

Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

Virus, vaccin... inflation ?

Par Sébastien Mc Mahon, M. Sc. écon., PRM, CFA

Gestionnaire de portefeuilles sénior, Fonds diversifiés et Économiste Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.

La moitié de l'année 2021 est derrière nous et les perspectives économiques se clarifient de mois en mois.

Qui aurait cru il y a à peine un an que les deux tiers de la population canadienne auraient reçu au moins une dose de vaccin au 30 juin 2021, et qu'on s'inquiéterait déjà d'une surchauffe de l'économie ? Et bien nous y voici : après le virus puis ensuite le vaccin, l'inflation pointe déjà le bout de son nez !

Bien que nous n'envisageons pas la probabilité de revivre des épisodes inflationnistes tels que ceux vécus durant les années 1970 ou 1980, il est de plus en plus évident que l'inflation évoluera au-dessus des cibles des banques centrales au cours des prochaines années, et qu'elle pourrait même dépasser les 4 % au cours des trimestres à venir. La plupart des banques centrales adopteront vraisemblablement une posture prudente à court terme, histoire de ne pas couper le vent dans les voiles de l'économie mondiale, mais elles devront faire preuve de beaucoup de doigté au cours des prochaines années afin d'assurer un atterrissage en douceur.

Les gouvernements de la planète devront également se pencher sur la gestion de leurs finances publiques. Plus d'un an après le déclenchement de la pandémie de COVID-19, les déficits gouvernementaux demeurent généreux, les ratios de dette au PIB sont élevés et ne font pas encore mention de plans de retour à l'équilibre budgétaire. Avec des taux d'intérêt aussi bas qu'à l'heure actuelle, l'urgence de restreindre les dépenses ne se fait pas ressentir, certes, mais le moment viendra où les politiciens devront mettre fin aux programmes spéciaux tout en évitant de créer un vide.

Une chose semble poindre à l'horizon : le cycle économique actuel risque d'être plus court que les deux cycles précédents qui ont duré environ dix ans chacun. L'économie américaine retournera vraisemblablement à son plein potentiel d'ici la fin de 2021, et l'économie canadienne l'atteindra vers la mi-2022 selon la Banque du Canada, faisant en sorte que nous entrerons rapidement dans la phase mature du cycle économique. Combien de temps durera-t-il ? C'est une excellente question !

Monde — déjà à la vitesse maximale ?

L'économie mondiale continue de rebondir avec panache pour sortir de cette récession, épaulée par d'imposants stimulus fiscaux et monétaires. Les plus récentes prévisions de l'OCDE annonçaient une croissance de l'économie globale de 5,8 % en 2021, une forte révision à la hausse comparativement aux 4,2 % prévus en décembre dernier. La prévision pour 2022 se chiffre à l'heure actuelle à 4,4 % pour le monde, menée par l'Inde et la Chine.

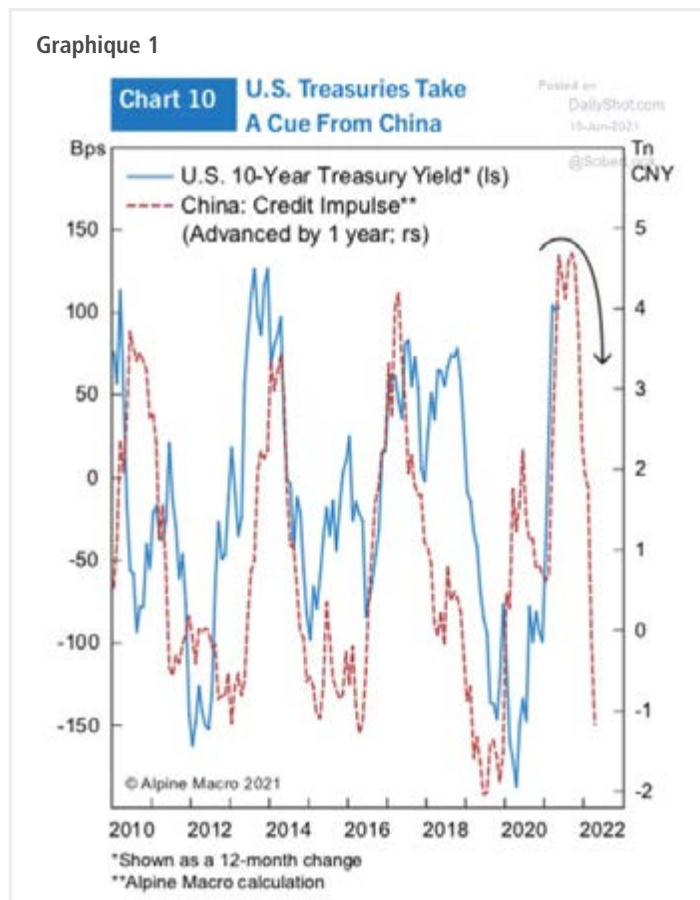
L'OCDE se dit optimiste, mais tout de même inquiète du caractère inégal de cette reprise économique, principalement parce qu'elle est rendue possible par la distribution de vaccins contre la COVID-19, favorisant encore une fois les pays développés au détriment des pays émergents. Bien qu'une résurgence du nombre de cas dans certaines régions du monde demeure un facteur de risque, le plus important étant la possibilité latente de l'éclosion d'un nouveau variant résistant aux vaccins connus, qui mènerait de nouveau vers un mouvement de fermeture de l'économie mondiale.

La balance des risques reste tout de même positive alors que nous sommes déjà rendus au milieu de l'année 2021. Les indices des responsables des achats

(indices PMI) envoient encore des signaux témoignant d'une reprise forte et bien ancrée, mais il y a matière à penser que le rythme de croissance économique a déjà atteint son sommet. Nous anticipons un ralentissement progressif de l'allure des principaux indicateurs liés à la croissance économique, qui nous mènera à un rythme plus « normal » en cours de 2022.

La Chine demeure comme toujours sous les projecteurs. Certains observateurs s'inquiètent du fait qu'elle s'attaque déjà à restreindre son cycle de crédit, un indicateur économique clé qui affiche historiquement une forte corrélation avec la santé de l'économie mondiale et, incidemment, l'évolution des taux d'intérêt (graphique 1).

Graphique 1



En fait, la forte impulsion économique à la sortie de la pandémie a poussé à la hausse les prix du cuivre, du nickel et de plusieurs autres métaux, tout comme celui du bois d'œuvre, menant à des comportements spéculatifs chez certains producteurs. Afin d'éviter la formation de bulles spéculatives, les autorités chinoises travaillent présentement à restreindre l'inflation qui émerge dans les prix des matières premières et qui se reflète dans les indices de prix aux producteurs.

Un ralentissement de l'économie chinoise créerait un vent de face au cycle économique mondial, mais nous voyons plutôt l'exercice en cours comme en étant un de gestion des risques. Nous serions donc étonnés de voir les autorités chinoises freiner volontairement les perspectives de croissance, et voyons toujours la Chine comme étant bien en bonne position pour contribuer à la prochaine phase du cycle économique mondial.

