

Prévisions



TABLE DES MATIÈRES

CONJONCTURE À LONG TERME	2
CONJONCTURE	5
INFLATION	8
RISQUES PESANT SUR LES PERSPECTIVES	9
VALORISATION	10
STRATÉGIE ET COMPOSITION DE PORTEFEUILLE	12
SOMMAIRE	16

Les *Prévisions* de cette année analysent les thèmes à long terme qui sous-tendent nos perspectives et tiennent compte des facteurs cycliques à court terme qui influent sur les perspectives de l'économie, de l'inflation et de la politique monétaire. Nous examinons les valorisations boursières et, en tenant compte de tous ces facteurs, nous établissons le cadre de notre stratégie de portefeuille. En 2022, vous trouverez des mises à jour des *Prévisions* dans notre bulletin mensuel *Perspectives*.



INTRODUCTION

Nous entamons la troisième année de la pandémie de COVID-19. Même si les réflexions immédiates sur ce sujet portent sur le variant dominant qui se propage actuellement dans le monde entier et sur l'apparition possible d'autres variants, nous constatons qu'à bien des égards, le monde est maintenant dans un meilleur état qu'il ne l'était il y a un an. Nous disposons de divers vaccins et traitements très efficaces qui ont limité l'impact direct du virus sur la santé dans de nombreux pays, et plus de neuf milliards de doses ont été administrées à l'échelle mondiale. Toutefois, la crise sanitaire est loin d'être terminée, en particulier dans les pays les plus pauvres. Comme la production mondiale de vaccins devrait doubler pour atteindre environ 22 milliards de doses en 2022, les progrès pourraient être amplement suffisants pour arrêter la pandémie. Les recherches se poursuivent sur l'élargissement de la couverture vaccinale, les combinaisons de vaccins contre la COVID-19 et la grippe et les différents mécanismes de distribution des vaccins. De nouveaux traitements avec des médicaments à base d'anticorps et, plus particulièrement, avec des médicaments antiviraux ont été mis au point pour les personnes atteintes. L'objectif consiste à faire passer le virus en phase endémique.

De façon générale, les actifs risqués ont connu une autre année très solide en 2021. Ils ont profité du soutien exceptionnel du gouvernement et de la politique monétaire qui a été la force dominante pendant la pandémie en permettant d'éviter une crise financière. Le rebond de l'activité économique depuis le creux de 2020 a aidé à faire passer la force motrice du rendement des actions de l'expansion des multiples de valorisation de valorisation à la croissance des bénéfices. L'activité économique devrait continuer de progresser fortement à un rythme supérieur à la tendance, même si les pressions à la hausse à court terme sur les prix des intrants et les coûts de la main-d'œuvre nécessiteront une normalisation des politiques. Même si nous tablons sur une diminution des difficultés liées à la chaîne d'approvisionnement et sur une baisse des prix, nous ne prévoyons pas un retour à un contexte de désinflation comme avant la pandémie.

Dans les pages qui suivent, nous présentons notre processus de réflexion, qui s'appuie sur quatre grands thèmes à long terme. Nous nous penchons ensuite sur les tendances cycliques à court terme et les risques dominants à surveiller. Enfin, nous décrivons nos attentes à l'égard du marché après la solide performance des deux dernières années et nous discuterons de notre stratégie de portefeuille générale.

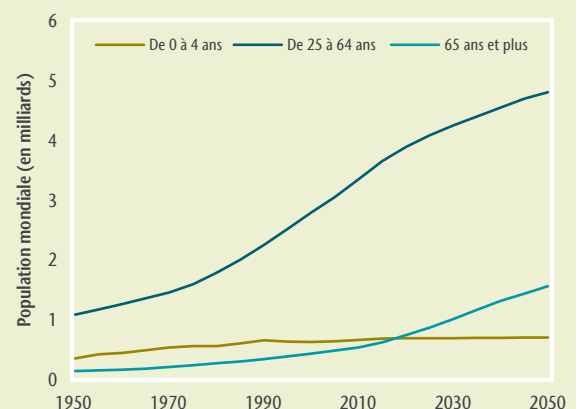
CONJONCTURE À LONG TERME

Au cours des deux derniers cycles, un certain nombre de forces dominantes ont limité le potentiel de hausse à l'inflation. Ces forces incluent les changements démographiques, la mondialisation, la technologie, un supercycle de la dette suivi d'un désendettement. Il y a deux ans, nous avons introduit de nouveaux thèmes à long terme qui ont fait passer nos attentes d'un contexte désinflationniste à un contexte où l'inflation serait probablement plus élevée. Ces thèmes demeurent pertinents aujourd'hui : la montée notable du populisme et l'inversion de la mondialisation, les mesures visant à renverser les changements climatiques, l'importance croissante de la politique budgétaire comme outil de modération du cycle et les changements démographiques qui entraînent une diminution de la main-d'œuvre à l'échelle mondiale. Toutes ces forces laissent entrevoir une tendance à l'inflation plutôt qu'à la désinflation. Il s'ensuivra des répercussions sur les taux d'intérêt et les résultats financiers des sociétés.

