % sur 20 ans. La dernière lecture de l'indice Institute of Supply Management (ISM) manufacturier (bien qu'en baisse) va dans le même sens. Vu la vigueur de la croissance économique et de l'inflation, la politique de la Fed est beaucoup trop accommodante et le resterait même après sept relèvements des taux en 2022. La forte inflation et le prix élevé du pétrole posent problème, mais on prévoit que les deux vont diminuer à l'approche de 2023. En soi, la croissance négative des salaires réels devrait faire baisser les dépenses, mais la robustesse du marché de l'emploi et les effets de richesse contrebalancent cet obstacle et maintiennent le dynamisme des ventes au détail. Le fléchissement prévu de l'IPC aiderait aussi à atténuer cette pression. L'indice de confiance de l'Université du Michigan est faible, mais celui du Conference Board demeure ferme. La croissance des bénéfices reste attendue à 3 % cette année malgré la hausse du coût des intrants, alors que les cas de COVID chutent et que les restrictions sont assouplies. En

ce qui a trait à l'Ukraine, la poursuite des hostilités serait problématique, mais l'histoire montre que la volatilité des marchés induite par les conflits armés tend à se dissiper assez rapidement.

Il serait sans doute prudent de ne pas s'attendre de sitôt à une forte baisse des prix du pétrole. Les investisseurs attribuent la flambée actuelle des prix à la guerre russo-ukrainienne. C'est logique, puisque la Russie est le troisième producteur et le principal exportateur mondial de pétrole, de sorte que le refus de l'Occident de faire affaire avec ce pays va comprimer l'offre.

Cependant, une perspective plus large montre que les prix du pétrole montent en dents de scie depuis avril 2020. Comme tous les produits de base, le pétrole évolue par cycles : la hausse des prix fait augmenter la production jusqu'au moment où l'offre dépasse la demande, ce qui fait baisser les prix. Et on recommence! Cependant, cette fois-ci, la production n'augmente pas beaucoup. Dans le secteur américain de l'énergie, presque toutes les entreprises ont reconnu la nécessité de limiter leurs dépenses en capital, et les petites hausses de production semblent être le nouveau paradigme. Les dirigeants des sociétés énergétiques ne vont pas casser la baraque, d'autant plus que les politiques anticombustibles fossiles de l'administration Biden font planer une menace réglementaire sur le secteur.

