Rapport Trimestriel
AUTOMNE 2019

SOCIÉTÉ DE GESTION D'INVESTISSEMENT
HEWARD INC.

La somme de toutes les peurs – Les guerres commerciales et l'inversion de la courbe des taux inquiètent les marchés et suscitent des craintes de récession

APERÇU

À l'image d'une mer démontée, les marchés financiers présentent des fluctuations dont il est difficile d'appréhender le sens. L'information qu'ils nous livrent est le fruit des achats et des ventes opérés par des humains avec toutes les contradictions que cela suppose. Les cours sont la résultante d'un enchaînement d'émotions, de partis pris, de froids calculs et, de nos jours, de « tweets ». Pourtant, dans leur ensemble, les marchés nous apprennent quelque chose du moral des investisseurs et de l'humeur de l'époque. Le plus souvent, il s'agit d'un excès d'optimisme; on fait fi des dangers jusqu'à ce qu'il soit trop tard. Par contre, à l'heure actuelle comme durant la plus grande partie de cette décennie, c'est l'inquiétude plutôt que l'insouciance qui a dominé les marchés, et elle s'accentue de jour en jour. (The Economist).

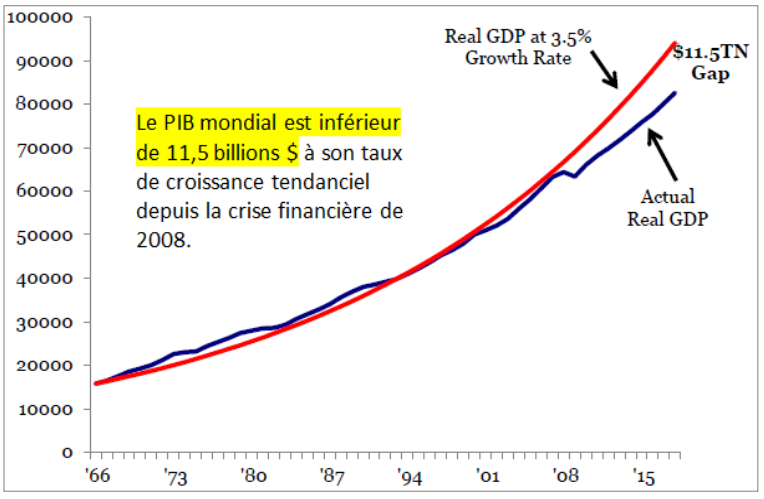
Comme les autres empires de l'histoire, les États-Unis répugnent à renoncer à leur hégémonie. Washington semble encore penser que les autres pays lui obéiront au doigt et à l'œil. Or, que cela plaise ou non aux Américains, au moins la moitié du monde se prépare à se passer d'eux. On a ainsi assisté au développement des BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine), à la mise en place d'une nouvelle route de la soie jusqu'au cœur industriel de l'Europe et, tout récemment, à l'ouverture de la route maritime du Nord (pourquoi acheter le Groenland?). La Chine jouit déjà d'un pouvoir financier plus important qu'on le croit en général, et l'Asie pèsera pour plus de la moitié du PIB mondial en 2040. L'Asie consommera une plus grande partie de sa production et, vu son dynamisme innovant, elle importera moins de technologies occidentales. Ce transfert de la croissance et de l'influence politique de l'Occident vers l'Orient est la réalité qui sous-tend le différend sino-américain.

Dans bien des pays, les banques centrales arrivent à la limite de ce que peut accomplir la politique monétaire. Certes, ce n'est pas le cas du côté des économies émergentes. Au Brésil et en Indonésie, les banques centrales ont abaissé leurs taux en septembre et pourraient encore les réduire bien davantage s'il le fallait. Le problème touche plutôt les pays développés. La Réserve fédérale américaine (Fed) est suffisamment outillée pour faire face à un ralentissement modéré de l'économie, mais elle peinerait à réagir adéquatement à un recul plus prononcé. Plus important encore, les banques centrales de la zone euro et du Japon ont déjà atteint la limite du soutien monétaire. Autrement dit, tout appui supplémentaire devra venir de nouveaux assouplissements quantitatifs; or, de plus en plus de travaux universitaires montrent que les achats d'actifs stimulent moins la croissance et l'inflation que les baisses de taux traditionnelles. Avec plus de 17 milliards de dollars de titres de créance à taux d'intérêt négatifs (le quart des obligations d'État), il est difficile d'imaginer que l'on puisse rendre les conditions monétaires beaucoup plus favorables à la croissance que maintenant.