1. La croissance de l'offre de main-d'œuvre a atteint un sommet

- Les données démographiques ont marqué une étape importante en 2018. Pour la première fois de l'histoire, le nombre de personnes âgées d'au moins 65 ans a dépassé le nombre d'enfants de moins de 5 ans. La situation varie d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, cette inversion s'est produite en 1966 et elle devrait être observée en Inde et en Afrique du Sud dans environ dix ans. La population mondiale moyenne a augmenté de 1,8 % par année entre 1950 et 2000. La croissance de la population devrait ralentir à 0,74 % entre 2020 et 2050. Par conséquent, le monde connaîtra un changement important qui se traduira par une réduction nette de l'offre de main-d'œuvre.
- Le ratio de dépendance des personnes âgées, qui établit le pourcentage de personnes âgées de plus de 65 ans par rapport à la population active en âge de travailler, devrait augmenter. Certaines des plus fortes augmentations seront observées dans les économies du G7. Ainsi, dans le cas le plus extrême, le Japon atteindra un sommet de près de 100 % d'ici 2050, contre 69 % aujourd'hui. L'an dernier, le recensement de la Chine a révélé que la population vieillissait plus rapidement que ce qui avait d'abord été prévu. Cela signifie que la population en âge de travailler en Chine est déjà en train de plafonner et ne contribuera plus à la main-d'œuvre mondiale dans un contexte de désinflation.
- La diminution de la main-d'œuvre a été accélérée par la pandémie. La situation financière de la tranche d'âge moyen s'est améliorée grâce à la valeur croissante de leurs actifs et de leur épargne, ce qui a permis de réduire leur endettement. Il s'ensuit que bien des gens décident de quitter le marché du travail plus tôt. Avant la pandémie, il était beaucoup question de l'aplatissement et même de la mort de la courbe de Phillips, qui décrit la relation négative entre le chômage et les salaires. Il est probable qu'au cours du prochain cycle, nous observions une courbe plus abrupte par rapport au cycle précédent, car la main-d'œuvre jouira d'un pouvoir de fixation des prix plus important que ces dernières années. La pandémie change aussi la tolérance sociale à l'égard de l'absentéisme pour cause de maladie, ce qui réduit la disponibilité globale des travailleurs. Par conséquent, la production potentielle et l'activité réelle ralentiront. Il reste à voir quel sera l'effet sur les prix des biens. Les taux d'intérêt à court terme subiront des pressions à la hausse à mesure que la politique monétaire se normalisera en raison de la hausse des taux d'inflation qui sont supérieurs aux cibles des banques centrales, mais les taux à long terme pourraient subir des pressions à la baisse dans le sillage de la réduction de la production. Historiquement, les prix des actifs se portent bien lorsque les taux d'épargne sont élevés.

GRAPHIQUE 1 : CROISSANCE DE LA POPULATION AYANT ATTEINT L'ÂGE DE LA RETRAITE



Sources : Nations Unies, Département des affaires économiques et sociales, Population (2019). World Population Prospects 2019, édition en ligne. Rév. 1.

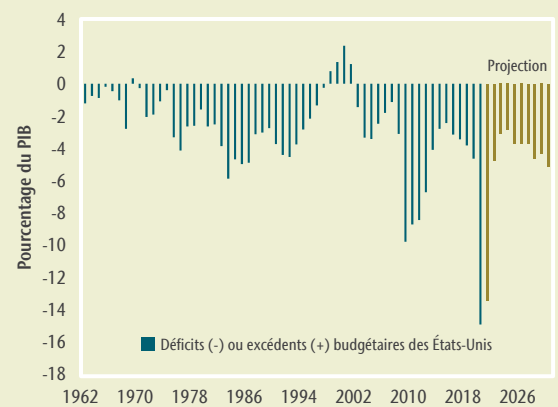
2. Les mesures politiques reviennent à la normale, mais elles continueront d'être accommodantes compte tenu des normes historiques