L'INDICE MONDIAL DES PRIX DES PRODUITS ALIMENTAIRES A DÉJÀ ATTEINT UN SOMMET HISTORIQUE



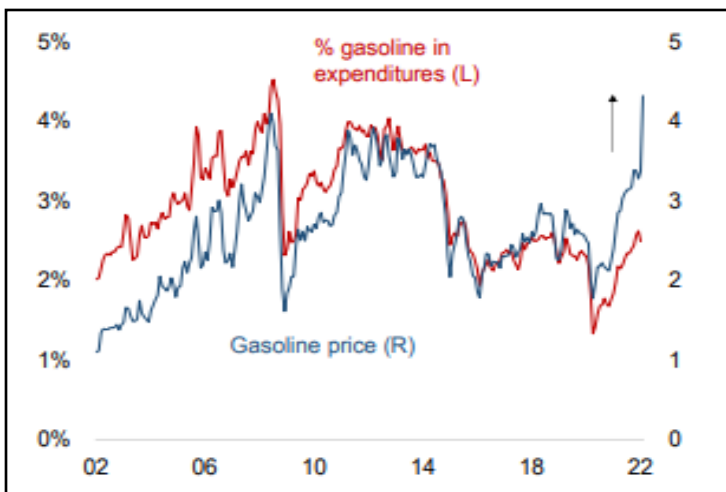
ÉTATS-UNIS

Geste largement attendu, la Réserve fédérale a relevé son taux d'intérêt directeur de 25 pb. Cependant, elle a fortement durci le ton de ses indications prospectives et laissé entrevoir six autres hausses de taux cette année. Le procès-verbal de la réunion de son comité de politique monétaire révèle également une importante révision à la hausse des prévisions d'inflation, renforçant ainsi la crédibilité de l'institution. La Fed tente d'ouvrir un chemin vers un ralentissement sans récession, mais l'économie privée et la conjoncture internationale joueront un rôle déterminant dans la réussite de cette tentative. Par exemple, les consommateurs sont généralement beaucoup plus riches qu'avant la pandémie, du fait d'une épargne excédentaire dans laquelle même les personnes à faible revenu n'ont pas encore commencé à puiser. Jusqu'à maintenant, ceci a freiné toute « destruction de la demande », comme le confirment les données de Raymond James sur les sociétés aériennes, les constructeurs d'habitation, les restaurants, Walmart et autres. Dans une perspective descendante, la demande devrait légèrement diminuer au cours des prochains mois, mais il ne paraît pas logique de s'attendre à un ralentissement marqué vu les liquidités des ménages, les hausses de salaire, la création d'emplois et l'abondance des offres d'emploi. Parallèlement, on a assisté ces dernières semaines à un virage spectaculaire de la rhétorique politique qui, sans abandonner la priorité d'accélérer la décarbonisation, insiste désormais sur la sécurité énergétique et la hausse du coût de l'énergie pour les entreprises et les consommateurs. Sur le plan positif, l'inflation renforce la croissance des revenus des États américains, qui se sont inscrits en hausse de 26 % sur un an et ont atteint un sommet historique en janvier. De plus en plus d'États réagissent à la poussée inflationniste en proposant des baisses de taxes sur l'essence et l'épicerie.

CANADA

Au Canada, la création d'emplois a bondi en février, sur fond d'amorce de levée des restrictions liées à la pandémie. Les 336 000 nouveaux emplois ont surtout été créés par le secteur privé, dans un grand nombre de secteurs et régions du pays. La progression de l'emploi et la difficulté de recruter des travailleurs ont propulsé les attentes de croissance des salaires des entreprises à un sommet historique dans l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada. Les salaires

IMPACT SUR LES PRIX À LA POMPE – PRIX DE L'ESSENCE ET DÉPENSES AUX É.-U.



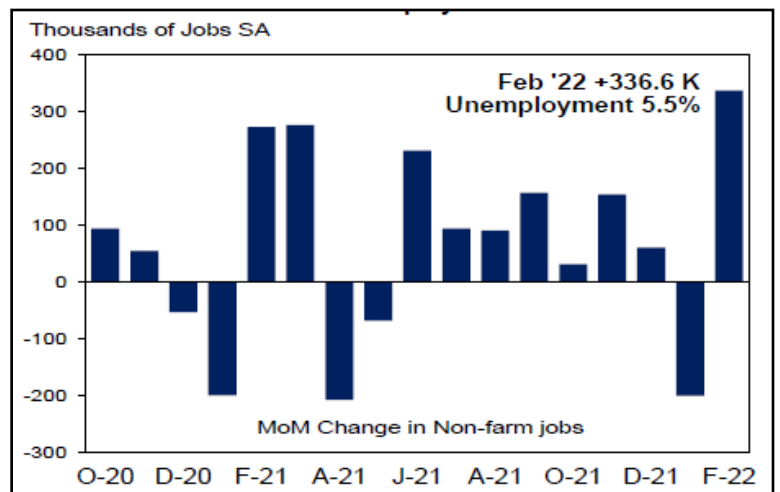
Source: Numera Analytics

pourraient donc augmenter beaucoup plus qu'avant la pandémie cette année. Rien ne laissant encore présager un rebond de l'accroissement de la productivité, une aussi forte progression des salaires fait clairement peser un risque à la hausse sur la majorité des prévisions d'inflation. Le Canada continue de connaître la plus forte croissance du G7, dynamisée par l'arrivée de nombreux immigrants. Cette situation explique notamment la contribution marquée du secteur de l'habitation au rebond économique qui a suivi la récession induite par la pandémie. On se demande maintenant si le resserrement de la politique de la Banque du Canada va ralentir ce secteur. Par ailleurs, les dernières données du trafic aéroportuaire confirment que l'économie se normalise. Le trafic intérieur a vigoureusement repris et, en janvier, on a enregistré le plus grand nombre de vols internationaux depuis le début de la pandémie. Par contre, malgré la perturbation de l'offre énergétique mondiale fragile, le Canada ne peut accroître fortement sa production pétrolière et gazière. Le pays manque de nouvelle capacité d'exportation pipelinère et les producteurs ont réduit leurs dépenses en capital ces dernières années, préférant affecter leurs rentrées de fonds à la réduction de leur dette et à l'augmentation de leurs dividendes et rachats d'actions.