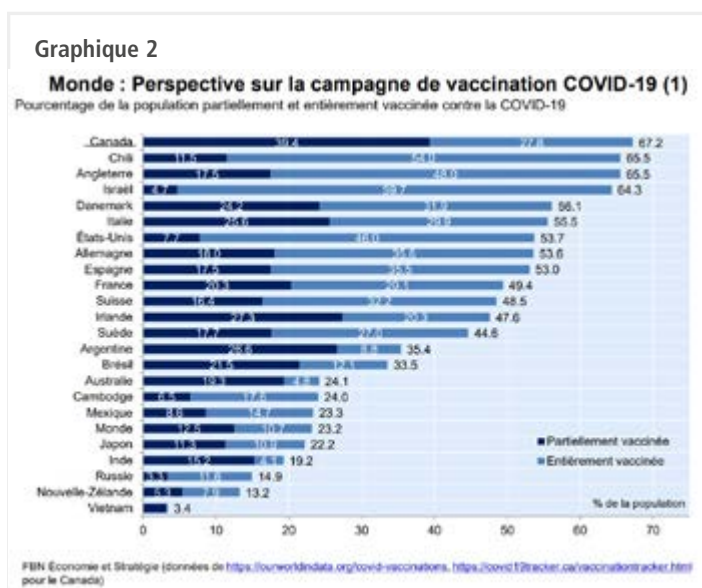
Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

Europe — la vaccination passe en deuxième vitesse

Le vieux continent a accumulé les bonnes nouvelles au second trimestre de 2021.

L'accélération de la campagne de vaccination a été fulgurante depuis le début du mois d'avril, propulsant l'Italie, la France et l'Allemagne vers le peloton de tête parmi les pays avec la plus forte proportion de sa population vaccinée. En fin de trimestre, environ 50 % de la population de ces trois pays avait reçu au moins une dose du vaccin, contre à peine 10 % à la fin mars (graphique 2).



Devant cette anticipation d'un retour plus rapide à la normale, la Banque centrale européenne (la BCE) a révisé encore une fois à la hausse ses attentes envers la croissance économique en zone euro. Alors qu'elle anticipait une croissance réelle du PIB de respectivement 4,0 % et 4,1 % en 2021 et 2022, ces attentes sont passées en juin à 4,6 % et 4,7 %, ce qui dépasse aisément le record de 3,8 % enregistré en 2000.

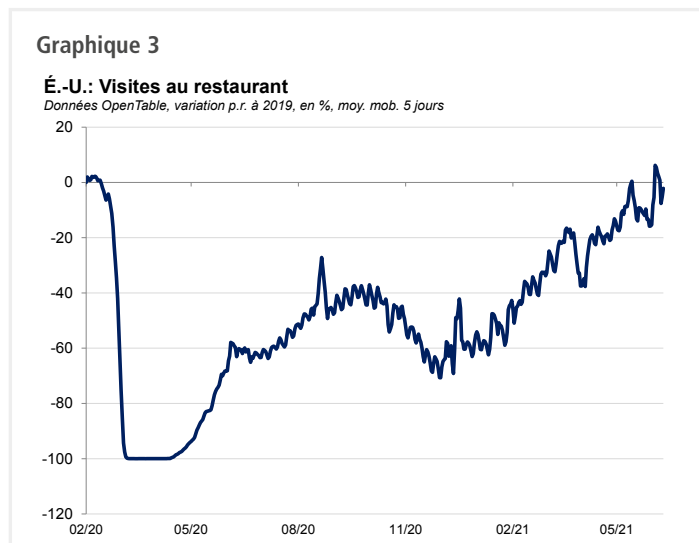
Malgré ces attentes optimistes, la BCE ne s'attend pas à ce que l'Europe soit victime de pressions inflationnistes, comme c'est le cas aux États-Unis. En fait, son pronostic pour l'inflation totale en zone euro est d'à peine 1,9 % en 2021 et 1,5 % en 2022, soit sous la cible de 2 %.

C'est d'ailleurs en raison de cette vue du comité décideur que la BCE maintient encore en place son programme d'assouplissement quantitatif, et tarde à annoncer la piste d'atterrissage de sa politique monétaire. Si on se fie à l'épisode de la décennie précédente, la BCE fera probablement encore une fois preuve d'une grande prudence avant de retirer de la liquidité des marchés en zone euro. Certains observateurs de la Banque s'attendent à ce qu'une diminution progressive de ses achats de titres sur les marchés financiers pourrait commencer quelque part en automne. Cet été, les yeux des investisseurs seront donc rivés vers la BCE en attente de signaux.

Entretemps, les données économiques démontrent que l'Europe est en phase d'accélération post-confinement. Les succès récents de la campagne de vaccination permettent une réouverture ordonnée, souriante autant au secteur manufacturier qu'à celui des services. Après quelques faux départs depuis l'automne dernier, nous plaçons maintenant l'Europe en tête de liste des endroits où investir au cours de la prochaine année.

États-Unis — pleins feux sur l'inflation

La réouverture de l'économie se passe très bien chez nos voisins du Sud ! Les données à haute fréquence sur les réservations aux restaurants (graphique 3), les visites dans les hôtels et les casinos, ainsi que les kilomètres parcourus sur les autoroutes américaines indiquent que les déplacements et les sorties dépassent déjà les niveaux de 2019. Qui aurait imaginé en mars 2020 que nous en serions déjà là en juin 2021 ?



Au-delà de ces excellentes nouvelles, on doit être prudent avant de proclamer haut et fort que nous sommes près du retour à la normale. La pandémie de COVID-19 a tout de même créé de profonds changements qui, du moins à court terme, auront des impacts profonds sur la reprise économique en cours.

En effet, même si les Américains ont regagné leur mobilité, nous remarquons en fin de trimestre que le retour au travail dans les centres-villes ne reflète pas les progrès effectués dans les autres données à haute fréquence. Selon les données de la firme Kastle, responsable de la sécurité d'édifices de bureaux, en juin, seulement 31 % des employés étaient de retour physiquement au bureau dans les grands centres urbains. Ce constat a son importance puisque la vitalité des centres-villes a un impact majeur sur la vigueur économique nationale, et qu'un grand nombre de petites entreprises, comme les restaurants par exemple, dépendent de l'affluence de travailleurs dans les grands centres.

Les médias font même état de travailleurs qui préfèrent maintenant démissionner de leur emploi actuel plutôt que de retourner physiquement au travail, préférant se trouver un autre emploi qui permettra le travail à distance. Les travailleurs ont pris de nouvelles habitudes au cours de la dernière année, et il faudra probablement plus de temps qu'escompté pour observer un retour du balancier.

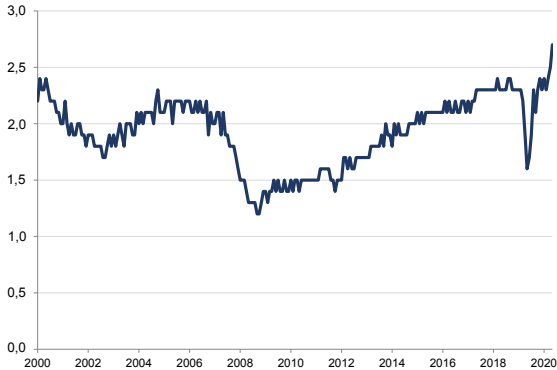
Ce phénomène s'observe dans deux indicateurs économiques liés au marché du travail. D'abord, la proportion des employés qui quittent volontairement leur emploi sans avoir été congédiés, a récemment bondi de 2,7 %, un sommet historique depuis la création de cette mesure il y a vingt ans (graphique 4). Ensuite, nous remarquons que la proportion de la population américaine se disant être à la retraite a bondi significativement depuis mars 2020, passant de 18,6 % à près de 19,5 %, illustrant qu'une portion importante des personnes âgées préfèrent ne pas retourner au travail dans un contexte post-COVID (graphique 5).

Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

Graphique 4

É.-U.: Taux de démission
Départs volontaires, % de l'emploi total



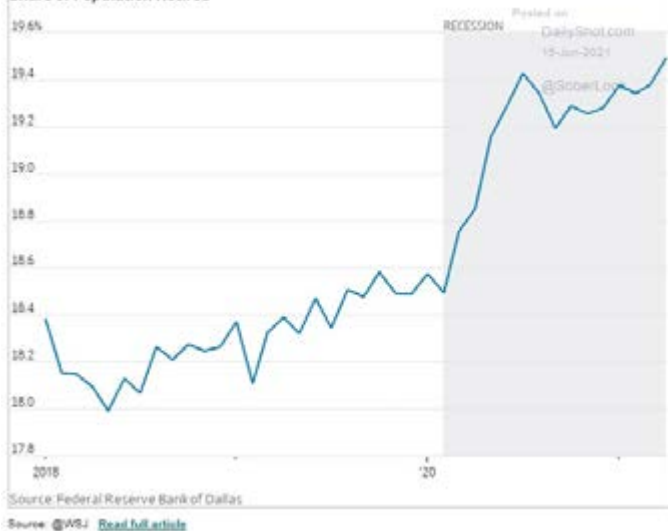
L'accumulation de programmes généreux d'assurance-emploi et de transferts directs aux ménages a poussé le revenu disponible des Américains à des niveaux jusqu'à 20 % supérieurs à l'avant-COVID, et le taux d'épargne à un record historique. Il en résulte que les ventes au détail fracassent des records, autant en termes de dollars dépensés que de taux de croissance annualisés, et qu'on peut s'attendre à ce que les dépenses de consommation agissent comme vent de dos pendant encore quelques années, à mesure que les ménages réduiront leur taux d'épargne.

Les entreprises envoient aussi des signaux positifs pour la suite des choses : les intentions d'investissement sont élevées, la confiance des PDG l'est également, et les intentions d'embauche battent des records.

Le marché du travail envoie cependant des signaux évoquant un fort déséquilibre entre l'offre et la demande de main-d'œuvre. Les entreprises affichent en effet un nombre record de postes à combler, mais ont de la difficulté à trouver de la main-d'œuvre qualifiée pour répondre à leurs besoins (graphiques 6 et 7). On remarque ce phénomène autant dans le secteur des services que dans le secteur manufacturier, ce qui nous laisse penser que le problème est passablement complexe.

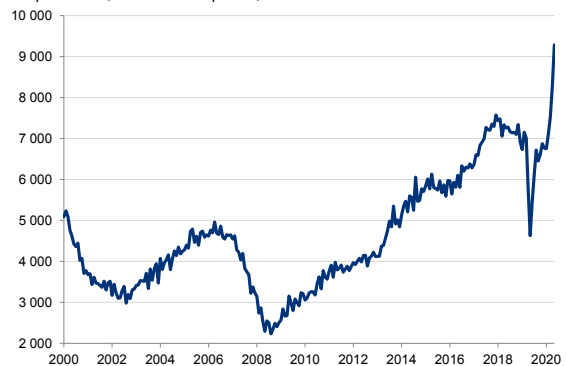
Graphique 5

Share of Population Retired



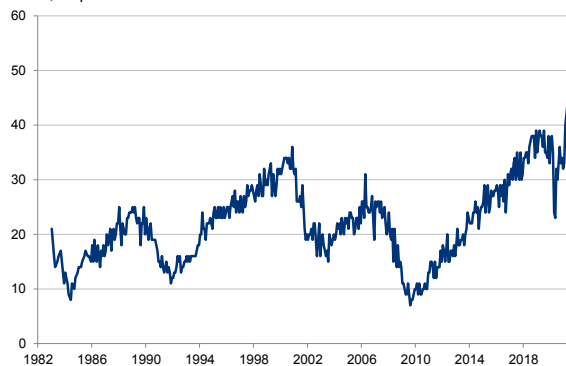
Graphique 6

É.-U.: Record de postes offerts
Enquête JOLT, ouvertures de postes, milliers



Graphique 7

É.-U.: Postes difficiles à combler
Indice, enquête NFIB



Un autre enjeu important est à considérer : la campagne de vaccination a grandement ralenti le rythme depuis quelques mois, et le pourcentage de la population vaccinée dépasse à peine les 50 %. Il est évident que la moitié de la population facile à convaincre est déjà vaccinée, et que le travail sera plus ardu afin que les États-Unis restent à ce chapitre dans le peloton de tête.

On remarque d'ailleurs que, contrairement au Canada, le portrait régional de la vaccination est plutôt inégal chez nos voisins. Dans certains états au sud, par exemple l'Alabama et le Mississippi, le taux de vaccination atteint à peine 30 % et ne progresse que très lentement. Les risques de propagation d'un nouveau variant forçant un retour à des mesures restrictives demeurent bien réels, bien que les études démontrant l'efficacité des vaccins disponibles contre ces variants soient fort positives.

Au-delà de ces enjeux, les données économiques se comportent plutôt bien, surtout en ce qui a trait à la consommation des ménages.

Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

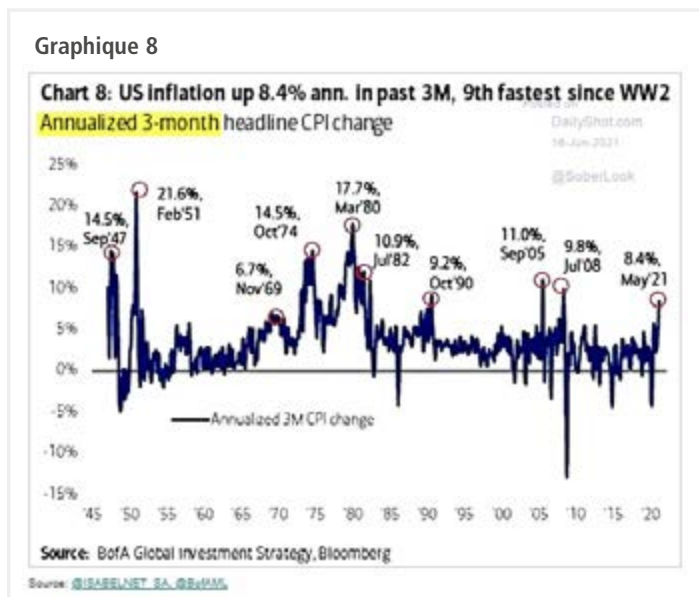
Plusieurs raisons peuvent expliquer cela. Premièrement, certains chômeurs préfèrent probablement éviter d'entrer en contact avec d'autres personnes, surtout dans les secteurs tels que la restauration et l'hôtellerie, de peur de contracter la COVID. Deuxièmement, l'incertitude liée à de potentiels reconfinements peut peser sur les parents d'enfants d'âge scolaire, qui préfèrent demeurer à la maison et s'occuper de la famille, au moins jusqu'au retour en classe à l'automne. Mais le facteur prédominant selon nous, est probablement la générosité des programmes gouvernementaux de supports aux chômeurs, qui sont désormais fort généreux étant donné le progrès accumulé de la phase de réouverture.

Dans certains secteurs où le salaire horaire moyen est relativement faible, il est reconnu que la générosité des transferts gouvernementaux encourage certains travailleurs qualifiés à demeurer à la maison, puisqu'ils sont de facto mieux rémunérés qu'en retournant au travail. Ce problème est spécifique au marché du travail américain, puisque la stratégie gouvernementale de soutien à la main-d'œuvre s'est articulée autour d'envois directs de chèques aux familles, plutôt qu'à une subvention de la masse salariale comme on l'a vécu au Canada.

Ces programmes d'aide spéciale prendront fin d'ici septembre à l'échelle du pays, mais certains états, majoritairement républicains, ont décidé d'y mettre fin de façon plus précoce devant la pression des entrepreneurs locaux qui font valoir que ces programmes nuisent directement à la vigueur de la reprise économique locale. Il est naturel d'anticiper que ce sujet demeurera chaud cet été, et que les pressions politiques n'iront qu'en augmentant.

