

# Perspectives du marché 2021 – La suite des années folles reprise, rotation et reflation

BMO Gestion privée | Décembre 2020

Lesley Marks, CFA  
Chef de placements  
BMO Gestion privée

Stéphane Rochon, CFA  
Spécialiste en stratégie – Actions  
BMO Gestion privée

Richard Belley, CFA  
Spécialiste en stratégie –  
Titres à revenu fixe  
BMO Gestion privée

## Mais d'abord, une réflexion

La période des Fêtes approche et tandis que nous concluons la première année de cette nouvelle décennie, il est normal de réfléchir à ce qui s'est passé cette année ou plutôt, à ce qui ne s'est « pas passé ». Cette année, l'émergence de la crise sanitaire, qui avait le potentiel de provoquer une crise économique majeure, a engendré de nombreux défis. Les entreprises se sont rapidement mobilisées pour permettre aux employés de travailler à domicile, on a demandé aux parents de faire l'école à la maison, les familles ont traversé de longues périodes sans pouvoir voir leurs proches en personne, des événements marquants comme les mariages et les remises de diplômes ont été annulés et, malheureusement, de nombreuses personnes ont souffert de problèmes de santé en lien avec la COVID-19.

Ensemble, mais chacun de notre côté, nous avons uni nos forces pour réduire l'impact de la pandémie mondiale dans la mesure de nos capacités. La hausse du nombre de cas liés à la deuxième vague est décourageante, mais l'optimisme que suscite la probabilité d'un vaccin préventif redonne espoir. Malgré les difficultés de la dernière année, les marchés ont en règle générale gardé le cap et porté leur regard au-delà de ces obstacles. Nous nous attendons à ce que la deuxième année de cette nouvelle décennie s'inscrive dans le même esprit, à quelques différences près. Nous croyons que les catalyseurs de 2021 se définiront par « reprise, rotation et reflation », mais commençons par une rétrospective.

## Rétrospective du marché

Les principaux indices sont en territoire positif pour l'année, mais cette constatation n'illustre aucunement l'évolution

du marché. Une image plus appropriée serait celle de montagnes russes ou, mieux encore, d'un saut à l'élastique. Après la liquidation provoquée par la panique qui s'est emparée des marchés boursiers au premier trimestre, ces derniers ont inscrit une remontée rapide et presque ininterrompue pendant le reste de 2020. En ce qui concerne les actifs à risque, leur reprise a été stimulée par des mesures de relance budgétaire et monétaire massives qui, quant à elles, ont ravivé la confiance et entraîné une solide reprise économique.

Plus récemment, la politique a occupé le devant de la scène. Malgré l'issue incertaine, l'idée d'une éventuelle « vague bleue » a laissé place à la perspective d'une « impasse », où les démocrates remportent la présidence et la Chambre des représentants, d'une part, et les républicains maintiennent, d'autre part, le contrôle du Sénat. Cependant, tout n'est pas joué et nous devons attendre le deuxième tour du 5 janvier en Géorgie pour connaître toutes les réponses.

En général, une administration est plus susceptible de réussir à faire avancer ses projets législatifs lorsque le parti du président affiche une majorité au Sénat et à la Chambre des représentants. L'impasse est un scénario positif pour les actions, puisque les sénateurs républicains seront en mesure de bloquer ou de diluer certaines des promesses démocrates les plus « progressistes » qui pourraient avoir une incidence sur les bénéficiaires des sociétés, comme celles qui donneraient lieu à une hausse de l'impôt des sociétés et des particuliers, à une augmentation du salaire minimum et à un resserrement de la réglementation environnementale, financière et autre.

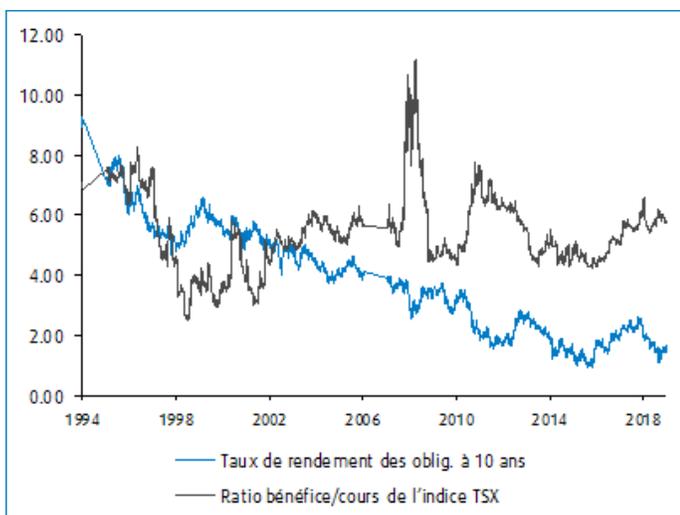
Il importe de souligner que les répercussions du contexte politique sur les marchés sont généralement de courte durée

