

Le choc pétrolier aurait été suffisant

Pourquoi notre positionnement est défensif

Comme les choses évoluent rapidement ! Au cours des six dernières semaines, les marchés ont connu autant les meilleurs moments que les pires. Du 19 février au 23 mars, le marché boursier américain a connu la débâcle la plus rapide de l'histoire, avec une perte de 33,9 % par rapport à l'indice S&P 500. Puis de mardi à jeudi de la semaine dernière, son gain de 17,5% a représenté sa meilleure performance en trois jours depuis les années 1930. Puis, au cours des 21 jours de négociation entre le 27 février et le 27 mars, les marchés ont enregistré le gain quotidien le plus élevé depuis 1933 et la deuxième plus grande perte depuis 1940. Nous désirons profiter de ce bulletin pour vous présenter deux scénarios, l'un positif et l'autre négatif, qui représenteront un sommaire des éléments économiques observés, puis, notre conclusion et une description du positionnement des portefeuilles.

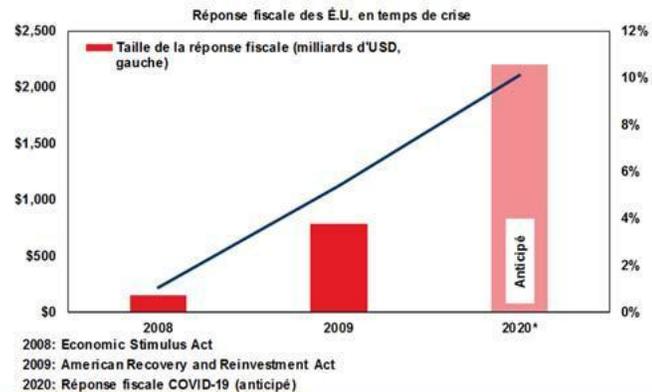
Le scénario positif

Ce point de vue de l'optimiste se fonde sur l'arrêt précoce des mauvaises nouvelles et l'arrivée de meilleures nouvelles dans un avenir suffisamment proche :

- **L'impact négatif de la maladie sur l'économie sera significatif mais bref.** Le terme « en forme de V » domine la plupart des prévisions, autant entre le deuxième trimestre qu'entre 2020 et 2021.
- **Les premiers pays à contracter le virus ont fait des progrès notables.** Les données rapportées sur leurs nouveaux cas se sont aplaties, et en Corée du Sud, il y a davantage de personnes qui sortent des hôpitaux que celles qui y entrent. Toutes les prévisions consultées présument que le virus sera maîtrisé dans un délai de trois mois environ. La courbe est aplatie puis se tourne vers le bas. Le virus est circonscrit puis éliminé, un climat plus chaud provoque un recul de la maladie, de nouveaux traitements favorisent le rétablissement et un vaccin est mis au point.
- Pendant ce « coma économique artificiel », **le gouvernement maintiendra l'économie en vie** et la reprise économique sera principalement due à la réussite du plan de sauvetage et de relance de la Fed/Trésor. Ces institutions ont annoncé des dépenses sans précédent et ont indiqué qu'elles feront tout ce qui est nécessaire. Des mesures qui ont été prises après des mois de délibérations lors de la crise financière mondiale ont été déployées dans les premières semaines de l'épisode actuel.

- **Les banques sont beaucoup moins vulnérables** qu'elles ne l'étaient pendant la crise financière mondiale, avec seulement un tiers de l'effet de levier. Ainsi, les préoccupations relatives à la santé de l'ensemble du système financier sont considérablement moindres.

3 Important plan de relance budgétaire en vue



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, U.S. Congressional Business Office)
*PIB de 2019



- **L'efficacité du secteur privé des États-Unis complétera les**

efforts du gouvernement en matière de santé publique, produisant des quantités massives de fournitures et d'équipement, tout en développant des tests, des traitements et des vaccins.

À la lecture des perspectives les plus positives concernant l'épisode actuel, il est difficile de ne pas penser à l'expression « **Bankers Optimistic** » publiée le 30 octobre 1929, à propos du krach boursier de la veille. En cette journée teintée d'optimisme, la Grande Dépression en avait encore pour onze ans avant de se terminer.

Le scénario négatif

- **Les perspectives de la maladie sont toujours incertaines, en particulier aux États-Unis.** Le succès pour d'autres pays à ralentir la maladie a été fonction d'une distanciation sociale généralisée, de tests et de prise de température pour identifier les personnes infectées, et ensuite de les isoler. Les États-Unis accusent du retard à tous ces égards. Les tests sont rarement disponibles, la prise de température de masse est inexistante, et les gens se demandent si la mise en quarantaine à grande échelle est légale. En Chine, aucune province en dehors de Hubei n'a jamais compté plus de 1 500 cas. Aux États-Unis, 11 États ont déjà atteint ce total. En termes d'hôpitaux, de lits, de ventilateurs et de fournitures, les États-Unis sont sous-équipés pour répondre aux défis. Les médecins, les infirmières et les premiers intervenants sont à risque.
- **L'économie se contractera à un rythme historique.** Plusieurs millions de personnes seront jetées au chômage. Les gens seront incapables de soutenir les entreprises. Non seulement les travailleurs manqueront des chèques de paie et les entreprises des revenus, mais la production physique des entreprises s'épuisera, ce qui signifie que les produits essentiels pourraient venir à manquer. Pour la semaine se terminant le 28 mars, 6,64 millions de nouvelles demandes de chômage ont été déposées aux États-Unis, par rapport 3,28 millions la semaine, l'ancien record.

Tous les scénarios sont possibles : le chômage reviendrait à 8-10 % et le PIB du deuxième trimestre diminuerait de 15 à 30 % par rapport au niveau de l'année précédente (versus une baisse de 10 % au premier trimestre de 1958, le pire trimestre de l'histoire). Certains prévisionnistes ont déclaré que les bénéfices combinés des sociétés du S&P 500 diminueraient de 10 % au deuxième trimestre, mais cela nous semble être une baisse beaucoup trop faible. À l'autre extrémité du spectre, on a prédit que les bénéfices de S&P diminueraient de 120 % (Au total, les 500 entreprises passeraient de bénéfices à des pertes).

- **Il sera très difficile de résoudre le conflit entre l'isolement social et la reprise économique.** Plus les gens resteront longtemps à la maison, plus il sera difficile de redonner vie à l'économie. Mais plus tôt ils retourneront au travail et à d'autres activités, plus il sera difficile de maîtriser la maladie. Premièrement, la croissance quotidienne du nombre de nouveaux cas doit être réduite. Ensuite, le nombre de nouveaux cas doit commencer à diminuer d'une journée à l'autre (c'est-à-dire que le taux de croissance doit devenir négatif). Ensuite, les nouveaux cas doivent cesser d'apparaître quotidiennement. Tant qu'il y a de nouveaux cas chaque jour, il y a des gens qui sont contagieux. S'ils retournent dans la société et sont en contact avec les autres, la maladie persistera et se propagera. Et si nous saisissons l'occasion d'une baisse du nombre de nouveaux cas pour reprendre l'activité économique, nous risquons un rebond du taux d'infection.
- **Dans la plupart des cas, nous avons des entreprises dont les revenus sont en baisse et des entreprises dont les revenus ont disparu.** Elles peuvent réduire leurs dépenses, mais parce que beaucoup sont fixes elles ne peuvent pas réduire les dépenses aussi vite que les revenus diminuent. C'est pourquoi les bénéfices du deuxième trimestre diminueront, se tariront ou deviendront négatifs. Les revenus peuvent être de retour relativement bientôt pour certaines industries (comme le divertissement), mais moins rapidement pour d'autres (comme les croisiéristes).
- **Beaucoup d'entreprises ont débuté cet épisode fortement endettées.** Les dirigeants ont profité des faibles taux d'intérêt et du généreux marché des capitaux pour émettre des titres d'emprunt, et certains ont effectué des rachats d'actions, réduisant leur nombre d'actions et augmentant leur bénéfice par action (et peut-être leur rémunération de dirigeants). Le niveau d'endettement des sociétés complique les questions de perte de revenus et de bénéfices. Nous prévoyons donc une augmentation des défauts de paiement pour les mois à venir.

- **Les plus grandes hausses surviennent généralement lors des marchés baissiers.** Les rallyes observés récemment rappellent ceux d'autres marchés difficiles, notamment lors de la grande crise financière de 2008-09. Les investisseurs qui auraient été tentés par les remontées spectaculaires d'octobre et de novembre 2008 ignoraient que le creux du marché ne serait atteint qu'en mars 2009 au prix d'un recul global de près de 60 %.

Bounce start	Bounce end	Trading days	Size of bounce
17-Sep-08	19-Sep-08	2	9%
10-Oct-08	13-Oct-08	1	12%
15-Oct-08	20-Oct-08	3	9%
27-Oct-08	4-Nov-08	6	18%
20-Nov-08	28-Nov-08	5	19%
1-Dec-08	8-Dec-08	5	11%
20-Jan-09	28-Jan-09	6	9%

Source: GS Global Investment Research

- Enfin, en plus de la pandémie et de ses répercussions économiques, en raison d'une confluence de la consommation réduite et d'une guerre de prix entre l'Arabie saoudite et la Russie, **le prix du pétrole est passé de 61 dollars le baril à la fin de l'année à 23 dollars aujourd'hui.** Bien que de nombreux consommateurs, entreprises et pays bénéficient de la baisse des prix du pétrole, d'autres subissent de graves répercussions : de lourdes pertes pour les entreprises et les pays producteurs de pétrole (cette industrie représente 9 % du PIB du Canada), des pertes d'emplois (l'industrie pétrolière et gazière fournit directement plus de 5 % des emplois américains), une baisse importante de l'investissement en capital de l'industrie, qui représentait récemment une part significative de l'investissement total des États-Unis, une réduction de la production et une diminution de l'indépendance pétrolière américaine. **Nous estimons que ce choc pétrolier aurait été suffisant pour plonger l'économie nord-américaine en récession.**

À notre avis, **la somme des impacts négatifs semble beaucoup plus vaste; par conséquent, nous nous anticipons une baisse du prix des actifs à risque sur un horizon de moyen terme.**

Ce que nous avons fait

Nous avons été très actifs au cours des dernières semaines pour positionner les portefeuilles de façon à réduire considérablement l'impact d'un scénario négatif, et même, d'en tirer profit.

- Nous avons significativement réduit le risque de crédit, c'est-à-dire les obligations corporatives de même que les fonds négociés en bourse (FNB) obligataires diversifiés à l'exception des obligations fédérales canadiennes et américaines. Nous n'avons aucune exposition aux actions privilégiées dont le recul a dépassé celui de l'indice S&P/TSX.
- Nous avons réduit ou éliminé nos positions dans le secteur financier et du transport. Nous n'avons aucune exposition directe à l'énergie ni aux matériaux.
- Nous avons réduit ou éliminé les placements à liquidité mensuelle (affacturation et crédit privé) de même que les billets sans garantie de capital à l'échéance.

- Nous avons ajouté des obligations fédérales américaines à longue durée non couvertes pour la devise. Nous croyons que les taux baisseront encore et que la devise américaine continuera de s'apprécier à moyen terme.
- Nous avons augmenté les liquidités à environ 7,5 % des portefeuilles afin pouvoir profiter de certaines occasions ponctuelles.
- Nous avons ajouté une stratégie dite de « tail risk » qui profite des baisses en bourse par l'achat d'options de ventes, de même qu'une stratégie dite « Long / Short » éprouvée depuis 2002, qui permet au gestionnaire de vendre à découvert (l'inverse d'acheter) des titres de faible qualité et d'acheter de meilleures compagnies. Au total, l'exposition au marché est presque neutre et le rendement découle essentiellement de l'écart entre la qualité et la performance de ces compagnies. Toutes les stratégies ajoutées répondent à des critères stricts de diligence raisonnable, incluant celui qui stipule que le gestionnaire doit posséder 100 % de ses actifs dans le fonds sélectionné.
- Nous avons maintenu et légèrement bonifié notre position en or, en hausse de près de 7 % depuis le 1er janvier. Le métal précieux est en forte demande, pourra profiter de la faiblesse des taux d'intérêt et offre un rendement généralement décorrélié avec celui des actions et des obligations.
- Nous avons maintenu et légèrement augmenté notre position en fonds de compagnies américaines innovantes. Le gestionnaire a pu très tôt profiter de l'engouement pour des compagnies qui profitent du confinement, tel que Zoom et Blue Apron.
- Nous avons conservé nos titres dans les secteurs défensifs, soit la technologie (Enghouse et Constellation Software), la consommation de base (Métro Richelieu, Alimentation Couche-Tard, Saputo et Dollarama) et les télécommunications (BCE).
- Nous avons ajouté deux compagnies technologiques très solides dont le prix a chuté, soit Kinaxis et Shopify, cette dernière se transigeant à un cours inférieur de 37 % par rapport au sommet atteint en début d'année.

Ce que nous prévoyons faire :

- Nous allons compléter le portefeuille par des compagnies de service public. Celle-ci résistent bien à la volatilité et offrent un dividende soutenable et attrayant.
- Nous regardons attentivement des titres américains de croissance avec une bonne visibilité des bénéfices, des liquidités importantes, peu ou pas de dette et dont les prix pourraient fléchir à nouveau et représenter de bons points d'entrée.
- Nous ajouterons des actions mondiales via des stratégies conservatrices. L'Europe, lourdement affectée par le COVID-19, un vieillissement de la population et un niveau

d'endettement important, recélera tout de même d'excellentes occasions à contre-courant au cours des prochains mois.

Nous avons substantiellement réduit la volatilité de tous les portefeuilles et serons opportunistes au cours des prochains mois. D'ici une stabilisation éventuelle de la situation, nous recommandons toujours de regarder le compte dans son ensemble : les différentes stratégies sont conçues pour agir de concert, et il peut être tentant de se concentrer sur celles qui affichent un rendement négatif et de vouloir ajouter à d'autres qui sont positives. Certaines stratégies seront profitables même lors des prochains reculs.

L'appel des « sirènes du marché », soit la peur de perdre et l'avarice ou la peur de manquer un rebond, sera particulièrement puissant au cours des prochaines semaines, d'autant que la situation économique et les critères de stabilisation que nous suivons changent rapidement. Lors de notre prochaine communication, nous vous fournirons davantage d'informations sur les informations que nous suivons pour identifier des moments opportuns pour ajouter des classes d'actifs à risque aux portefeuilles.

Nous en profitons pour vous souhaiter des très joyeuses Pâques.

Vincent Boucher et l'Équipe Crescendo

Sources : Bloomberg, Oaktree Capital, Morningstar, Banque Nationale Économie et stratégie et bureau du CIO.

Nous avons rédigé le présent commentaire afin de vous donner notre avis sur différentes solutions et considérations en matière d'investissement susceptibles d'être pertinentes pour votre portefeuille de placements. Ce commentaire reflète uniquement nos opinions et peut ne pas refléter celles de Banque Nationale Groupe financier. En exprimant ces opinions, nous nous efforçons d'appliquer au mieux notre jugement et notre expérience professionnelle du point de vue d'une personne appelée à suivre un vaste éventail de placements. Par conséquent, le présent rapport représente notre opinion éclairée et non une analyse de recherche produite par le Service de recherche de la Financière Banque Nationale. Financière Banque Nationale – Gestion de patrimoine (FBNGP) est une division de la Financière Banque Nationale inc. (FBN) et une marque de commerce appartenant à la Banque Nationale du Canada (BNC) utilisée sous licence par la FBN. FBN est membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE) et est une filiale en propriété exclusive de la BNC, qui est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA : TSX). Les titres ou les secteurs d'investissement mentionnés aux présentes ne conviennent pas à tous les types d'investisseurs. Veuillez consulter votre conseiller en placement afin de vérifier si ces titres ou secteurs conviennent à votre profil d'investisseur et pour avoir des informations complètes, incluant les principaux facteurs de risques, sur ces titres ou secteurs.