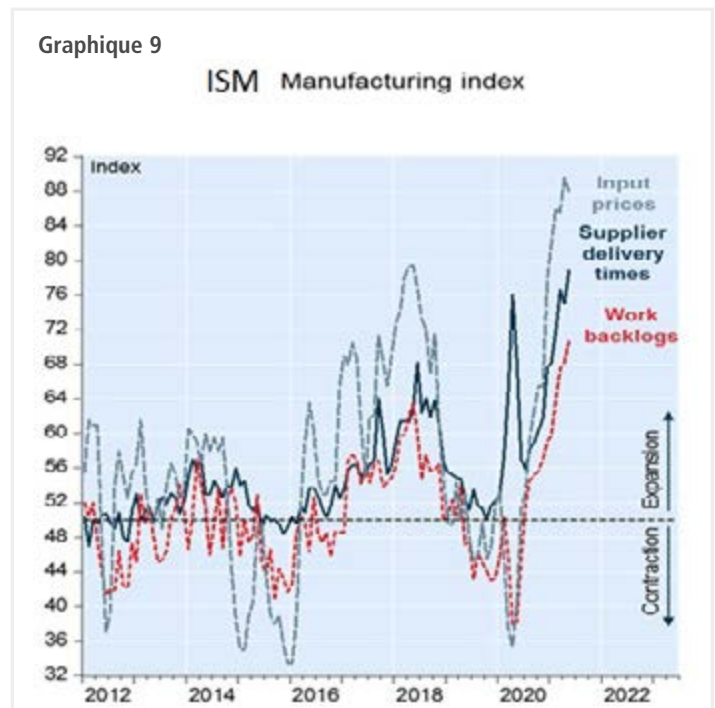
C'est d'ailleurs une combinaison des sujets mentionnés plus haut qui poussent l'inflation vers des niveaux historiques depuis quelques mois. En effet, l'inflation observée au cours des mois de mars, avril et mai, lorsqu'annualisée, se situe au neuvième rang des plus forts épisodes inflationnistes depuis la Seconde Guerre mondiale (graphique 8).

Graphique 8



La raison première est le resserrement dans les chaînes de production. La demande est forte pour les biens et services, et les producteurs rapportent de fortes difficultés à répondre à la demande en raison des fermetures d'usines et des frontières. Les carnets de commandes sont remplis, les délais de livraison prennent une ampleur historique et les prix des intrants à la production augmentent rapidement (graphique 9).

Graphique 9



Le consensus des prévisionnistes pointe vers une croissance annualisée du PIB américain de 13,0 % au second trimestre, puis de 6,8 % et 7,1 % respectivement aux troisième et quatrième trimestres de 2021, des niveaux jamais vus en vingt ans. La réouverture en cours de l'économie américaine exerce plus précisément de la pression sur les prix des voitures d'occasion et des billets d'avion, de la restauration et des hôtels, qui font soudain face à une trop forte demande.

La Réserve fédérale (tout comme plusieurs investisseurs, si on se fie aux signaux envoyés par les marchés) voit toutefois cette poussée inflationniste comme étant temporaire. Nous exprimons un certain doute sur cette théorie.

Tout d'abord, la Fed explique que la fin imminente du support extraordinaire aux chômeurs américains rétablira l'équilibre sur le marché du travail d'ici l'automne et résoudra les problèmes de manque de main-d'œuvre ainsi que les délais de livraison. Les données qui seront publiées d'ici l'automne seront fort instructives à ce chapitre, puisque nous commençons déjà à voir des pressions salariales s'installer dans plusieurs secteurs clés alors que les employeurs s'arrachent la main-d'œuvre qualifiée en contexte de pénurie. Nous pensons a contrario que les hausses salariales octroyées récemment ne disparaîtront pas aussitôt que l'aide gouvernementale prendra fin, et que les changements que la COVID a apportés au marché du travail auront probablement donné un pouvoir de négociation aux travailleurs pour les années à venir.

Ensuite, les impressionnants délais de livraison observés présentement reflètent probablement un changement de la chaîne d'approvisionnement mondial, qui deviendra progressivement plus locale. Après des décennies de montée de la mondialisation, plusieurs pays chercheront à rapatrier certaines industries à l'intérieur de leurs frontières, créant ainsi des pressions inflationnistes qui dureront quelques années.

Bref, nous sommes d'accord que l'inflation ne dépassera probablement pas le seuil des 5 % de façon durable, mais nous pourrions également bien voir l'inflation osciller entre 3 et 5 % pour quelques années.

Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

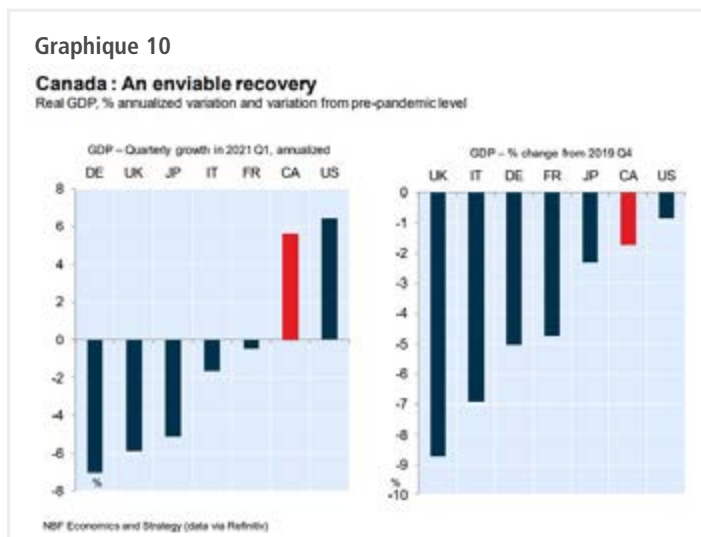
Finalement, on peut ici ajouter la proposition budgétaire du président Joe Biden à la liste des facteurs potentiellement inflationnistes. Le plus récent plan proposé (qui ne sera probablement pas entériné en entier, mais qui se veut plutôt une ligne directrice) s'axe autour d'importantes réformes sociales, d'une aide à l'éducation, et à la santé ainsi que de dépenses massives en infrastructure. Le résultat est que la dette américaine en pourcentage du PIB pourrait atteindre 117 % en 2031, selon le bureau américain du budget, un sommet depuis la Seconde Guerre mondiale.

L'oncle Sam ne semble pas pressé de faire le ménage dans ses finances publiques, et le bilan post-COVID sur l'endettement élevé du gouvernement fédéral américain sera donc fait plus tard.

Canada : leader mondial de la vaccination !

C'est officiel, le Canada est le leader mondial en proportion du nombre d'habitants ayant reçu au moins une dose du vaccin. Le trimestre prochain sera celui de l'accélération de la distribution de la seconde dose, et devrait placer le pays en tête de peloton sur tous les aspects. C'est une excellente nouvelle, tant sur le plan social que sur le plan économique.

Malgré la stratégie prudente des provinces canadiennes devant les trois vagues de COVID qui ont frappé depuis mars 2020, l'économie canadienne a offert la deuxième meilleure performance économique du G7 pendant la pandémie, se classant juste derrière les États-Unis au chapitre du rebond cumulatif, ainsi que de la vigueur du premier trimestre de 2021 (graphique 10). Avec un taux et un rythme de vaccination parmi les meilleurs au monde, on peut s'attendre à une réouverture ordonnée et durable de l'économie canadienne d'ici la fin de l'année.