Christine Lagarde a été confirmée à la présidence de la Banque centrale européenne (BCE) et les dossiers s'accumulent déjà sur son bureau. L'Union européenne (UE) risquant de devenir la principale victime collatérale de la guerre commerciale sino-américaine, la nouvelle présidente devra user de tout son doigté politique pour tracer une voie lui permettant d'esquiver la menace d'une récession. La zone euro est particulièrement vulnérable à tout blocage du commerce international. En 2017, elle a tiré 27,9 % de son PIB des exportations de biens et services. Malgré leur attitude très différente face à la rigueur budgétaire, des pays comme l'Allemagne et l'Italie partagent le même modèle de croissance économique induite par les exportations. Christine Lagarde devra impérativement mettre à profit son savoir-faire politique pour poursuivre la stratégie mise en place par Mario Draghi à la BCE. Dans cette optique, elle tâchera de convaincre les Allemands d'opérer un changement radical en augmentant leurs dépenses budgétaires.

L'attaque contre les installations pétrolières saoudiennes ne provoquera sans doute pas de catastrophe économique mondiale. La production saoudienne pourrait reprendre assez rapidement et, même dans le cas contraire, sa perturbation n'aurait vraisemblablement qu'un impact limité sur le prix du pétrole et l'inflation dans les pays développés. Cependant, l'accentuation des tensions au Moyen-Orient vient ajouter une difficulté à une conjoncture déjà incertaine et une guerre ouverte risquerait de prolonger le repli de l'économie mondiale.

CROISSANCE DU PIB MONDIAL RÉEL (USD 2010, EN MILLIARDS $)



Source: Strategas

ÉTATS-UNIS

La croissance économique mondiale ayant nettement ralenti, le cycle économique actuel étant le plus long de l'après-guerre aux États-Unis et la courbe des taux s'étant (brièvement) inversée, il n'est pas surprenant que les investisseurs redoutent de plus en plus un repli de l'économie américaine. Pourtant, l'IPC et l'inflation des dépenses personnelles de consommation restent maîtrisés, les salaires augmentent légèrement et les entreprises continuent d'embaucher et éprouvent peu de difficultés à rembourser leurs prêts (capital et intérêt). Les indices des directeurs d'achats (PMI) piétinent certes, mais pas suffisamment pour annoncer une récession généralisée. De plus, sur le marché du logement, l'activité ne se contracte pas, bien qu'elle demeure anémique. Par ailleurs, le fait que l'économie américaine dépende beaucoup plus des dépenses de consommation que des exportations donne à penser qu'elle est loin d'une récession malgré son ralentissement actuel. Toutefois, le transport des marchandises ayant beaucoup diminué au pays comme le montre l'indice Cass, l'activité manufacturière étant au plus bas en trois ans et le secteur de la construction donnant plus de signes de ralentissement, le comité de politique monétaire de la Fed a de nouveau abaissé les taux en septembre. À ce propos, le président de la Fed a parlé d'un « ajustement de milieu de cycle » plutôt que d'une phase d'assouplissement. Il a dit vrai, puisque la Fed ne tente pas d'accélérer l'inflation ou de réduire le chômage. Elle tâche simplement de recalibrer sa politique pour éviter d'étouffer l'expansion par mégarde. La Fed paraît aussi miser sur le soutien de la consommation, puisqu'il devient essentiel que les consommateurs fassent fi des mauvaises nouvelles et continuent de dépenser au moment où la confiance des entreprises baisse fortement. Cette confiance a commencé à s'éroder après l'entrée en vigueur des tarifs douaniers en juin 2018. Or, la confiance des chefs d'entreprise étant le vecteur des investissements, son niveau actuel fait penser qu'il n'y aura pas de nouveaux investissements d'ici la fin de l'année.