EUROPE

La guerre en Ukraine a renversé le statu quo confortable qui prévalait en Europe depuis la chute du mur de Berlin. Fini le temps où l'on pouvait sans cesse réduire les budgets militaires et importer de l'énergie bon marché d'une Russie non démocratique. On peut affirmer sans exagérer que l'invasion de l'Ukraine par la Russie fait l'effet d'un réveil brutal aux conséquences graves. Premièrement, l'Europe doit affronter une crise humanitaire et relever le défi à court terme d'accueillir l'afflux des réfugiés ukrainiens. Ensuite, le continent se trouve plongé dans l'une des pires crises énergétiques de son histoire. Les prix de gros ont presque quadruplé par rapport à ce qu'ils étaient au début de la pandémie de coronavirus. Les gouvernements doivent prendre des mesures d'urgence pour aider les particuliers et les industries à ne pas crouler sous le poids des factures. Après un mois à peine, la guerre paralyse des usines à la grandeur de l'Italie, où plus de 25 000 travailleurs souffrent déjà des retombées économiques des combats, d'après le syndicat Fim-Cisl. La ville ukrainienne de Mariupol était un important fournisseur de plaques métalliques pour l'industrie sidérurgique, dont les entrepôts pourraient être

MARCHÉ DE L'EMPLOI CANADIEN



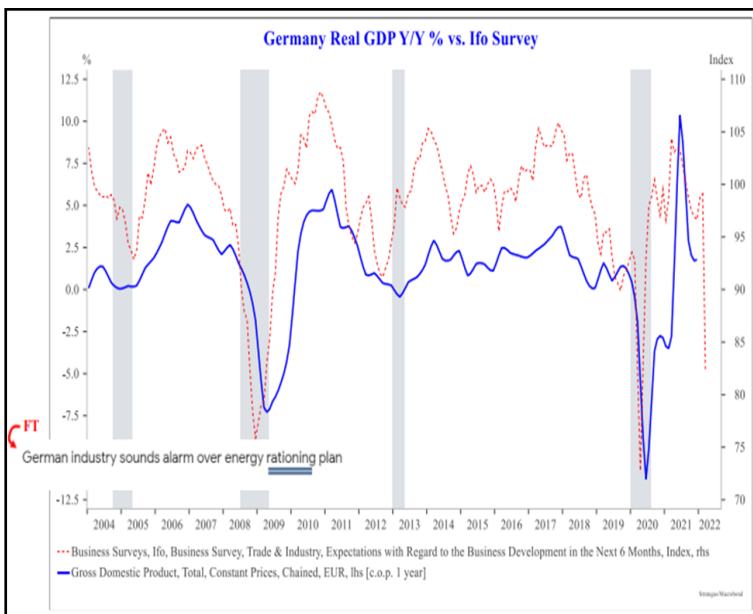
Source: Statistique Canada

vides au milieu du printemps. Des perturbations semblables sont enregistrées partout en Europe, alors que la guerre s'ajoute à la vague de COVID-19 en Chine pour bousculer de nouveau les chaînes d'approvisionnement mondiales. Pendant ce temps, au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur pour la troisième fois en autant de réunions de politique monétaire. Voilà un signe de plus que, dans bien des parties du monde, les banques centrales veulent davantage s'attaquer à l'inflation qu'au ralentissement de la croissance, alors que les pays se préparent aux impacts négatifs de la guerre russo-ukrainienne.

MARCHÉS EN DÉVELOPPEMENT

La Chine s'est préparée à affronter une détérioration des conditions financières et économiques mondiales au moins jusqu'à la fin du premier semestre de 2022. Elle a assoupli sa politique monétaire et s'est dotée de nouveaux outils budgétaires sous forme d'avantages fiscaux et autres, constituant ainsi une réserve substantielle permettant aux administrations locales d'investir dans les infrastructures. Parallèlement, en ce qui a trait aux marchés émergents, les investisseurs doivent commencer à envisager la probabilité d'un essoufflement imminent de l'essor de tous les titres liés aux produits de base, alors que la destruction de la demande s'installe. Toute nouvelle hausse des prix des produits de base sera plus nuisible qu'utile à un nombre grandissant de pays émergents. Les importateurs nets comme l'Inde et la Corée du Sud signalent déjà une détérioration de leur balance commerciale. De plus, le resserrement de la politique monétaire va poser un problème croissant. Par ailleurs, l'alimentation et l'énergie représentent habituellement entre le quart et la moitié de l'inflation des prix à la consommation dans les pays émergents. Par conséquent, la perturbation de l'offre énergétique et des exportations de blé et d'engrais de Russie et d'Ukraine aura une incidence démesurée sur l'inflation dans ces pays. On s'inquiète également au Japon, où les décideurs monétaires privilégient depuis longtemps un yen faible, qui accroît les bénéfices des sociétés japonaises vendant à l'étranger et augmente le coût en yens de l'énergie et des matières premières importées, coup de