- L'an dernier, tous les signes laissent entrevoir un transfert de la gestion du cycle économique des banques centrales aux gouvernements. La politique monétaire avait atteint ses limites d'efficacité avec des taux d'intérêt nuls et un programme massif d'assouplissement quantitatif, tandis que la politique budgétaire cherchait à prendre le relais avec d'importants programmes d'infrastructures et d'investissement à la suite des programmes d'aide déjà importants adoptés en réponse à la pandémie. En raison de la nouvelle politique des cibles d'inflation moyennes flexibles et du double mandat, les banques centrales sont, à dessein, en retard sur la courbe, et l'inflation à la limite supérieure ou presque de la fourchette cible sera tolérée. Le choc actuel de l'inflation met cette théorie à l'épreuve et, de fait, les autorités monétaires cherchent à rétablir les processus de lutte contre l'inflation et, en même temps, à se préparer à faire face au prochain repli en resserrant leur politique.
- La machine gouvernementale est apparue avec la pandémie. L'acceptation des décisions gouvernementales touchant notre vie quotidienne – fermetures des entreprises, couvre-feux, quarantaines, restrictions de voyage et tests de dépistage – s'est accrue. Sur le plan financier, les gouvernements du monde entier ont avancé un total de 17 000 milliards de dollars américains en prêts, en garanties et en nouveaux programmes, soit l'équivalent d'environ 16 % du PIB mondial, afin de protéger l'économie et d'éviter que la crise sanitaire se transforme en crise financière. Le déficit budgétaire du gouvernement fédéral américain, qui s'élevait à 1 000 milliards de dollars américains avant la crise, a maintenant dépassé les 3 000 milliards de dollars pour deux années d'affilée. De plus, à long terme, le vieillissement de la population nécessitera une hausse des dépenses de soins de santé et de retraite. Aux États-Unis, les débats portent actuellement sur la radiation des prêts étudiants, l'assurance-médicaments et le revenu de base universel. Il semble qu'il reste très peu de voix préoccupées par le conservatisme budgétaire.
- Lorsque les niveaux d'endettement des gouvernements sont élevés, il est utile d'avoir une forte croissance économique, de faibles taux d'intérêt et, en fait, une inflation élevée pour aider à financer cette dette. Tous ces facteurs seront pris en compte pour trouver l'équilibre approprié entre la politique budgétaire et la politique monétaire au cours du prochain cycle. Par conséquent, même si la politique monétaire a commencé à se resserrer et continuera de se normaliser, le calibrage de la répartition appropriée pourrait tendre vers un resserrement insuffisant plutôt que vers un resserrement excessif. Lorsque l'endettement est élevé et que les taux d'intérêt sont à zéro, la préférence consiste à miser sur l'inflation plutôt que sur la déflation, si bien que la politique devrait rester accommodante dans l'ensemble.

3. La lutte contre le changement climatique sera coûteuse

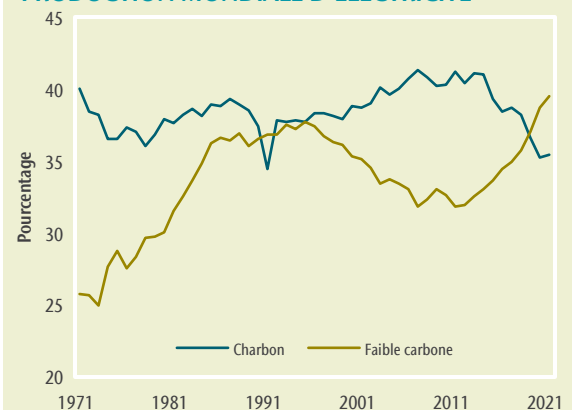
- Le mouvement grandissant en faveur du changement climatique est un prolongement du thème du gouvernement précédent. Selon l'Organisation des Nations Unies (ONU), plus de 130 pays (représentant les quatre cinquièmes de l'économie mondiale, par rapport aux deux tiers l'an dernier) se sont engagés à atteindre une cible d'émissions nettes nulles d'ici 2050 et des cibles intermédiaires ambitieuses au cours de la prochaine décennie. L'envoyé spécial des Nations Unies pour l'action climatique estime que le coût financier de la décarbonisation dépassera les 100 000 milliards de dollars américains et sera payé en grande partie par des investissements en capital financés par les sociétés.

GRAPHIQUE 2 : LES LOURDS DÉFICITS PLUS LARGEMENT ACCEPTÉS



Sources : U.S. Congressional Budget Office (CBO) et Macrobond

GRAPHIQUE 3 : LES SOURCES FAIBLES EN CARBONE ONT DÉPASSÉ LE CHARBON DANS LA PRODUCTION MONDIALE D'ÉLECTRICITÉ



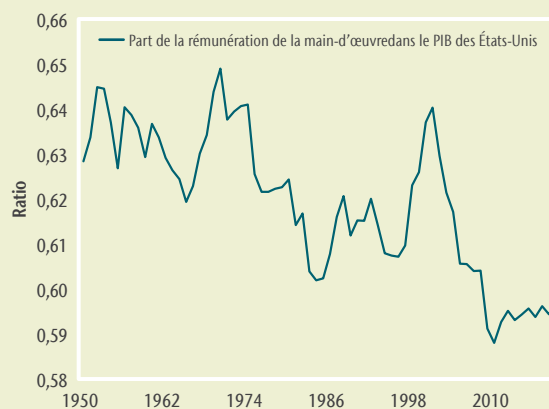
Source : Agence internationale de l'énergie