CANADA

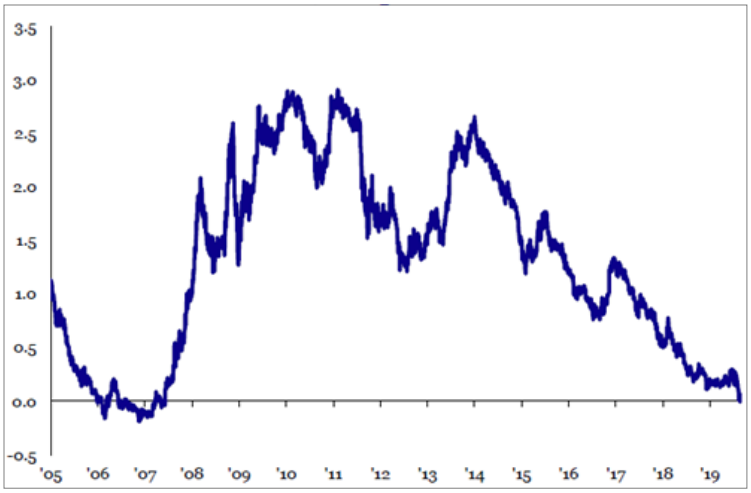
Les banques centrales devenant conciliantes en Europe, au Japon et en Chine, la Fed a été forcée d'abaisser ses taux pour éviter une trop forte appréciation du dollar US qui aurait été préjudiciable aux exportations américaines. Le même scénario pourrait se jouer au Canada.

La Banque du Canada n'a aucune raison de réduire ses taux maintenant, puisque la croissance se maintient et que l'inflation est conforme à sa cible (en août, l'inflation a dépassé les attentes et le PIB a fortement progressé). Cependant, au moment où d'autres banques centrales abaissent leurs taux, une politique attentiste risquerait de pénaliser les exportateurs canadiens en faisant monter le huard. Une éventuelle baisse symbolique d'un quart de point n'entraînerait pas une flambée de l'immobilier ou de l'automobile, mais elle pourrait être essentielle pour maintenir le dollar canadien à un niveau permettant aux exportateurs d'être concurrentiels. De plus, bien que la banque centrale n'ait pas clairement énoncé ses plans à long terme dans le communiqué accompagnant sa décision sur les taux en septembre, plusieurs allusions à l'aggravation des effets des tensions commerciales sur l'économie mondiale font penser qu'elle sera prête à abaisser les taux au besoin. Il est tout à fait imaginable qu'une telle baisse survienne après les élections fédérales. Par ailleurs (contrairement à la croyance répandue à l'étranger), le ciel n'est pas en train de tomber sur la tête des Canadiens. Ayant profité d'un rebond généralisé des exportations de biens dopé par les livraisons de produits énergétiques, l'économie a largement dépassé les projections en affichant une croissance annualisée de 3,7 % au deuxième trimestre, la plus forte progression sur trois mois en deux ans. Qui plus est, le marché de l'emploi reste vigoureux, tout comme celui du logement qui paraît se remettre de la mise en place du « test de résistance » et d'autres mesures anti-surchauffe. Le marché de l'habitation revient à la normale à Toronto et semble aborder les premiers stades d'une remontée à Vancouver, Calgary et Edmonton où il s'était contracté.