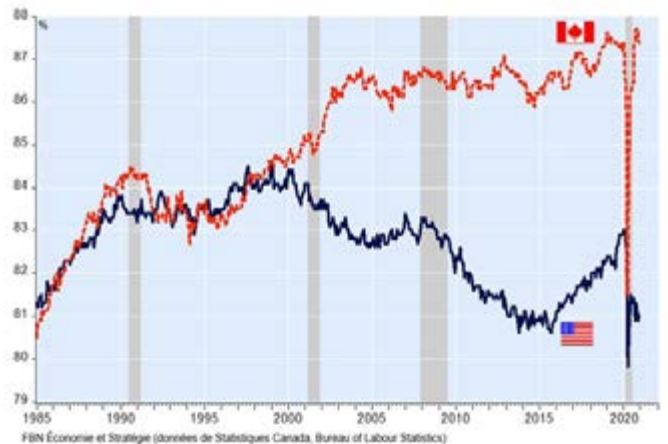
Le marché du travail canadien contraste d'ailleurs avec celui du marché américain, d'une façon suggérant que le rebond de notre économie pourrait être plus robuste que celui de l'économie américaine.

Premièrement, le taux de participation de la population canadienne des 25 à 54 ans est de retour au niveau pré-COVID, et a même été dépassé pendant quelques mois en ce début d'année (graphique 11). Le constat est différent au sud de la frontière, où le taux de participation de ce groupe d'âge a chuté de 2 % et peine toujours à rebondir. Plusieurs raisons expliquent cet écart, la méfiance envers le virus et le progrès des campagnes de vaccination en sont un exemple. Le facteur déterminant selon nous a été la stratégie canadienne de

Graphique 11

Canada: Près d'un record pour une catégorie clé de travailleurs

Taux de participation pour les 25-54 ans



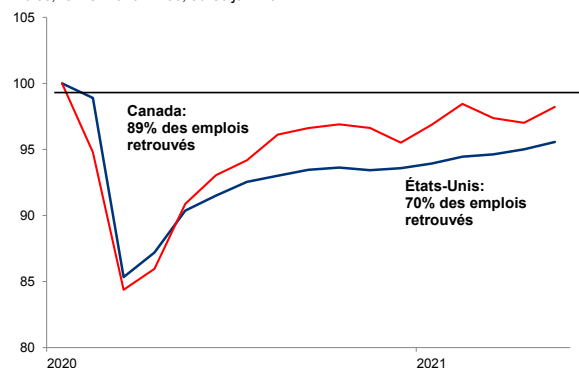
subventionner les masses salariales (conservant ainsi les liens d'emplois) plutôt que d'envoyer simplement des chèques d'aide aux chômeurs, comme on l'a fait du côté américain.

Deuxièmement, bien que le rebond du PIB se soit fait plus rapidement aux États-Unis dans la dernière année, le marché de l'emploi canadien a connu une meilleure reprise. Telle que détaillée dans la section précédente, la générosité de l'aide financière américaine aux chômeurs restreint l'offre de main-d'œuvre au sud de la frontière, et y retient la vigueur de la reprise du marché du travail. Ce phénomène est beaucoup moins important au Canada, faisant en sorte qu'en date du 30 juin 2021, plus de 80 % des travailleurs canadiens ayant perdu leur emploi depuis février 2020 sont de retour au travail, contre seulement 70 % aux États-Unis (graphique 12).

Graphique 12

Nombre total d'emplois, Canada vs É.-U.

Indice, février 2020 = 100, au 30 juin 2021



Quel est le bilan du Canada, quinze mois après le début de la pandémie ? Le marché du travail canadien se porte bien, le taux de mortalité lié à la COVID a été inférieur à celui des États-Unis (en appliquant le taux de mortalité américain à la population canadienne, c'est 43 000 morts de plus que notre pays a enterrés !) et les pronostics économiques sont assez favorables, si on tient compte du fait que nous avons encore plus de demandes latentes à déployer chez les ménages que nos voisins du Sud. Avantage : Canada.

Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

La Banque du Canada fait, elle aussi, constat d'un portrait économique plutôt favorable chez nous, et adopte un ton optimiste qui diverge de celui de la Fed. Même si les attentes fort optimistes de la banque ne se sont pas avérées justes au premier trimestre alors que le PIB canadien n'a connu une croissance (tout de même très forte) que de 5,6 % contre des attentes à 7,5 %, le gouverneur Macklem et son équipe misent encore sur une fermeture de l'écart de production à la mi-2022.

Nous estimons qu'il est probable que la Banque du Canada procède à une première hausse de son taux directeur avant la fin de l'année 2022, devant la Fed. Entretemps, nous anticipons en cours d'été que la banque annonce son intention de réduire le rythme de son programme d'assouplissement quantitatif, qui devrait prendre progressivement fin à partir de la fin de l'année.

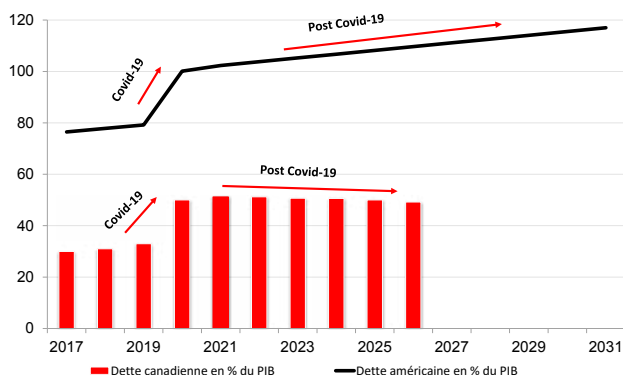
La divergence attendue des politiques monétaires, la vigueur économique canadienne, la hausse des prix des ressources naturelles et les déficits structurels à venir aux États-Unis nous rendent fort optimistes envers le dollar canadien. Nous anticipons une appréciation du huard jusqu'à la fourchette de 85 à 90 cents en deuxième moitié d'année, et nous n'excluons pas que l'on revoie la parité sur le dollar d'ici quelques années.

En conclusion, un mot sur les finances publiques canadiennes.

Le second trimestre de 2021 a vu le dépôt du premier budget de la ministre des Finances du Canada, Chrystia Freeland. Tout comme au sud de la frontière, le plan de retour à l'équilibre budgétaire est remis à un avenir lointain, dans le but de ne pas freiner le processus de sortie de la crise de la COVID. Toutefois, il existe une grande différence avec les États-Unis : le poids de la dette fédérale, mesuré selon le ratio de la dette au PIB, devrait tout de même diminuer dès 2022, puisque la croissance économique sera suffisamment élevée pour compenser les déficits anticipés. Autrement dit, la taille de la dette canadienne est maîtrisée même si des déficits sont prévus chaque année d'ici 2026, ce qui n'est clairement pas le cas du côté américain, comme on peut le voir au graphique 13.

Graphique 13

Canada & É.-U.: Poids de la dette fédérale en % du PIB
Projection du bureau congressionnel du budget, Interpolation (2021-2031)
Budget Fédéral du Canada 2021



Marchés : 2021, l'année du S&P/TSX ?

Le deuxième trimestre de 2021 a été fort positif pour les marchés boursiers canadien et européen, qui sont portés par la rotation du leadership vers les secteurs cycliques. La poussée du prix du pétrole a d'ailleurs propulsé le secteur de l'énergie vers les niveaux de la prépandémie, et la vigueur des prix des métaux de base, comme le cuivre, a attiré l'intérêt des investisseurs vers le secteur des ressources naturelles. Bref, après que la hausse rapide des taux d'intérêt au premier trimestre ait poussé le secteur bancaire canadien à la

hausse, la composition du S&P/TSX a encore une fois joué en sa faveur au cours des trois derniers mois, plaçant l'indice torontois au sommet des palmarès de 2021.