et que les conséquences à long terme sont souvent surestimées. L'histoire montre que les contextes caractérisés par des taux d'intérêt stables ou en baisse et par une cadence économique positive sont associés à d'excellents rendements boursiers. Les taux d'intérêt, plus particulièrement, ont nettement baissé au cours de la dernière année et ils ne devraient remonter que légèrement ou se maintenir aux niveaux historiquement bas ou osciller autour de ceux-ci pour les prochaines années.

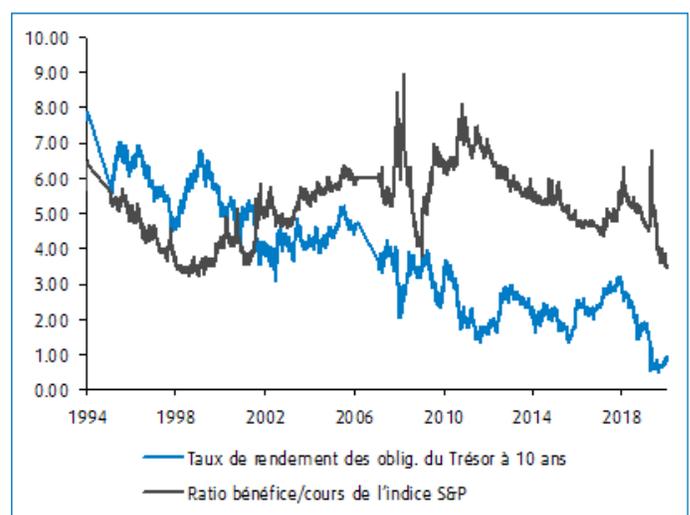
L'embellie soutenue des actifs à risque, y compris les obligations de sociétés, s'est poursuivie jusqu'à maintenant au quatrième trimestre, faisant généralement fi de la deuxième vague du virus. L'insatiable demande de titres à rendement élevé de la part des investisseurs, combinée au ralentissement des émissions d'obligations, a favorisé le resserrement des écarts de taux des obligations de sociétés.

Malgré la hausse des grands indices boursiers, nous restons convaincus que les actions procurent une valeur relative supérieure à celle des obligations; nous maintenons ainsi la surpondération des actions. **Les figures 1 et 2** montrent la différence relative et historiquement importante entre le ratio bénéfice/cours et les taux de rendement des obligations à 10 ans du Canada et des États-Unis, respectivement. Ces écarts historiquement larges témoignent de la valeur relative des actions par rapport aux obligations.

**Figure 1 : Ratio bénéfice/cours de l'indice composé S&P/TSX par rapport au taux de rendement des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans**



**Figure 2 : Ratio bénéfice/cours de l'indice composé S&P 500 par rapport au taux de rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans**



Source : Bloomberg ; au 30 novembre 2020

### Après la récession, la reprise

La remontée inscrite par l'économie mondiale dans la foulée de la paralysie provoquée par la première vague est menacée par l'intensification des mesures de confinement visant à freiner la deuxième vague de cas de COVID-19. Mais tout n'est pas noir; il existe des lueurs d'espoir, comme l'économie chinoise, qui montre au reste du monde à quoi pourrait ressembler la vie après la COVID-19.

Heureusement, le reste du monde a pris connaissance des récentes annonces relatives aux résultats cliniques positifs pour plusieurs candidats vaccins, lesquels devraient être offerts à l'échelle mondiale au cours des prochains mois et permettre une inoculation rapide. Ces nouvelles devraient aider à stimuler l'économie mondiale puisque les entreprises et les consommateurs seront bientôt autorisés à reprendre leurs activités normales, comme les rassemblements sociaux, les événements sportifs, les déplacements, les dîners au restaurant et bien plus encore. La reprise « en K », où certains secteurs ont rebondi rapidement alors que d'autres ont stagné, se transformera en reprise plus uniforme s'apparentant davantage à une reprise « en V » et un plus grand nombre de secteurs reviendront à la normale.