EUROPE

Le contexte géopolitique (différend commercial sino-américain et négociation du Brexit) freine considérablement l'économie européenne. L'UE a très peu d'influence sur ces événements et dispose de peu d'outils pour lutter contre un ralentissement imputable aux enjeux du commerce international. L'accentuation du ralentissement manufacturier s'accompagne désormais d'un léger fléchissement de la croissance du secteur des services, d'une diminution générale de la demande de prêts aux entreprises et d'un étiolement de la confiance des consommateurs. Les flux de nouvelles commandes ont stagné et le climat des affaires est au plus bas depuis 2014, incitant les entreprises à se montrer

ÉCART 2/10



Source: Strategas

UTILISATION DES CAPACITÉS

Source: Credit Suisse

prudentes quand vient le temps d'embaucher. Au vu des décisions de politique prises en septembre par Mario Draghi, la BCE paraît engagée dans une démarche d'assouplissement quantitatif pendant plusieurs années encore. Cependant, les nouvelles mesures ont déçu parce que le taux de dépôt a moins baissé que prévu et que le rythme des achats d'actifs sera plus lent que la prévision médiane. Parallèlement, l'appel lancé par la BCE pour que la politique budgétaire devienne le « principal instrument » de soutien de l'économie de la zone euro semble avoir été entendu. Le gouvernement néerlandais a annoncé un budget expansionniste en 2020 et le ministre des Finances de l'Allemagne a laissé entendre que son gouvernement pourrait dépenser jusqu'à 50 milliards d'euros au besoin. À sa réunion de septembre, la Banque d'Angleterre a laissé sa politique monétaire inchangée. Elle a averti que les plans d'urgence relatifs au Brexit avaient rendu les données à haute fréquence beaucoup plus volatiles, rendant difficile de discerner le rythme de croissance du secteur manufacturier. La banque centrale a également souligné qu'elle considérait depuis longtemps que le resserrement du marché du travail continuerait d'alimenter les pressions inflationnistes sous-jacentes.

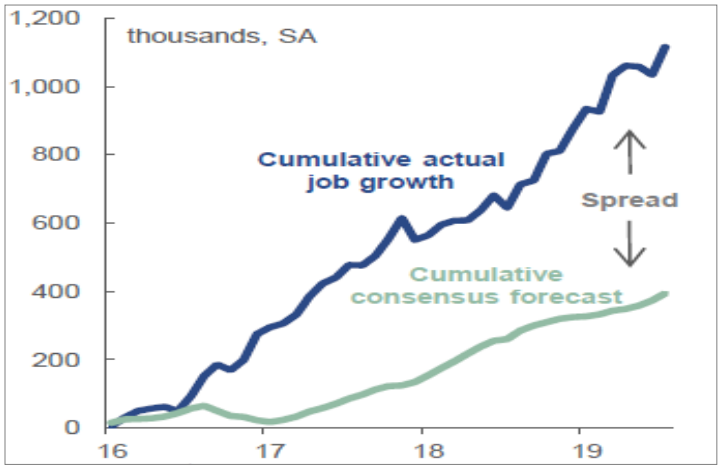
MARCHÉS EN DÉVELOPPEMENT

La Chine s'est dotée de plans d'urgence en cas d'effondrement des négociations commerciales. Le premier ministre Li a indiqué que le pays adopterait une approche à plusieurs volets face à toute pression baissière sur l'économie. Conformément à son décret, le conseil d'État a consacré sa réunion de septembre à s'assurer que les administrations locales disposeraient du financement nécessaire pour combler leurs besoins d'emprunt. Il a été décidé que les obligations allouées en vertu des quotas devraient être émises d'ici la fin septembre et affectées aux projets au plus tard à la fin d'octobre. Le recours à ces obligations sera amplifié et visera principalement les infrastructures de transport, les projets énergétiques (réseaux électriques) et les gazoducs. On accordera la priorité aux sciences de la vie dans l'éducation, aux soins médicaux, aux aînés et aux services publics urbains. À long terme, la Chine veut passer du statut de centre manufacturier du monde à celui de centre mondial des dépenses des ménages. Au Japon, l'économie reste chancelante si l'on se fie aux données récentes. Des obstacles géopolitiques et intérieurs ont freiné la croissance et l'économie ne paraît pas assez robuste pour supporter l'effet négatif de la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) prévue en octobre. Le déficit commercial continue de se creuser, évolution décourageante pour un pays qui compte beaucoup sur les exportations, et l'activité manufacturière reste faible. Après des semaines de manifestations à Hong Kong, certains investisseurs pourraient être tentés de cesser de croire aux perspectives de croissance en Asie. Pourtant, le Sud-Est asiatique regorge de marchés en expansion à l'extérieur de la Chine et de Hong Kong. L'essor de la classe moyenne demeure le principal catalyseur de la croissance économique de la région à long terme. Ni la guerre commerciale sino-américaine ni l'agitation à Hong Kong ne devraient changer cette réalité.