PIB RÉEL DE L'ALLEMAGNE EN GLISSEMENT ANNUEL (%) PAR RAPPORT AU SONDAGE DE L'IFO



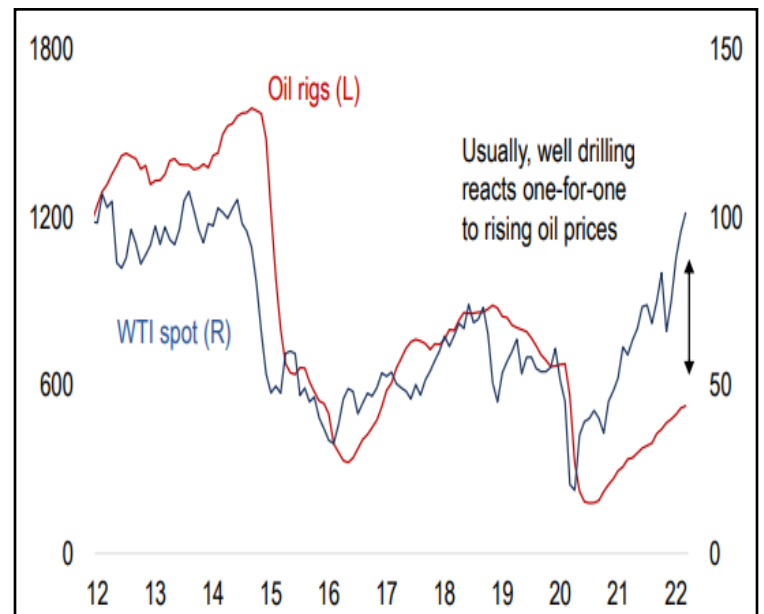
Source: Strategas

pouce utile à l'inflation intérieure dans une économie qui peine à éviter la déflation. Cependant, maintenant que le yen a perdu 5,5 % en un mois et que le prix du pétrole bondit en dollars US, les décideurs japonais commencent à laisser entendre qu'une baisse beaucoup plus marquée de la monnaie (et l'inflation importée qui l'accompagne) pourrait devenir excessive.

PRODUITS DE BASE

Malgré la volatilité historique des dernières semaines, le pétrole bénéficie de la conjoncture fondamentale la plus haussière des dernières décennies. Il sera difficile de rétablir les faibles stocks mondiaux de pétrole brut et de produits raffinés sans une hausse significative des prix (les prix élevés sont le remède aux prix élevés). Le prix du gaz naturel a également atteint un plus haut historique en Europe. On assiste à des achats physiques féroces de barils marginaux à l'échelle mondiale, comme en témoignent les sommets pluridécennaux des différentiels du pétrole brut physique de la mer du Nord et de l'Afrique occidentale. Les prix ont monté malgré que les membres de l'OPEP aient convenu d'augmenter leurs expéditions de 400 000 barils par jour, comme ils l'avaient fait les mois précédents, et que les membres de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) aient accepté début mars de libérer 60 millions de barils de leurs réserves de brut. Ces décisions n'ont pas réussi à freiner une hausse des prix amorcée avant même que la Russie envahisse l'Ukraine. Par contre, de nouvelles éclosions de COVID (notamment en Chine) pourraient inspirer de fortes craintes sur le marché du pétrole. Par ailleurs, l'Ukraine nourrit une grande partie du monde, et tout particulièrement le Moyen-Orient et l'Égypte. Or, qui cultive actuellement du blé dans ce pays et comment peut-on l'exporter de ports assiégés? L'incapacité de cultiver et de transporter le blé ukrainien et les sanctions commerciales visant la Russie pourraient réduire de 30 % les exportations mondiales de blé. Enfin, ces dernières semaines, l'or et les métaux précieux ont suivi le mouvement haussier des taux obligataires, signe que le paysage des placements a changé. Le marché des titres à revenu fixe et celui de l'or envoient le même message, la déflation n'est plus la principale menace qui pèse sur les portefeuilles.