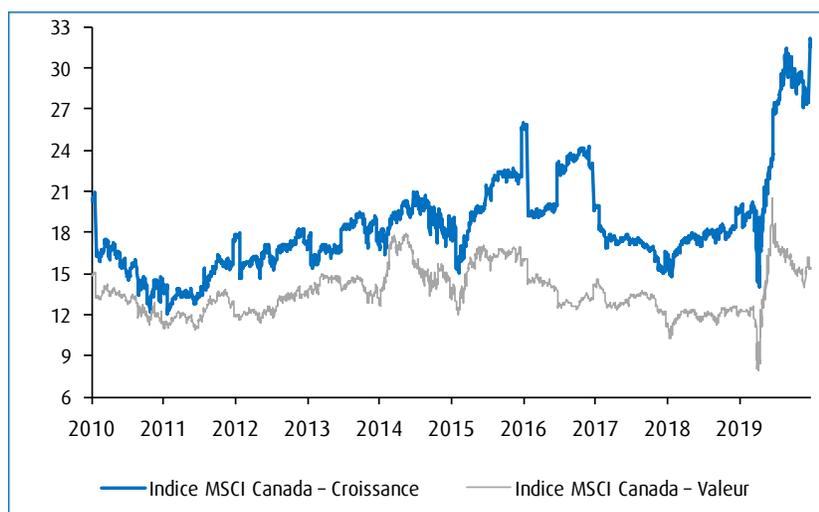
Les mesures de relance budgétaire ont pris la forme de subventions et de soutien au revenu et elles ont comblé les manques pendant les fermetures liées à la COVID-19, mais elles peuvent maintenant être redirigées vers des dépenses en infrastructures. Au lieu de servir à subventionner les revenus, les mesures donneront un coup de pouce supplémentaire à l'économie en créant des emplois.

La reprise économique entraînera un redressement des bénéficiaires, car les entreprises reprendront leurs activités normales auprès de leurs clients. La croissance mondiale s'étendra également au-delà du secteur des technologies à forte croissance à long terme pour atteindre les secteurs cycliques, comme la consommation discrétionnaire, l'industrie et les services financiers

### Relance de la rotation

Pendant la majeure partie de l'année, la préférence pour les actions de croissance à grande capitalisation s'est accélérée puisque les investisseurs considéraient que plusieurs de ces sociétés « profitaient » de la crise de la COVID-19. Par conséquent, un écart de valorisation particulièrement important s'est creusé entre les secteurs, comme ceux de la technologie et des services financiers, ainsi qu'entre les styles de placement, comme le style croissance par rapport au style valeur (voir la **figure 3**).

**Figure 3 : Ratio C/B prévisionnel de l'indice MSCI Canada – Croissance et de l'indice MSCI Canada – Valeur**



Source: Bloomberg ; au 30 novembre 2020

Au dernier trimestre de 2020, les tendances qui s'étaient imposées tout au long de l'année ont commencé à s'estomper. Les actions des sociétés technologiques à grande capitalisation et des sociétés aurifères ont commencé à inscrire une contre-performance lorsque les marchés ont commencé à tenir compte d'un éventuel changement de meneurs. Les titres de croissance qui avaient dominé le marché depuis le début de l'année ont commencé à stagner et de nouveaux meneurs sont apparus au moment où, un à la fois, les autres secteurs ont pris part à la hausse des marchés boursiers.

L'élection présidentielle aux États-Unis a été le premier catalyseur de ce changement, l'optimisme à l'égard des investissements dans les infrastructures laissant entrevoir la possibilité d'une intensification de la reprise économique. Par la suite, lorsqu'on a dévoilé les résultats d'essais positifs pour plusieurs candidats vaccins, une rotation rapide s'est amorcée et les meneurs « gagnants de la COVID-19 » ont laissé la place à certains des secteurs les plus durement touchés : compagnies aériennes, exploitants de navires de croisière, sociétés de divertissement et de loisirs. D'autres régions ont également commencé à participer à la reprise boursière de 2020; les marchés européens ont nettement progressé et mené la remontée des actions mondiales.

Selon nous, même si de nombreuses tendances technologiques à long terme sont susceptibles de persister, le secteur pourrait tirer de l'arrière par rapport à l'ensemble des marchés en raison de l'incidence des flux de capitaux dans des sociétés cycliques

auparavant en difficulté qui devraient profiter du redémarrage des économies. Une reprise cyclique, qui se manifestera probablement au premier semestre de 2021, soutiendra la poursuite de cette rotation.

Les actions de croissance se comportent aussi généralement bien lorsque la croissance est rare puisqu'il s'agit des seules actions d'entreprises en mesure d'afficher une croissance des bénéfices positive en contexte de ralentissement économique. Lorsque la croissance est plus généralisée, comme pendant les premiers jours d'une période d'expansion économique, les titres de valeur ont tendance à inscrire des rendements supérieurs.

