



Répartition tactique de l'actif (mars): Investir dans le cadre d'une pandémie mondiale

Presqu'au même moment où un marché public à Wuhan en Chine était identifié comme le point de départ de l'écllosion du coronavirus, le Forum Économique Mondial (FEM) classait les maladies infectieuses comme l'un des principaux facteurs de risque économique dans son rapport mondial sur les risques. Selon le FEM, la croissance démographique, l'urbanisation et les changements climatiques entraîneront une augmentation de la fréquence des épidémies.

Comme nous pouvons le constater, la mondialisation facilite la propagation du coronavirus et amplifie ses impacts négatifs. Tout d'abord, le coût humain est élevé. Plus de 180 000 personnes dans le monde ont contracté jusqu'à maintenant la Covid-19. Plus de 7 000 personnes en sont mortes. Le repli des marchés boursiers est parmi les pires de l'histoire et les taux obligataires fédéraux américain et canadiens se maintiennent à des niveaux historiquement bas. En fin de compte, nous avons enregistré en février un rendement légèrement inférieur au portefeuille de référence 50/50 en raison de notre position sous-pondérée en obligations. Cependant, nous avons réussi à protéger une partie du portefeuille grâce à l'ajout d'une pondération d'encaisse de 4 %, en plus d'adopter une position neutre pour les actions lorsque nous avons publié notre précédent rapport sur la répartition tactique de l'actif il y a un mois.

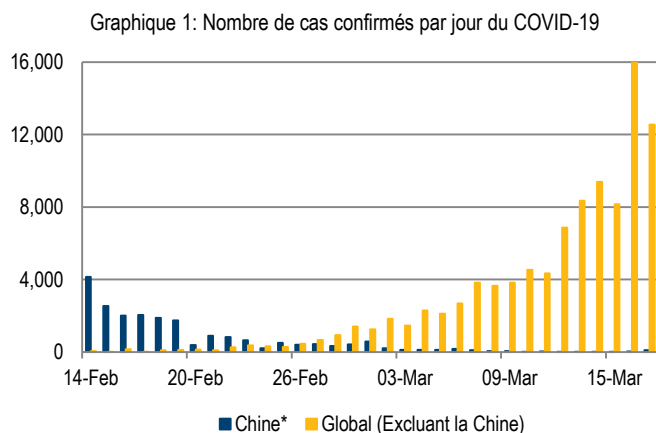
Impact économique de la Covid-19 : La Chine déjà en mode reprise; un creux de vague bientôt en Amérique du Nord et en Europe?

L'OCDE voit juste en considérant le coronavirus comme la plus grande menace pour les perspectives depuis la crise financière mondiale de 2008-09 en raison de ses multiples chocs liés à l'offre et à la demande. C'est-à-dire la menace pour la santé publique, les mesures de confinement social amenant à des fermetures, la perturbation de la chaîne d'approvisionnement mondiale, la chute des prix des produits de base, la détérioration de la confiance des consommateurs et des entreprises et la réévaluation substantielle du risque par les investisseurs.

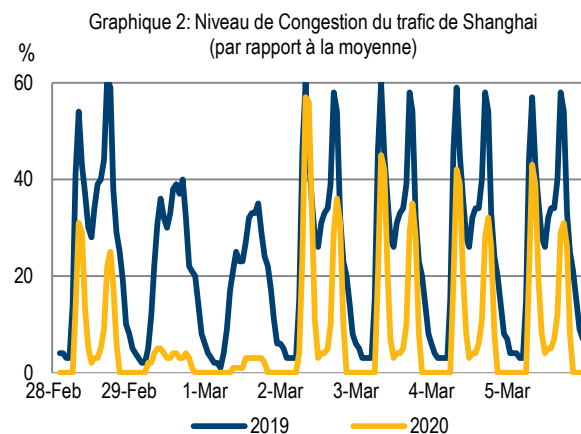
En Chine, l'épicentre mondial du virus en janvier et février, l'activité économique a reculé à un rythme record selon les chiffres de février de l'indice des directeurs d'achats pour le secteur manufacturier. Ce même mois, la demande de services en Chine a atteint un creux historique également en raison de la faible confiance des consommateurs et des mesures de confinement. De plus, les ventes de voitures ont chuté de 80 % en février par rapport au mois précédent. Comme les dépenses des ménages représentent une plus grande part du PIB chinois que par le passé, la croissance réelle du PIB par rapport au trimestre précédent aura inévitablement glissé en territoire négatif au cours du premier trimestre de 2020.