Cette rationnelle s'applique également au marché boursier européen, qui bénéficie enfin de son biais sectoriel cyclique. On remarque d'ailleurs que l'intérêt des investisseurs internationaux pour les titres européens est en croissance, et que les flux nets vers l'Europe atteignent présentement un sommet de plus de trois ans. Les banques européennes sont particulièrement intéressantes dans un contexte de reprise économique vigoureuse et étendue, accompagné de taux d'intérêt de long terme à la hausse.

Depuis 1999, le marché boursier européen se butait d'ailleurs à un plafond de verre (voir graphique 14). Après plusieurs tentatives en 2007, 2014 et 2020, il semble que le prix de l'indice S&P Europe 350 soit finalement sorti de sa fourchette à long terme, un mouvement haussier que nous estimons durable.

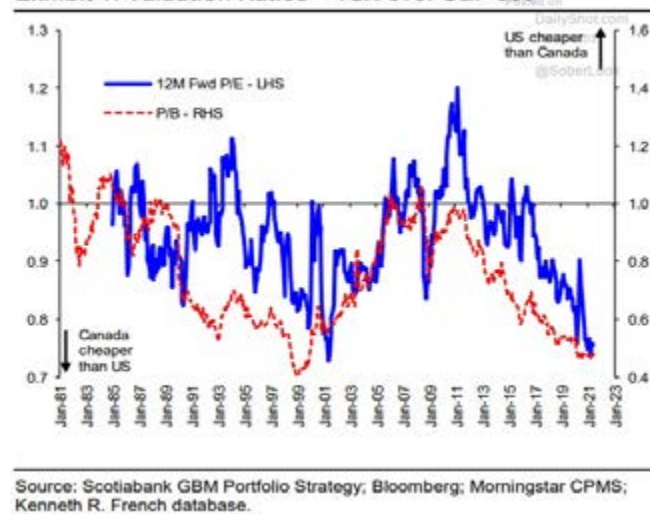
Graphique 14



En plus de leur caractère cyclique favorable, les marchés canadiens et européens bénéficient actuellement d'un escompte considérable par rapport au marché américain. En termes d'écart de valorisation, mesuré par les ratios de cours aux bénéfices attendus, le Canada et l'Europe offrent une aubaine de plus de 20 % par rapport au marché américain, du jamais vu depuis le sommet de la bulle technologique de 1999 (graphique 15).

Graphique 15

Exhibit 1: Valuation Ratios – TSX over S&P 500



Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

Le parallèle avec l'après-bulle technologique est intéressant.

On s'était alors retrouvé avec un marché canadien abordable sur base relative, puis quelques années de croissance mondiale forte et étendue ont suivi, accompagnées d'une poussée des prix des matières premières. Bien que nous n'anticipions pas que le « Boom » qui a suivi l'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce (l'OMC) se répète au cours des cinq à sept prochaines années, les similitudes sont assez nombreuses pour nous laisser penser que le marché canadien pourrait n'être qu'au début d'une phase de surperformance vis-à-vis le marché boursier américain.

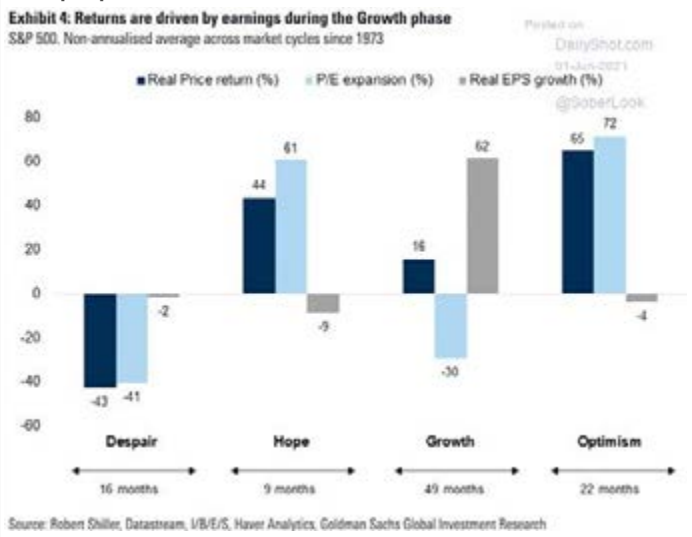
Comme on le notait au trimestre précédent, la partie « facile » du cycle boursier, c'est-à-dire le premier rebond après la fin du marché baissier, est désormais derrière nous. La deuxième année d'un marché haussier demeure en moyenne positive, mais plus volatile, avec un rendement moyen depuis 1957 de 13,3 % par année sur le S&P 500, accompagné de corrections moyennes de 9,8 % (graphique 16).

Graphique 16

Rendements et corrections des marchés haussiers			
Première année du marché haussier	Rendement de la première année	Rendement de la deuxième année	Correction la plus importante de la deuxième année
1957	31,5 %	11,2 %	-9,2 %
1962	33,9 %	15,7 %	-6,5 %
1966	32,9 %	6,2 %	-10,0 %
1970	45,7 %	5,8 %	-11,0 %
1974	33,2 %	27,7 %	-5,1 %
1982	56,3 %	1,5 %	-14,4 %
1987	21,7 %	26,1 %	-7,6 %
2002	33,1 %	9,4 %	-8,2 %
2009	68,3 %	16,0 %	-16,0 %
2020	76,1 %		
Moyenne	43,3 %	13,3 %	-9,8 %

Source: Truist IAG, Strategas, Bloomberg

Graphique 17



Nous estimons que le marché est entré dans sa phase de « croissance » en début d'année 2021, c'est-à-dire la plus longue phase du cycle, où les

rendements proviennent typiquement de la croissance des bénéfices des entreprises, et non d'une expansion des multiples. En fait, les multiples du marché ont même tendance à se contracter pendant la phase de croissance, puisqu'une bonne portion des bonnes nouvelles se reflète déjà dans les prix. Selon une analyse récente de la banque Goldman Sachs (graphique 17), cette phase de croissance dure typiquement quatre ans, et offre des rendements positifs, mais moindres que la phase qui la précède.

Étant donné les multiples relativement abordables des marchés canadiens et européens, lorsqu'ils sont comparés au marché américain, nous nous attendons à une surperformance de ceux-ci au cours des années à venir.

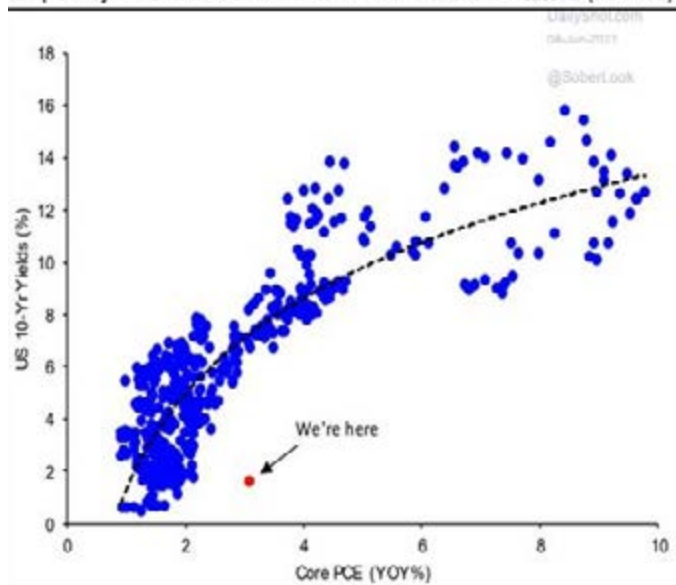
Notre pronostic pour les prochains trimestres demeure donc plutôt positif pour les actions, mais nous encourageons les investisseurs à redoubler de prudence et, surtout, à modérer leurs attentes. La volatilité semble avoir quitté les places boursières depuis septembre dernier, et les mois d'été ont démontré être prompts à de la turbulence.

Parmi les principaux facteurs de risque, un de ceux-ci attire particulièrement notre attention : le niveau des taux d'intérêt à long terme actuel n'est pas cohérent avec les plus récentes données sur l'inflation.

Comme on peut le constater au graphique 18, le niveau actuel des taux d'intérêt à 10 ans diverge significativement de sa relation à long terme avec l'inflation de base. Ce phénomène suggère que les investisseurs partagent l'avis de la Fed comme quoi l'inflation récente n'est que transitoire, et n'exige donc pas d'être davantage compensée pour détenir des obligations fédérales. Advenant un changement abrupt de cette vue (causé, par exemple, par des chiffres d'inflation encore plus forts, ou un changement de ton de la Fed), le potentiel d'une hausse rapide et désordonnée des taux d'intérêt pourrait créer une onde de choc dans les marchés et entraîner les places boursières dans une correction.

Graphique 18

Complacency on the Bond Market: U.S. Core PCE & U.S. 10-Year Bond Yields (1978-2021)



Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

Bref, il est important pour les investisseurs de demeurer investis dans les marchés, et surtout de respecter leur seuil de tolérance au risque. Alors que nous arrivons à la mi-2021, nous recommandons chaudement d'adopter une posture plus prudente envers la balance des risques, de prendre des profits sur les positions qui se sont avérées gagnantes et de rester prêts à remettre des sommes en jeu advenant un recul des marchés au cours des prochains mois.

Au second trimestre de 2021, le marché obligataire canadien, mesuré par l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada, a affiché un rendement de 1,7 %. L'indice d'obligations à court terme FTSE TMX Canada a, pour sa part, affiché un rendement de 0,7 %. Finalement, l'indice d'obligations à long terme FTSE TMX Canada a avancé de 1,3 %.

Le marché boursier américain, mesuré par l'indice S&P 500, a offert un rendement total de 8,5 % au second trimestre (6,9 % en dollars canadiens). La bourse canadienne, mesurée par l'indice S&P/TSX, a progressé de 8,5 %.

Le marché européen, représenté par l'indice MSCI — Europe, a affiché un rendement de 7,3 % au second trimestre (6,1 % en dollars canadiens). L'indice MSCI — EAEO a quant à lui progressé de 4,8 % durant le trimestre (3,6 % en dollars canadiens). L'indice MSCI — Monde a affiché un rendement de 7,6 % pendant le trimestre (6,2 % en dollars canadiens). Les marchés émergents, mesurés par l'indice MSCI — Marchés émergents, ont affiché un rendement de 3,9 % pour le trimestre (3,6 % en dollars canadiens).

Stratégie : prudence à court terme, actions pour le long terme

Quinze mois après le creux des marchés, les investisseurs font face à des taux d'intérêt faibles et à des valorisations boursières historiquement élevés... Comment tirer son épingle du jeu d'ici la fin de l'année ?

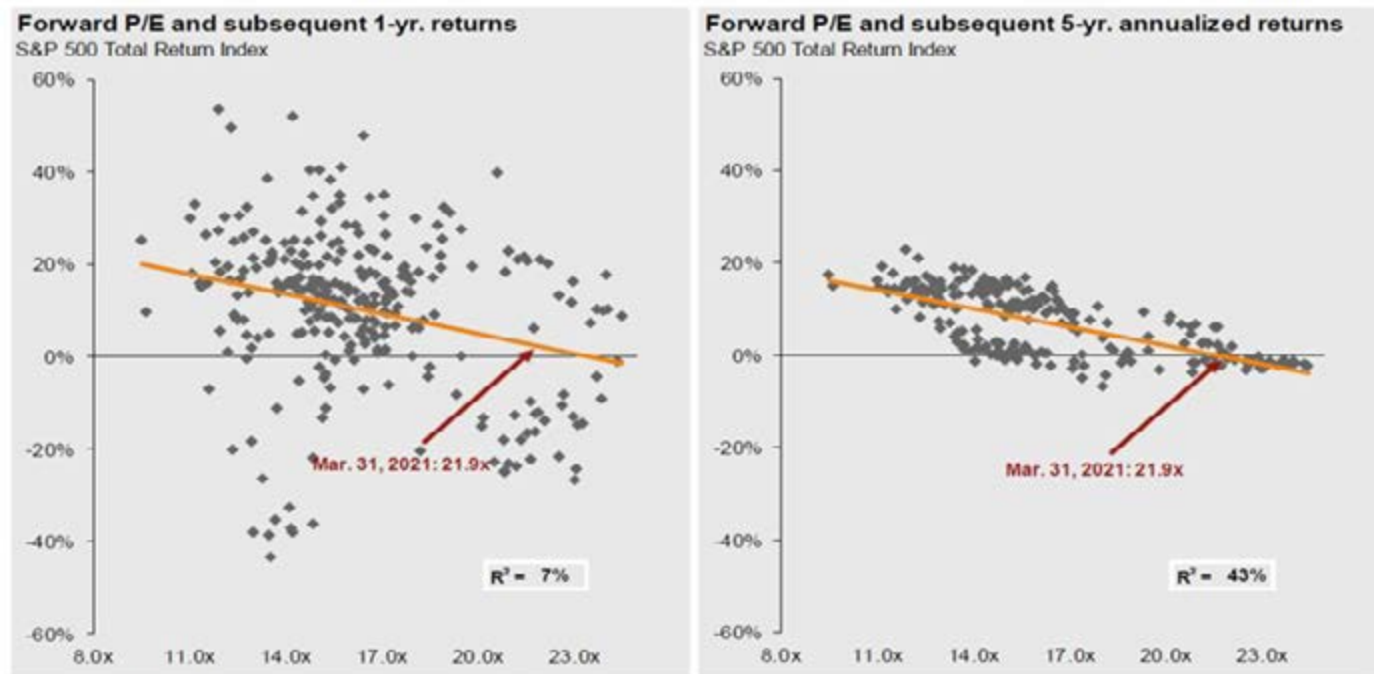
Il est vrai que la valorisation de l'indice américain S&P 500 trône à l'heure actuelle à un niveau très élevé. Selon nos estimations, l'indice américain se transigeait en fin de trimestre à près de vingt et une fois les profits attendus, et trente fois les profits des douze derniers mois, contre respectivement 16x et 23x pour l'indice canadien.

Lorsqu'on compare ces valorisations sur une base historique, on pourrait rapidement conclure que les actions ont moins de potentiel de rendement à offrir. L'histoire nous dit par contre que la valorisation d'un marché a bel et bien un impact important sur les rendements prospectifs de cinq ans ou plus, mais que sur un horizon d'une année, la relation est plutôt incertaine (graphique 19). Bref, nous avons des attentes plutôt faibles pour le rendement cumulé des places boursières au cours des cinq prochaines années, mais demeurons optimistes pour les rendements des douze prochains mois.

Le niveau des taux d'intérêt joue également un rôle important dans notre perception de la balance des risques.

En tant que gestionnaires de portefeuilles équilibrés, nous sommes d'avis que la valorisation relative des classes d'actifs est la pièce maîtresse de toute stratégie d'allocation d'actifs. Malgré la hausse rapide des taux d'intérêt en début d'année, les taux d'intérêt à 10 ans demeurent à des niveaux historiquement faibles encore aujourd'hui. En calculant la prime de risque d'équité (mesurée selon la différence entre l'inverse du ratio cours/bénéfice du S&P 500 et le taux d'intérêt américain à 10 ans, voir graphique 20), on constate que les actions demeurent abordables relativement aux obligations, et qu'il faudrait une hausse de plus de 1,5 % des taux d'intérêt pour ne revenir qu'à la moyenne historique. Les actions sont donc moins dispendieuses qu'il n'y paraît lorsqu'on compare avec le marché obligataire.

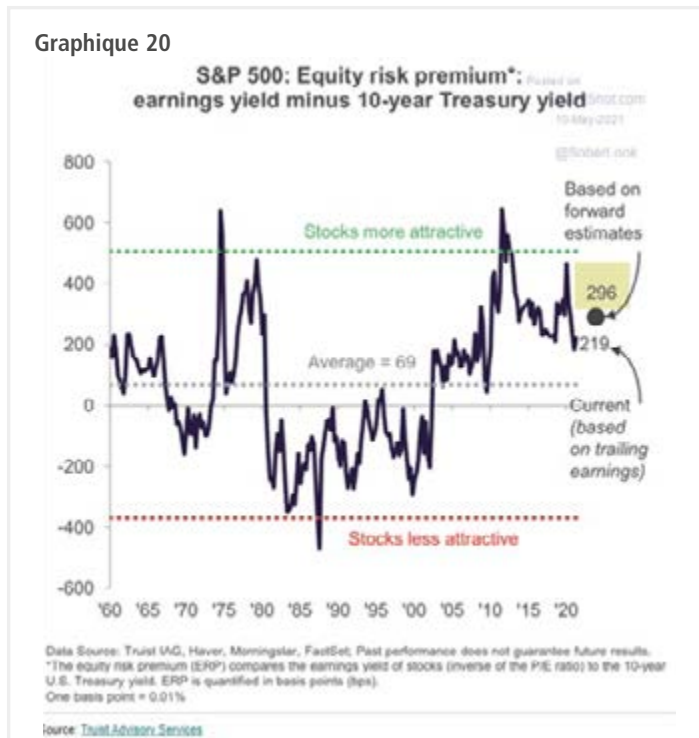
Graphique 19



Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

Graphique 20



Le faible niveau des taux, jumelés à des perspectives élevées de croissance économique et d'inflation, nous pousse à demeurer largement sous-pondéré en obligations dans nos portefeuilles, et de favoriser l'encaisse comme outil de mitigation des risques. Nous nous attendons à ce que la hausse des taux d'intérêt entamée à l'été 2020 se poursuive d'ici la fin de l'année, se soldant par des rendements négatifs pour les portefeuilles obligataires. La surpondération d'encaisse permet de limiter l'impact des reculs de marchés sur nos divers portefeuilles, et de bien les positionner pour plonger à nouveau dans le marché boursier advenant un épisode de correction.

Au net, nous favorisons actuellement un positionnement neutre en actions, une sous-pondération des obligations et une surpondération de l'encaisse. Ce positionnement évoluera selon les mouvements des marchés, mais nous serons probablement acheteurs d'actions sur faiblesse au cours des mois à venir.

Au sein des actions, nous adoptons des surpondérations des actions canadiennes et européennes, compensées par une sous-pondération des actions américaines, pour les raisons mentionnées dans la section précédente.

Notre optimisme envers les actifs canadiens s'étend également au huard, que nous voyons s'apprécier vers la fourchette de 85 à 90 cents d'ici la fin de l'année. À plus court terme, nous remarquons toutefois que le positionnement des investisseurs spéculatifs est plutôt étiré, c'est-à-dire que les positions courtes sur le dollar américain et les positions longues sur le dollar canadien sont à des niveaux historiquement élevés, créant un potentiel de recul technique du huard vis-à-vis du billet vert. Nous terminerons ainsi le trimestre avec une couverture faible, voire nulle de notre exposition aux devises étrangères, mais nous chercherons à réinstaurer progressivement cette couverture selon l'évolution du marché.

Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

Tableau 1
Rendement du marché obligataire canadien au 30 juin 2021

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice obligataire universel FTSE Canada	1,7	(3,5)
Indice d'obligations à court terme FTSE Canada	0,1	(0,5)
Indice d'obligations à moyen terme FTSE Canada	1,6	(3,0)
Indice d'obligations à long terme FTSE Canada	3,7	(7,4)
FTSE Canada Fédéral	0,8	(2,9)
FTSE Canada Provinces	2,7	(4,7)
FTSE Canada Municipalités	2,2	(4,0)
FTSE Canada Sociétés	1,3	(2,3)

Tableau 2
Rendement du marché au 30 juin 2021

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours FTSE Canada	0,0	0,1
Indice obligataire universel FTSE Canada	1,7	(3,5)
Indice composé S&P/TSX	8,5	17,3
S&P 500 (\$ CA)	6,9	12,0
MSCI - EAE0 (\$ CA)	3,6	5,8
MSCI - Monde (\$ CA)	6,2	9,9
Taux de change (\$ CA / \$ US)	(1,5)	(2,8)

Tableau 3
Rendement du marché boursier canadien au 30 juin 2021

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	16,1	39,6
Matériaux	8,0	0,6
Industrie	0,5	7,2
Consommation discrétionnaire	5,5	18,7
Biens de consommation de base	5,7	8,4
Santé	(11,8)	21,7
Finance	9,1	24,2
Technologies de l'information	21,0	19,7
Services de communication	10,0	17,7
Services aux collectivités	1,0	4,4
Immobilier	10,4	21,4
Indice composé S&P/TSX	8,5	17,3

Tableau 4

	Allocation tactique (Horizon de 0 à 6 mois)					Allocation stratégique (Horizon de 6 à 18 mois)				
	-	-	N	+	++	-	-	N	+	++
Marché monétaire										
Obligations										
Durée										
Actions										
Actions canadiennes										
Actions étrangères										
Actions États-Unis										
Actions internationales										
Marchés émergents										
Or										
Devises étrangères										
CAD vs USD										
CAD vs EUR										

Au 30 juin 2021

Épargne et retraite collectives

Tableau 5
Scénario économique et financier

Scénario économique

							Variation depuis le 31 mars 2021	
		2019	2020	2021	2022	2023	2021	2022
États-Unis	PIB réel	2,2 %	-3,5 %	6,6 %	5,8 %	2,4 %	--	--
	Taux d'inflation	1,8 %	1,2 %	4,2 %	3,5 %	2,8 %	+1,9 %	+1,0 %
	Taux de chômage	3,7 %	8,1 %	5,5 %	4,2 %	3,9 %	-0,1 %	-0,2 %
Canada	PIB réel	1,9 %	-5,3 %	6,4 %	5,1 %	2,9 %	+0,6 %	+0,6 %
	Taux d'inflation	1,9 %	0,7 %	3,8 %	3,1 %	2,7 %	+1,7 %	+0,8 %
	Taux de chômage	5,7 %	9,6 %	7,5 %	6,1 %	6,0 %	-0,4 %	-0,2 %

Scénario financier*

		Cibles				Variation depuis le 31 mars 2021	
		Actuel	déc 21	juin 22	déc 22	déc 21	juin 22
Taux d'intérêt	Taux Canada 10 ans	1,39 %	2,15 %	2,50 %	2,80 %	--	--
	Taux É.-U. 10 ans	1,47 %	2,25 %	2,60 %	3,00 %	+0,30 %	+0,35 %
Taux de change	\$US/\$CAD	0,81	0,84	0,85	0,86	--	--
	\$US/EUR	1,19	1,22	1,24	1,25	-0,02	-0,01
	Pétrole (WTI), \$US	73	72	70	68	+10	+5
	S&P 500	4 298	4 400	4 550	4 675	+300	+200
	S&P/TSX	20 166	21 375	22 230	23 085	+925	+780

* fin de période