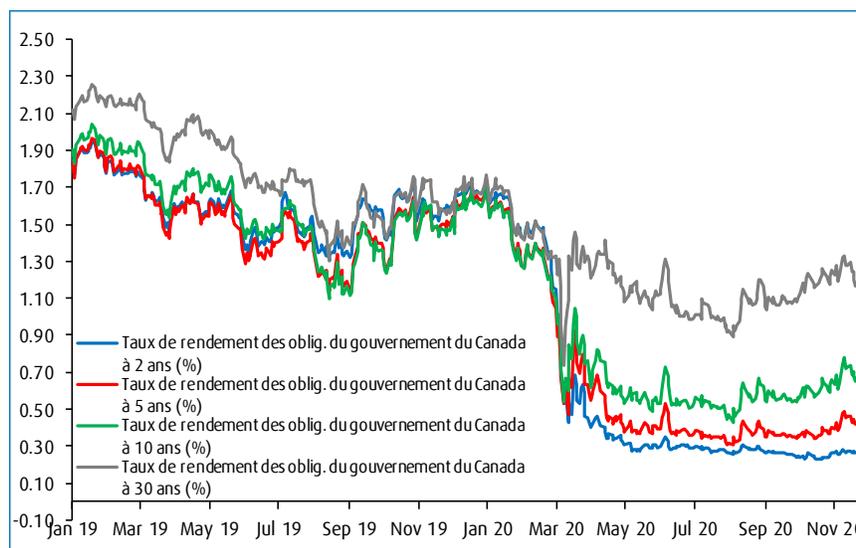
### Faible risque de reflation

Les taux d'intérêt à court terme seront ancrés par les banques centrales, mais les taux d'intérêt à moyen et à long terme pourraient augmenter légèrement, les craintes d'inflation s'intensifiant dans un contexte de reprise économique mondiale.

Les taux ne devraient pas connaître de mouvement important, car les capacités excédentaires élevées de l'économie mondiale compenseront le risque d'inflation qui découle des mesures de liquidité extrêmes mises en place par les banques centrales et les gouvernements pour soutenir les économies pendant la pandémie mondiale. Malgré une hausse rapide, les niveaux d'emplois sont encore loin de ceux d'avant la pandémie, ce qui crée une importante ressource inexploitée qui devrait permettre de contenir l'inflation.

Les taux de rendement des obligations d'État sont toujours près des creux records, les écarts sont serrés et les courbes des rendements s'accroissent graduellement. Ces facteurs, dans leur ensemble, ne sont pas de bon augure pour les rendements attendus à court terme. Il importe par ailleurs de souligner que les taux de rendement des obligations d'État ne sont généralement pas parvenus à suivre l'élan de la progression des actifs à risque. Les taux de rendement au Canada et aux États-Unis ont affiché une légère tendance à la hausse, mais ils ne sont certainement pas représentatifs de l'enthousiasme des investisseurs à l'égard des actifs à risque. Malgré la remontée des indices boursiers et le resserrement des écarts de taux des obligations de sociétés aux niveaux antérieurs à la pandémie, les taux des obligations d'État restent inférieurs à ce qu'ils étaient au début de l'année.

**Figure 4 : Taux de rendement des obligations du gouvernement du Canada à 2, 5, 10 et 30 ans**



Source: Bloomberg ; au 30 novembre 2020

La Réserve fédérale américaine (Fed) a récemment annoncé que le niveau de l'emploi ne constituera pas un motif de hausses futures des taux d'intérêt. Puisqu'il reste encore plus de 10 millions d'emplois à récupérer aux États-Unis, il est peu probable que l'économie américaine renoue avec les niveaux d'avant la pandémie d'ici la fin de 2021. La Fed s'est également dite disposée à laisser l'inflation dépasser sa cible de 2 % pendant un certain temps. Cette approche atténue en partie la pression à long

terme ou éventuelle à la hausse sur les taux et souligne l'engagement à maintenir les taux à court terme à des niveaux peu élevés dans un avenir prévisible.

La Banque du Canada (BdC) a ralenti le rythme de ses achats d'obligations, mais s'est tournée vers l'achat d'obligations à long terme afin de mieux influencer les taux d'emprunt, qui sont plus importants pour les ménages et les entreprises. Dans sa récente décision sur les taux, la BdC a réitéré son engagement à l'égard d'un soutien monétaire extraordinaire. Les deux banques centrales ont clairement indiqué qu'en plus d'ancrer les taux à court terme, probablement jusqu'en 2023, elles poursuivraient leurs achats d'actifs au moins tout au long de 2021.

La modeste progression des taux d'intérêt à long terme et les attentes limitées en matière de hausse des taux l'année prochaine s'expliquent donc en partie par la combinaison de l'incertitude économique, du lent retour à la normale et des politiques des banques centrales, y compris les solides prévisions.