La bonne nouvelle, c'est que les mises en quarantaine sont efficaces. En effet, le nombre de nouveaux cas en Chine a rapidement diminué, sans toutefois disparaître complètement (graphique 1). L'OMS a signalé que 20 des 31 provinces chinoises avaient revu à la baisse leur évaluation du risque de coronavirus au cours de la première semaine de mars. À leur tour, les usines chinoises commencent à redémarrer leurs activités et la consommation de charbon a rebondi légèrement. Les migrants retournent aussi dans les villes. Par ailleurs, selon le fabricant de GPS Tomtom, le trafic automobile dans les grandes villes, dont Shanghai, a augmenté au début du mois de mars, bien que les volumes demeurent en deçà de la moyenne (graphique 2). À mesure que les employés retournent au travail,

nous verrons si le pays peut éviter une nouvelle vague d'infections. Dans l'ensemble, la croissance du PIB réel de la Chine par rapport au trimestre précédent pourrait être très robuste au deuxième trimestre de 2020.



* Inclus Hong Kong, Macau et Taipei.
Sources: OMS et ECDC.



Source: Indice de trafic TomTom.

L'évolution relativement encourageante de la Covid-19 en Chine et la reprise de l'activité économique de la dernière semaine ne sont pas suffisantes pour arrêter la chute des marchés boursiers à l'échelle mondiale. Ceci est en raison du fait que le nombre de nouveaux cas augmente très rapidement ailleurs dans le monde. L'épicentre du virus se situe maintenant en Europe, et l'Amérique du Nord risque de suivre bientôt. Les mesures draconiennes comme la distanciation sociale, l'isolement et les fermetures de plusieurs points de services représentent le moindre des deux maux. Ils sont le reflet des compromis complexes entre la santé et l'économie avec lesquels les autorités doivent composer. Les entreprises des secteurs des loisirs, du détail, de la restauration, du tourisme, de l'hébergement, des voyages et de l'éducation sont particulièrement touchées. L'indice composé J.P. Morgan des directeurs d'achats pour le secteur manufacturier mondial (PMI) a atteint son niveau le plus bas en près de 11 ans en février et devrait s'aggraver en mars. De plus, l'indice des directeurs d'achats pour le secteur des services américain indique une contraction de l'activité commerciale des services pour la première fois en quatre ans lors du mois de février. À notre avis, le PIB réel des États-Unis s'écroule en mars en raison des nombreuses fermetures et de l'affaiblissement de la confiance des entreprises et des consommateurs. Par exemple, l'indice manufacturier Empire de la région de New York a atteint un creux historique au mois de mars. De plus, les indices quotidiens de confiance des consommateurs de *Morning Consult* ont chuté de façon abrupte depuis la fin du mois de février. La confiance des consommateurs s'est également détériorée au cours de la même période au Canada, selon la publication récente de l'indice de confiance canadien *Bloomberg Nanos*. Les habitudes de consommation typiques sont clairement affectées: les gens achètent des fournitures d'urgence comme des masques et vident les tablettes des supermarchés, mais retardent l'achat de biens durables entre autres. La contraction de l'activité économique aux États-Unis en mars et vraisemblablement avril entraînera une chute profonde des bénéfices des entreprises au cours du deuxième trimestre de cette année, et ce, même si l'économie américaine était sur une bonne lancée avant l'apparition de la Covid-19. La situation est pire au Canada. Le choc économique s'annonce plus important puisque l'émergence de nouvelles tensions entre l'Arabie Saoudite et la Russie a mené à un repli substantiel du prix du pétrole et du secteur TSX énergie. À notre avis, le PIB réel du Canada a chuté en février et se contractera davantage en mars et avril. Somme toute, le Canada traversera inévitablement une récession lors des deux premiers trimestres de 2020. Au-delà du choc pétrolier, cette récession canadienne est atypique puisqu'elle est causée par des mesures de distanciation sociales et fermetures multiples plutôt que par une détérioration majeure des conditions du marché du

travail à travers le pays. En d'autres mots, la demande des ménages chute puisque la plupart des individus préfèrent ne pas dépenser, et non pas parce qu'ils ont perdu leur emploi de manière permanente.

Covid-19 : Un dénouement positif semble plus probable qu'un scénario catastrophique

Les experts de la santé débattent toujours de la propagation du virus et de l'efficacité des mesures préventives qui ont été mises en place jusqu'ici. Dans le cas le plus probable où l'éclosion de coronavirus se résorbe graduellement, jusqu'à disparaître, les scientifiques et les médecins envisagent les possibilités suivantes :

1. Le virus s'éteint de lui-même une fois que toutes les personnes vulnérables ont été infectées;
2. Le monde scientifique crée un vaccin efficace, mais il faudra plus d'un an pour le fabriquer et le distribuer à l'échelle mondiale;
3. Des interventions efficaces en santé publique font passer le taux de reproduction de base (R_0) sous le seuil clé de 1 ce printemps. C'est-à-dire qu'une personne infectée transmet le virus à moins d'une autre personne en moyenne, ce qui entraîne une diminution rapide du nombre de nouveaux cas;
4. Le temps plus chaud dans l'hémisphère Nord ralentit le virus, bien que nous ne sachions pas si cette hypothèse est scientifiquement valide et si le virus reviendra cet automne comme la grippe saisonnière.

En plus de ces scénarios, il existe d'autres possibilités de transmission du virus. Néanmoins, les caractéristiques du coronavirus devraient amener une majorité d'investisseurs à éventuellement un dénouement optimiste. En effet, le taux de reproduction de base (R_0) se situe entre 2,0 et 2,5, ce qui est inférieur à celui du SRAS (2,8), mais supérieur à celui du virus Ebola et de la grippe saisonnière (entre 1 et 2). Le taux de mortalité, estimé entre 0,5 % et 2 %, est passablement inférieur à celui de la plupart des maladies virales (SRAS : 10 %, SRMO : 35 %, Ebola : 50 %). Une baisse du nombre de nouveaux cas à l'échelle mondiale, en particulier à l'extérieur de l'Asie, pourrait se produire d'ici un mois et demi si la tendance observée en Chine et en Corée du Sud se répète en Europe et en Amérique du Nord. Bien que plusieurs cas bénins ne soient pas détectés, certains experts soutiennent que certains pays industrialisés pourraient freiner la contagion plus rapidement qu'en Chine et en Italie parce que les autorités sont généralement mieux préparées. La Corée du Sud a réussi à contenir le virus en raison de ses pratiques très efficaces à l'égard des tests.

Les banques centrales et les gouvernements à la rescousse comme jamais auparavant

Les responsables des politiques macroéconomiques sont très proactifs et commencent à annoncer des mesures gargantuesques qui permettront de traverser la tempête. Le FMI a annoncé qu'une enveloppe de 50 milliards de dollars sera disponible par l'intermédiaire de ses mécanismes de financement d'urgence. La Banque mondiale a annoncé une aide immédiate pouvant atteindre 12 milliards de dollars aux pays qui font face à l'épidémie. Du côté des banques centrales, la réaction a été très vive. Par exemple, la Réserve Fédérale a réduit son taux directeur à presque zéro et la Banque du Canada devrait emboîter le pas d'ici la fin du mois de mars selon nous sans attendre nécessairement sa prochaine réunion officielle, prévue le 15 avril. La plus récente conférence de presse du Président de la Fed Jérôme Powell ne laisse pas présager que la Fed amènera son taux directeur en territoire négatif prochainement. Par contre, la Fed a récemment annoncé un programme d'achat de papier commercial à nouveau afin d'éviter des tensions financières pour plusieurs entreprises. Au besoin, et si le Congrès américain approuve, la Réserve Fédérale pourrait aller plus loin et acheter des titres de sociétés et des actions comme le fait la

Banque du Japon le fait depuis une décennie. La Banque du Japon est d'ailleurs l'un des dix principaux actionnaires de plusieurs sociétés de l'indice Nikkei.