É.-U. : APPAREILS DE FORAGE PÉTROLIERS EN ACTIVITÉ ET PRIX AU COMPTANT DU PÉTROLE WTI NOMBRE D'APPAREILS DE FORAGE ET \$ US/BARIL



Source: Numera Analytics

RECOMMANDATIONS

Entre le connu et l'inconnu, le monde offre un spectacle confus actuellement dominé par le conflit russo-ukrainien. Dans un paysage économique mondial hanté par le spectre de la stagflation, les banques centrales font face à un dilemme : doivent-elles soutenir une croissance chancelante ou lutter contre une inflation galopante? Pour l'heure, elles sont nombreuses à prendre l'inflation à bras le corps, mais elles sont forcées de naviguer à vue dans un environnement que les modèles économiques du passé permettent difficilement de baliser. Nous pourrions aussi être à la veille de ce qui restera dans l'histoire comme le changement le plus important à survenir sur les marchés financiers en plus d'une décennie, la fin des assouplissements quantitatifs. Dans une telle conjoncture, où on ne peut plus compter sur le fait que le coût du capital va rester négatif indéfiniment (en chiffres réels), la valorisation prend toute son importance. Tout en restant attentifs à la façon dont le marché interprète et escompte ces événements, et compte tenu des niveaux d'incertitude actuels, nous avons opté pour une pondération en actions légèrement inférieure au niveau neutre. Nous avons opéré cette réduction par des prises de bénéfices dans le secteur des matériaux et par l'élagage de nos positions fortement surpondérées dans le secteur de l'énergie. Nous prévoyons toutefois ramener notre pondération en actions au-dessus du niveau neutre lorsque les nuages qui planent sur le marché se dissiperont. Nous nous concentrons sur ce que nous

pouvons analyser (bénéfices et flux de trésorerie), notamment en tâchant de repérer les sociétés capables de continuer d'afficher une croissance à prix raisonnable. Nous nous concentrons aussi sur les dividendes et sur les sociétés capables d'accroître leurs dividendes, puisque les rendements en dividendes pourraient désormais représenter une grande part des rendements globaux. Parallèlement, la guerre en Ukraine, une croissance économique relativement vigoureuse, la flambée des prix des produits de base et le durcissement du ton des banques centrales (face à l'inflation) ont fait bondir les taux d'intérêt à moyen et à long terme. Par conséquent, les obligations ont connu un des pires trimestres de leur histoire, leur indice de référence plongeant d'environ 7,00 %. Notre stratégie de titres à revenu fixe privilégiant les obligations de sociétés à rendement élevé/à court terme, nous avons obtenu un rendement nettement supérieur à celui de l'indice. Le trimestre a également été plus difficile pour les actions privilégiées, plombées par le creusement des écarts, tandis que notre compartiment réduit d'actions ordinaires a pratiquement fait du surplace. Dans l'ensemble, l'apport de nos placements à revenu fixe a été légèrement négatif. Bien qu'une pression haussière risque encore de s'exercer sur les taux d'intérêt, nous croyons que les taux obligataires vont évoluer de façon progressive. Il faut s'attendre à ce que cette situation ait une incidence positive sur le rendement futur, puisque la brutalité du dégageant laisse entrevoir un certain rebond, créant une occasion d'investir.

PRÉVISION POUR 2022

	COURANT 31-mars-2022	FOURCHETTE 2022	FIN D'ANNÉE 2022
TAUX D'INTÉRÊT			
Banque du Canada, taux au jour le jour	0.50%	0.25%- 1.75%	1.75%
Taux des fonds fédéraux	0.33%	0.12%- 1.75%	1.75%
Canada - Obligations du Trésor à 10 ans	2.404%	1.43%- 3.00%	2.95%
États-Unis - Obligations du Trésor à 10 ans	2.331%	1.61%- 3.00%	2.95%
MATIÈRES DE BASE			
Or (USD/once)	\$1,936	\$1,790- \$2,100	\$1,975
Cuivre (USD/livre)	\$4.73	\$4.35- \$4.93	\$4.50
Pétrole (USD/baril)	\$100.73	\$74.00- \$127.00	\$85.00
MARCHÉS			
Indice composé S&P/TSX	21,890	20,242– 23,300	22,700
Indice S&P 500	4,554	4,175– 4,850	4,700
DOLLAR CANADIEN/DOLLAR US	\$0.80	\$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 © 2022 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
télé : 1.800.567.5257
courriel : info@heward.com
www.heward.com



SOCIÉTÉ DE GESTION D'INVESTISSEMENT
HEWARD INC.