Dans l'ensemble, il sera difficile pour les investisseurs en titres à revenu fixe de reproduire le rendement de cette année. Plus que jamais, ils chercheront à améliorer le rendement de leur portefeuille tout en maintenant une couverture contre la volatilité des actions. Les investisseurs pourraient rechercher des placements de rechange à rendement plus élevé, mais cela aura aussi une incidence sur le profil de risque de la composante de préservation du capital de leur portefeuille. À mesure que l'économie reprendra de la vigueur plus tard en 2021, les taux de rendement devraient rester très faibles, les écarts devraient avoir peu de marge de manœuvre pour se resserrer et la courbe des rendements devrait s'accroître.

Enfin, malgré le resserrement des écarts de taux, nous croyons que le segment des obligations de sociétés continuera d'offrir une valeur relative, en particulier au Canada; c'est pourquoi nous maintenons leur surpondération.

## Conclusion

Nous sommes optimistes quant à l'avenir, mais nous restons tout de même prudents. Il est rare que les choses se déroulent exactement comme prévu et cet optimisme dépend en grande partie de la distribution harmonieuse du vaccin contre la COVID-19 à l'échelle mondiale. Les défis importants que comportera la distribution pourraient influencer sur le moment de la vaccination de masse.

Nous avons bon espoir qu'un changement d'administration ne se traduira pas par des modifications importantes aux politiques actuelles et que, par rapport aux quatre années précédentes, il pourrait accroître la stabilité en matière de risque géopolitique et réduire les tensions commerciales. Cependant, de nouvelles embûches politiques inattendues pourraient apparaître.

Nous devons rester concentrés sur les principaux facteurs du marché et non sur les nouvelles du jour. Dans l'ensemble, la faiblesse des taux d'intérêt, conjuguée aux pressions à la hausse modérées, le soutien du système bancaire central à l'échelle mondiale et, tôt ou tard, le fléchissement de la courbe des cas de COVID-19 sont de bon augure pour les actifs à risque comme les actions et les titres de créance mondiaux.

La fin d'année sera difficile puisque nous devons trouver des façons inédites de célébrer les Fêtes sans rencontrer nos amis et notre famille comme nous le faisons habituellement. En même temps, il est probable que la deuxième vague accélérera l'augmentation du nombre de cas et qu'elle exercera des pressions supplémentaires sur les systèmes de soins de santé partout dans le monde. Nous sommes extrêmement reconnaissants pour les efforts des travailleurs de première ligne dans toutes les collectivités.

**Si vous avez des questions ou si vous désirez discuter de vos placements, veuillez communiquer avec votre conseiller financier de BMO.**



Les renseignements contenus dans la présente publication sont fondés sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprise. Nous les estimons fiables sans toutefois en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans cette publication sont purement ponctuelles et peuvent changer en tout temps. BMO Gestion privée n'est pas responsable des pertes pouvant découler de l'utilisation du présent commentaire ou de son contenu. Les informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments contenus dans le document ne doivent pas être considérés comme une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de produits ou de services qui y sont mentionnés (y compris de marchandises, de titres ou autres instruments financiers), et ces informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments ne doivent pas être considérés comme un conseil en matière de placement ou de fiscalité, ou comme une recommandation quant à la conclusion d'une quelconque opération, ni comme une assurance ou une garantie en ce qui concerne les résultats d'une quelconque opération.

Vous ne devriez pas agir sur la foi des renseignements de cette publication, ni vous y fier sans avoir obtenu les conseils d'un professionnel compétent. BMO Gestion privée est un nom de marque du groupe d'exploitation qui comprend la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées qui offrent des produits et des services de gestion privée. Les produits et les services ne sont pas tous offerts par toutes les entités juridiques au sein de BMO Gestion privée. Les services bancaires sont offerts par l'entremise de la Banque de Montréal. Les services de gestion de placements, de planification de patrimoine, de planification fiscale et de planification philanthropique sont offerts par BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Gestion privée de placements Inc. Les services de garde de valeurs ainsi que les services successoraux et fiduciaires sont offerts par la Société de fiducie BMO. Les services et les produits d'assurance sont offerts par l'intermédiaire de BMO Services conseils en assurances et planification successorale Inc., une filiale en propriété exclusive de BMO Nesbitt Burns Inc. Les entités juridiques de BMO Gestion privée n'offrent pas de conseils fiscaux. La Société de fiducie BMO et BMO Banque de Montréal sont membres de la Société d'assurance-dépôts du Canada.

<sup>MD</sup> Marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence.