



Le 8 juin 2020

La tendance haussière observée sur les marchés boursiers mondiaux depuis la fin du premier trimestre traduit l'impact de l'injection massive de liquidités dans le système financier ainsi que les attentes des investisseurs quant au retour progressif à un niveau plus normal d'activité économique. Or, la pandémie actuelle évolue selon un scénario dont on ne connaît pas la fin, tandis que les risques économiques et sociaux qu'elle fait courir n'ont pas encore diminué. Néanmoins, nous voyons poindre des signes encourageants sur le plan de l'économie et de la santé. Conscients des incertitudes qui subsistent à court terme, nous investissons graduellement nos liquidités excédentaires.

L'économie donne des signes encourageants...

Lorsque la pandémie s'est installée, la demande mondiale de biens et services a subi une chute historique. Par exemple, le trafic aérien de passagers a fondu de plus de 90 % en quelques semaines à peine. Aux États-Unis, les ventes d'automobiles ont reculé de 47 % comparées à 2019. Le même mois, la demande mondiale de pétrole a plongé d'environ 30 %. Aux États-Unis, l'emploi a baissé de 16 % en avril, avec 25 millions de nouveaux chômeurs, et les ventes au détail ont diminué de 22 % sur un an. Le PIB réel américain s'est contracté de 1,3 % au premier trimestre, alors que le confinement ne faisait que commencer, et on prévoit qu'il perdra encore 10 % au deuxième trimestre.

L'économie mondiale donne cependant des signes timides de réouverture et de rétablissement. La demande de pétrole a commencé à se renforcer, bien qu'elle demeure inférieure de 15 % à 20 % à son niveau normal. En Chine, les ventes de voitures annualisées ont rebondi, passant de 4 millions en février à 17 millions en avril. Aux États-Unis, le revenu disponible des particuliers augmente. Nous estimons que le taux d'épargne a atteint 33 %, d'où un potentiel considérable de croissance de la consommation. Les installations manufacturières redémarrent en juin. Nous nous attendons à ce que la production automobile nord-américaine remonte à 14 millions de véhicules (en taux annuel) au troisième trimestre, contre seulement 4 millions au deuxième trimestre.

... ce qui explique en partie la reprise boursière

Les marchés boursiers ont commencé à escompter la fin de la pandémie et le retour à un niveau plus normal d'activité économique. Cependant, cette activité ne reviendra à la normale qu'une fois la pandémie terminée, et la pandémie ne prendra fin que lorsque nous aurons acquis une immunité collective par transmission du virus d'une personne à l'autre ou par un vaccin. Or, il faudra sans doute attendre au moins un an avant que l'une ou l'autre de ces éventualités se réalise.

La bourse réagit également à des mesures massives de relance monétaire et budgétaire. Nous nous attendons à ce que le bilan de la Réserve fédérale américaine atteigne 9 000 milliards de dollars, soit deux fois plus qu'au début de 2020. L'augmentation du bilan de la Fed équivaut à près de 25 % du PIB des États-Unis. De plus, le déficit budgétaire fédéral américain devrait frôler 20 % du PIB en 2020. Des mesures semblables, mais légèrement plus modérées, ont été prises à l'échelle mondiale.

Les taux d'intérêt à court et à long terme sont tombés à leur plus bas en plusieurs siècles, faisant encore monter les prix des obligations qui offrent peu de perspectives de rendement nominal, sans parler de rendement après inflation. Pourtant, les investisseurs achètent les émissions colossales de titres d'emprunt.

Nous observons une évolution positive du côté des vaccins...

Le virus n'a pas beaucoup changé depuis son apparition. Bien qu'il se présente en différentes souches possédant des caractéristiques légèrement différentes, sa contagiosité, sa létalité générale et son effet sur les personnes âgées demeurent conformes aux premières estimations. Il n'existe encore ni traitement ni vaccin. Les efforts



mondiaux visant à endiguer le virus sont toutefois encourageants, mais il ne faut pas sous-estimer les difficultés importantes auxquelles on se heurte.