Du côté des gouvernements, des stabilisateurs automatiques pour protéger les travailleurs et les entreprises ont déjà été mis en place au cours de la dernière semaine. Un filet social accru inclut des congés de maladie payés, des congés temporaires d'impôt et de taxes multiples, etc. Le 18 mars, le gouvernement fédéral canadien a annoncé des mesures de soutien économique représentant \$30G ou 3% du PIB canadien.

Malgré le choc à court terme, l'économie devrait ré-accélérer plus tard cette année

Les réponses multidimensionnelles des autorités sanitaires, des banques centrales et des gouvernements, combinées aux caractéristiques du virus, sont toujours compatibles avec les scénarios de base favorables de l'*Economist Intelligence Unit* et de l'*OCDE* selon lesquels le nombre de nouveaux cas quotidiens pourrait culminer à l'échelle mondiale vers la fin du mois de mars ou en avril. Il est préférable d'avoir une approche pragmatique en ce qui concerne les perspectives économiques et de placement. Par souci de simplicité, nous avons décidé de transformer les multiples scénarios en lien avec la Covid-19 en trois scénarios économiques.

Dans notre scénario de base, le PIB mondial atteint un creux en avril en raison des fermetures multiples et des mesures d'isolement. Ensuite, une reprise se dessine à partir du mois de mai: les travailleurs retournent lentement au travail et de nombreux commerces ouvrent à nouveau leurs portes. Le stress financier est contenu aux secteurs du transport aérien et de l'énergie et les banques centrales réussissent à atténuer les tensions sur les marchés de crédit. L'appétit pour le risque sur les marchés financiers revient en avril. La reprise des marchés boursiers prend en quelque sorte la forme d'un V très prononcé, bien que le choc pétrolier nuise davantage au rebond du TSX qu'à celui du S&P 500. Nous établissons à 40% la probabilité de matérialisation de ce scénario de base.

Le deuxième scénario est plus négatif. Il correspond à une récession qui persiste trois trimestres plutôt que deux en raison du grand nombre de vulnérabilités financières qui se traduit par un resserrement du crédit, des abolitions de postes et d'une hausse importante du chômage. L'aversion pour le risque sur les marchés persiste et les taux d'intérêt restent plus longtemps à zéro. Une faible reprise économique débute à la fin de 2020. Nous attribuons une probabilité de 30% à ce scénario pessimiste.

Finalement, le troisième scénario est le plus optimiste des trois. La récession est évitée de justesse puisque le nombre de nouveaux cas de personnes infectées atteint un sommet rapidement. Le repli de l'activité économique s'avère donc très bref. Les marchés boursiers bondissent au début du deuxième trimestre et dépassent dès le troisième trimestre les sommets atteints avant que le Covid-19 hante les marchés en février. Le rebond économique est si prononcé qu'il laisse place à une surchauffe dans plusieurs secteurs, dont l'immobilier. Les banques centrales doivent donc rebrousser chemin et augmenter quelque peu les taux d'intérêts au début de l'année 2021. Nous attribuons une probabilité de 30% à ce scénario optimiste.

À court terme, une pondération neutre des actions représente la meilleure option

Notre scénario de base favorable nous amène à maintenir une pondération neutre de 50 % des actions par rapport à notre indice de référence. Une partie de notre pondération de 50 % tient compte du fait que les actions mondiales ont tendance à se rétablir dans les trois mois suivants les premiers cas détectés d'une épidémie. Six mois plus tard, les marchés boursiers affichent généralement des rendements positifs variant entre 5 % et 9 %. Selon notre scénario de base, les prix des produits de base récupèrent une partie de leurs pertes récentes, au même titre que le dollar canadien par rapport au dollar américain. De plus, le moment est bien choisi pour tirer profit des titres à revenu fixe,

car les courbes de rendement aux États-Unis et au Canada se rapprochent de zéro, ce qui limite l'étendue des gains futurs. La plus faible détérioration des indices de crédit des sociétés par rapport aux actions, à l'exception de quelques secteurs dont l'énergie, nous mène également à privilégier une sous-pondération des obligations de sociétés. La réduction de notre pondération des obligations est compensée par une augmentation de l'encaisse. La pondération en encaisse de 10 % sera utilisée pour saisir les occasions d'achat qui se présenteront sur le marché des actions une fois que le nombre de nouveaux cas Covid-19 progressera moins rapidement. Inversement, notre position en encaisse plus importante que de coutume couvrira partiellement le portefeuille contre des pertes importantes si le scénario de base s'avère être une récession sévère.

La pandémie mondiale incite à une approche neutre en ce qui a trait à la répartition géographique des actions

Dernièrement, les indices d'actions ont évolué en tandem dans plusieurs régions en raison de la nature mondiale du choc viral. La corrélation à court terme entre les divers indices boursiers s'approche de 1. Ainsi, le rendement attendu des cours des actions pourrait être semblable d'une région à l'autre bien que les gains futurs de l'indice TSX pourraient s'avérer restreint par la persistance du nouveau choc pétrolier. Pour le moment, nous préférons adopter une approche neutre par rapport à notre indice de référence pour tous les régions géographiques. Pour ce qui est de notre répartition sectorielle, les facteurs techniques tels que l'élan à court terme des bénéficiaires et la valorisation relative ne sont pas très utiles dans le contexte actuel. Certains développements ont créé des écarts de rendement entre les secteurs, comme l'appel d'Ottawa à la baisse des prix dans le secteur des télécommunications. Ou encore les gains de Joe Biden à l'occasion du Super mardi ayant eu un effet positif sur le cours des actions du secteur de la santé américain. Inversement, les assureurs, les sociétés énergétiques, les compagnies aériennes et les entreprises dépendant de la chaîne d'approvisionnement mondiale ont en général affiché un rendement inférieur depuis mi-février. Dans l'ensemble, les rendements à court terme seront liés à l'évolution de l'éclosion de coronavirus, ce qui oblige les investisseurs à se concentrer principalement sur la pondération des obligations et des actions. Au fur et à mesure que les choses se préciseront, nous serons en mesure de prendre des décisions plus fermes en ce qui a trait à la répartition géographique et sectorielle.

Portefeuille recommandé - Mars 2020				
Classes d'actifs et régions	Poids recommandés (%)	Poids dans l'indice de référence (%)	Sur ou sous-allocation (%)	Recommandation
Obligations	40 (46)	50.0	-10.0	-
Gouvernementales	32 (34.5)	34.4	-2.4	-
Corporatives	8 (11.5)	15.6	-7.6	-
Actions	(50) 50	50.0	0.0	=
Canadiennes	20 (18)	20.0	0.0	=
Américaines	16 (20)	16.0	0.0	=
Autres pays développés	11.6 (10.6)	11.6	0.0	=
Marchés émergents	2.4 (1.4)	2.4	0.0	=
Encaisse	10 (4)	0.0	10.0	+

Note: les chiffres entre parenthèses représentent l'allocation du mois précédent.
Source: VMBL Recherche économique et stratégie.

Sébastien Lavoie | Économiste en chef

514 350-2931 | lavoies@vmbi.ca

Dominique Lapointe, CFA | Économiste

514 350-2924 | lapointed@vmbi.ca

Lea El-Hage, CFA | Économiste

514 350-2929 | elhagel@vmbi.ca

Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est un employé de Valeurs mobilières Banque Laurentienne (VMBL), une filiale en propriété exclusive de la Banque Laurentienne du Canada. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier si les renseignements qui figurent dans le présent document sont tirés de sources considérées comme étant fiables et que les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements peuvent évoluer de façon soudaine et importante. Par conséquent, ni l'auteur ni VMBL ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui figurent dans le présent document ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à une autre opération en vous fondant sur le présent document. Vous devriez plutôt consulter au préalable votre conseiller en placement, qui peut analyser les facteurs pertinents à un placement ou à une opération proposés. VMBL et l'auteur se dégagent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrevenant à la présente clause. Le présent rapport, y compris l'information, les opinions et les conclusions qui y figurent, en totalité ou en partie, ne peut être distribué, publié, mentionné ou reproduit de quelque manière qui soit sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.