PRODUITS DE BASE

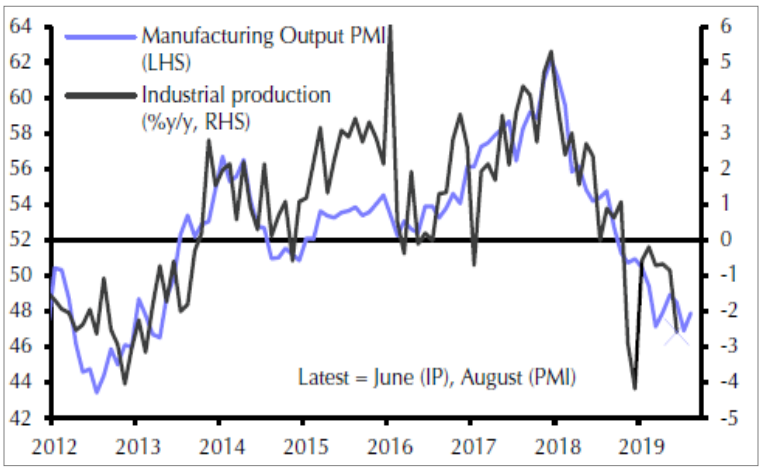
Peu importe qui l'a perpétrée, l'attaque menée contre les installations pétrolières saoudiennes en septembre est venue rappeler brutalement la réalité du risque géopolitique qui pèse sur l'approvisionnement mondial en pétrole. Ces derniers mois, le prix du pétrole a surtout été influencé par la crainte d'une diminution de la demande résultant de la guerre commerciale sino-américaine. Or, l'attaque récente montre que la géopolitique peut avoir des conséquences beaucoup plus graves sur le rapport entre l'offre et la demande. Une perturbation de cet ordre (cinq millions de barils par jour selon les rapports préliminaires) constitue un événement exceptionnel. La première réaction de Saudi Aramco a été d'affirmer qu'elle puiserait dans ses stocks pour remplacer les barils perdus, mais en réalité, les stocks saoudiens ne peuvent combler une telle perte que pendant quelques semaines. Par ailleurs, on entend des déclarations contradictoires sur la durée de l'interruption de production. Les Saoudiens parlent de semaines, tandis que certains spécialistes/stratèges du secteur pétrolier évoquent plutôt quelques mois. De leur côté, les métaux (et notamment le cuivre) ont affiché une performance peu reluisante, plombés par ce qui ressemble fort à une récession industrielle et par un dollar américain plus robuste que prévu dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale. La demande chinoise s'est avérée faible, mais commence à donner des signes d'amélioration. Les commandes de matériel de production d'électricité s'accélèrent en raison de l'expansion des réseaux de distribution provoquée par les avancées des véhicules électriques et de la 5G. Par ailleurs, la production automobile semble se relever légèrement de la profonde dépression induite par la demande devancée de 2016-2017. Pendant ce temps, malgré la baisse du prix du cuivre, les fondamentaux de l'offre sont restés solides cette année, en partie en raison d'une série de perturbations.