Plus de 90 candidats vaccins contre le coronavirus sont à l'étude. Deux d'entre eux ont livré des résultats préliminaires prometteurs lors des essais cliniques d'innocuité de phase I, à savoir le vaccin de Moderna et celui d'AstraZeneca (vaccin d'Oxford). Les deux passent à la phase II, et de vastes essais de phase III sont en préparation. Le Royaume-Uni a commencé à recruter 10 000 volontaires pour un essai du vaccin d'Oxford et les États-Unis planifient le lancement de nombreux essais en juillet, avec plus de 20 000 personnes par candidat vaccin. Sans avoir encore obtenu la preuve de l'innocuité et de l'efficacité de son vaccin et sans savoir s'il sera approuvé, AstraZeneca s'est engagée à produire suffisamment de doses pour l'administrer à 30 millions de Britanniques d'ici septembre et 300 millions d'Américains d'ici octobre. De son côté, le vaccin de Moderna pourrait avoir accumulé suffisamment de données probantes pour obtenir une autorisation d'utilisation d'urgence d'ici la fin de l'année. Bill Gates a mentionné que sa fondation finançait des installations de production de cinq candidats vaccins.

La course au vaccin est impressionnante. On peut théoriquement envisager la mise au point d'un vaccin à la fin de l'année, mais ce serait un exploit remarquable. Bien des spécialistes se montrent plus circonspects et ne retiennent pas une telle éventualité comme scénario de base. Il faudra des mois pour mener à bien les programmes de vaccination. Il est possible, mais pas garanti, que les populations acceptent de se faire administrer un vaccin fondé sur une nouvelle technologie et de nouveaux mécanismes d'action, pour ainsi dire sans antécédents et élaboré dans le cadre d'un calendrier abrégé.

Par ailleurs, nous comprenons de mieux en mieux les modes de propagation du virus. On estime que les masques, même les plus rudimentaires, réduisent le taux d'infection de 50 %. Si deux personnes qui se rencontrent portent un masque, la réduction passe à 75 %, soit suffisamment pour abaisser le R_0 (le taux de reproduction) au-dessous de 1, ce qui arrête la propagation de la maladie. On souligne également le rôle des événements de super-propagation. L'élimination de grands rassemblements dans les bars, les églises, les chorales, les événements sportifs ou les usines peut également avoir un impact significatif sur le R_0 .

Des améliorations spectaculaires se sont produites au niveau des tests ces derniers mois et devraient se poursuivre. De plus, des infrastructures de traçage des contacts sont mises en place dans de nombreux pays. Ces mesures ne suffiront peut-être pas à éviter une deuxième vague, mais elles permettront aux autorités sanitaires de repérer et de contenir les éclosions de façon beaucoup plus rapide et efficace.

À la lumière de ce que nous savons actuellement du virus, il faudrait qu'au moins 70 % de la population soit infectée pour que nous parvenions à une immunité collective. Or, on estime qu'environ 5 % de la population américaine a été infectée, soit 15 fois moins que la proportion requise. Cependant, de petites études indiquent qu'une partie importante de la population pourrait être moins à risque d'être infectée grâce à une immunité croisée due à une exposition préalable à d'autres coronavirus. Si tel est le cas, l'immunité collective pourrait être obtenue avec un taux d'infection moins élevé.

... mais notre réaction face au virus demeure incertaine

Les mesures adoptées pour contenir le virus varient selon les pays : tous ne suivent pas la même voie. À l'intérieur même des États-Unis, différents États ont encouragé différents comportements. De leur côté, les pays émergents pourraient avoir du mal à affronter la pandémie vu leurs ressources limitées et leur plus forte densité démographique.

À mesure que les économies rouvrent, les entreprises risquent d'éprouver plus de difficultés si les populations se montrent indisciplinées, si les mesures d'atténuation et d'endiguement sont insuffisantes, si le virus nous donne plus de fil à retordre que prévu ou si le vaccin demeure hors d'atteinte malgré des essais prometteurs. Cette période verra un surcroît d'endettement et peut-être des faillites, notamment du côté des PME. Cependant, le poids de la dette contractée demeure inconnu parce qu'il dépendra de la capacité de l'économie de fonctionner de façon plus ou moins normale jusqu'à la découverte d'un vaccin. Quels seront les effets durables de cette dette sur les flux de trésorerie des sociétés, sur leur capacité d'investir ou leur obligation d'augmenter leurs prix, ou sur la capacité de dépenser ou le besoin de taxation des gouvernements ?



Le virus ne menace pas seulement la santé humaine, mais également la cohésion sociale et politique. Les conséquences de ces tensions sont elles aussi inconnues. Nous avons bon espoir que tout sera mis en œuvre pour faire face à ces possibles problèmes sociaux, comme les interventions budgétaires et monétaires ont tâché de faire face aux problèmes économiques.

Des portefeuilles positionnés en vue de la reprise qui suivra la pandémie

Malgré ces incertitudes, nous nous attendons à ce que la pandémie soit arrivée à son terme d'ici un an. Contrairement aux catastrophes naturelles, elle n'aura pas détruit d'installations physiques et, même dans les scénarios les plus pessimistes, elle ne devrait pas réduire la population en âge de travailler. Nous savons également que les mesures massives de relance budgétaire et monétaire qui auront été mises en œuvre mettent habituellement entre six et dix-huit mois pour faire leur chemin dans l'économie. Par conséquent, l'année 2021 pourrait être très dynamique, surtout au deuxième semestre. Or, les cours boursiers évoluent habituellement en prévision des événements à venir.

Nous savons qu'il existe une avenue permettant à l'économie de redémarrer et de composer avec les problèmes de liquidité créés par la pandémie. Nous pensons que l'économie empruntera cette avenue, non sans hésitation toutefois. Les actions de nombreuses sociétés se négocient à des valorisations raisonnables et l'économie se rétablira une fois l'incertitude actuelle levée. La demande de biens et services renouera avec ses niveaux antérieurs, même dans les secteurs les plus durement touchés comme le pétrole et les autres produits de base, les voyages, les restaurants, et le commerce de détail.

Nous traversons une situation exceptionnelle et sans précédent. Nous pensons que les sociétés détenues dans nos portefeuilles sont appelées à prospérer et continueront de jouer un rôle constructif et essentiel dans leur secteur respectif. Nous décelons également des occasions de placement, mais il serait malavisé d'ignorer les risques qui subsistent à court terme. En rétrospective, nous pourrions constater que certains de nos gestes ont été prématurés et que d'autres ont été trop hésitants. Néanmoins, nous jugeons actuellement plus prudent d'investir nos liquidités excédentaires de façon progressive et mesurée.

Le présent document a été préparé par Letko, Brosseau & Associés Inc. à titre indicatif seulement et ne vise pas à fournir des conseils d'ordre comptable, juridique ou fiscal ou des recommandations en matière de placement, et ne doit pas être utilisé comme tel. À moins d'indication contraire, les renseignements qu'il contient sont présentés aux dates indiquées. Bien que ces renseignements soient considérés comme exacts à la date où ils ont été préparés, Letko Brosseau ne peut garantir qu'ils sont exacts, complets et à jour en tout temps.

Lorsque les renseignements contenus dans le présent document proviennent ou sont dérivés de sources externes, les sources dont ils proviennent sont considérées comme étant fiables, mais la société n'en a pas effectué une vérification indépendante. Aucune représentation ou garantie n'est fournie quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité de ces renseignements. Les opinions ou estimations contenues dans le présent rapport constituent notre jugement à cette date et sont sujettes à changement sans préavis. Les rendements passés ne sont pas garants des résultats futurs.

Le présent document peut contenir certaines déclarations prospectives qui reflètent nos attentes actuelles ou prévisions quant à des événements futurs concernant l'économie, les changements du marché et ses tendances. De par leur nature, les énoncés prospectifs sont assujettis, entre autres, à des risques, des incertitudes et des hypothèses concernant les devises, la croissance économique, les conditions actuelles et prévues et d'autres facteurs appropriés dans les circonstances pouvant faire en sorte que les événements, résultats, performances ou perspectives réels diffèrent sensiblement de ceux exprimés dans, ou sous-entendus par, lesdits énoncés. Les lecteurs sont avisés de ne pas se fier indûment à ces énoncés prospectifs.