LA CROISSANCE DE L'EMPLOI CONTINUE DE PULVÉRISER LE CONSENSUS DES PRÉVISIONS



Source: ScotiaBank Economics, Bloomberg

PRODUCTION INDUSTRIELLE ET INDICE PMI MANUFACTURIER DANS LA ZONE EURO



Source: Refinitive, Markit, Capital Economics

RECOMMANDATIONS

Les perspectives à court terme de l'économie mondiale s'étaient dégradées durant l'été, mais en fin de trimestre, certains événements clés ont fait espérer une meilleure conjoncture géopolitique et économique. Le départ de John Bolton de l'administration Trump pourrait avoir de vastes répercussions sur d'importants enjeux géopolitiques (l'attaque contre les actifs pétroliers saoudiens n'aidera pas sur ce plan). De plus, les protagonistes de la guerre commerciale sino-américaine ont récemment posé des gestes de conciliation qui ont quelque peu allégé les tensions, suscitant de nouveaux espoirs pour la prochaine série de pourparlers prévue en octobre. Cependant, tout progrès de ce côté sera au mieux graduel. Ceci dit, en l'état actuel des choses, la crainte d'une récession mondiale imminente paraît exagérée, puisque certains rapports économiques consternants sont contrebalancés par des données plus positives. En Chine, où les exportateurs éprouvent peut-être des difficultés, l'indice d'activité économique (Capital Economics) fait penser que la vigueur d'autres secteurs (comme l'immobilier) a contribué à étayer la croissance. De plus, les initiatives mises en œuvre par le gouvernement devraient commencer à produire leurs effets au quatrième trimestre. Pendant ce temps, aux États-Unis, l'économie a certes encaissé quelques coups, mais la consommation reste solide et les conditions du crédit demeurent maîtrisées. Tout ceci vient conforter notre opinion selon laquelle la croissance mondiale ralentit sans s'effondrer. Vu nos perspectives, notre pondération des actions demeure proche de celle de l'indice de référence et nous conservons plus de liquidités que nous le ferions habituellement. Nous investissons principalement dans les technologies, l'industrie et la finance, mais nous restons à l'affût de toute occasion (d'achat ou de vente) pouvant poindre à la grandeur du marché. Les taux d'intérêt ont continué de baisser à mesure que les indicateurs économiques s'affaiblissaient. En août, cette tendance baissière s'est accentuée au point où le taux de l'obligation du gouvernement du Canada à 10 ans a touché un creux cyclique de 1,10 % avant de remonter à son niveau actuel. Nous ne croyons pas à l'imminence d'une récession, mais nous ne nous attendons pas non plus à une amélioration spectaculaire des conditions économiques vu les problèmes géopolitiques importants qui dominent actuellement la scène mondiale. Nous prévoyons une longue période de taux d'intérêt peu élevés, la fourchette des taux des obligations à 10 ans (entre 1,63 % et 1,10 %) nous donnant une idée de l'orientation que prendront les choses dans un proche avenir (sous réserve d'un règlement rapide des enjeux commerciaux). Nous maintenons une nette sous-pondération en duration.

PRÉVISION POUR 2019	COURANT 30-SEPTEMBRE-19	FOURCHETTE 2019	FIN D'ANNÉE 2019
TAUX D'INTÉRÊT			
Banque du Canada, taux au jour le jour	1.75%	1.50%- 1.75%	1.50%
Taux des fonds fédéraux	2.00%	1.75%- 2.50%	1.75%
Canada - Obligations du Trésor à 10 ans	1.36%	1.08%- 2.05%	1.30%
États-Unis - Obligations du Trésor à 10 ans	1.68%	1.35%- 2.80%	1.50%
MATIÈRES DE BASE			
Or (USD/once)	$1,475	$1,275- $1,550	$1,500
Cuivre (USD/livre)	$2.55	$2.30- $3.20	$2.70
Pétrole (USD/baril)	$54.58	$46.00- $65.00	$56.00
MARCHÉS			
Indice composé S&P/TSX	16,659	14,300- 16,900	16,700
Indice S&P 500	2,975	2,440– 3,028	2,925
DOLLAR CANADIEN/DOLLAR US	$0.76	$0.74- $0.78	$0.76

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 © 2019 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.