- L'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime que la demande mondiale d'énergie a augmenté de 4,6 % l'an dernier et annulé presque entièrement la baisse enregistrée en 2020. Les prix des matières premières liées aux combustibles fossiles ont grimpé parallèlement au rebond de l'activité à l'échelle mondiale. Toutefois, les investissements dans l'exploration et la production d'énergie ont stagné malgré la hausse de la demande. La lutte contre le réchauffement de la planète impliquera la fermeture d'actifs dans l'économie du carbone, comme des installations de forage pétrolier et des centrales au charbon. La part des énergies renouvelables dans la production d'électricité augmente rapidement, plus de 8 % sur 12 mois en 2021. L'énergie solaire et l'énergie éolienne devraient contribuer aux deux tiers de cette croissance. Malgré leur croissance rapide, les énergies renouvelables représentent toujours moins de 30 % de la production totale d'électricité à l'échelle mondiale. Les capitaux et les ressources seront de plus en plus consacrés à l'atteinte des objectifs de l'action climatique, ce qui accentuera les pénuries de main-d'œuvre et la rareté de l'offre.

4. Populisme et démondialisation

- Dans l'ensemble, la pandémie a été moins négative que prévu pour les ménages à faible revenu. Les pertes d'emplois et de revenus survenues au début de la crise sanitaire ont été atténuées par les programmes gouvernementaux qui ont instauré l'envoi de chèques directement aux particuliers ou par les initiatives à court terme dans le cadre desquelles l'État payait les salaires des travailleurs en congé forcé pour permettre aux entreprises de les retenir. Aujourd'hui, la solide reprise économique se traduit par de meilleures perspectives pour les travailleurs, comme en témoignent le taux de démissions et le meilleur pouvoir de négociation des salaires qui ressort du nombre d'arrêts de travail et de grèves.
- Ces dernières années, l'inégalité croissante des revenus et le manque de mobilité entre les fourchettes de revenu ont été à l'origine du populisme à l'échelle mondiale. Même si les autorités monétaires sont intervenues vigoureusement au cours de la pandémie pour limiter les replis, il y a eu des effets importants sur la richesse. Les ménages à faible revenu, de même que les jeunes, sont de plus en plus exclus du marché de l'habitation, et l'inflation érodera les gains des salaires nominaux. La liquidité fournie par les banques centrales a soutenu les prix des actifs, ce qui profite surtout aux quartiles de revenu plus élevés. Toutefois, les politiques visant à redistribuer les fonds publics devraient se poursuivre.
- La montée des mouvements populistes est liée au renversement de la tendance de longue date de la mondialisation, qui a atteint un sommet à la fin de la dernière décennie avec la guerre commerciale menée par les États-Unis. En raison de la hausse de la demande de marchandises qui a empiré leur situation, les chaînes d'approvisionnement font actuellement l'objet d'une réorganisation afin de délaissé le modèle de fabrication juste-à-temps le moins cher à exploiter. L'importance stratégique des industries dans les technologies de l'information, l'équipement médical et les produits pharmaceutiques est également reconnue. La hausse des prix accompagne la rupture des tendances déflationnistes de la mondialisation.

GRAPHIQUE 4 : LA PART DE LA MAIN-D'ŒUVRE DANS LE PIB RESTE PRÈS D'UN CREUX RECORD



Sources : Université de Groningen, Université de Californie, Davis et Réserve fédérale de St. Louis

CONJONCTURE

Monde : La croissance supérieure à la tendance se poursuit

• La reprise à la suite de la récession provoquée par la pandémie ne donne pas les résultats habituels : faillites, stocks élevés et chômage prolongé. L'activité économique a connu une croissance rapide et demeurera nettement supérieure au rythme tendanciel de la croissance au cours du dernier cycle. Si le variant Omicron de la COVID-19 perturbe l'activité dans la première moitié de l'année, elle devrait récupérer dans la deuxième moitié. Tous les indicateurs clés de la croissance, comme les principaux indicateurs économiques, les indices des directeurs d'achats et les conditions financières, laissent entrevoir que le rythme de la croissance continuera d'être supérieur à la tendance. Les écarts de production seront comblés cette année dans la plupart des économies des marchés développés.

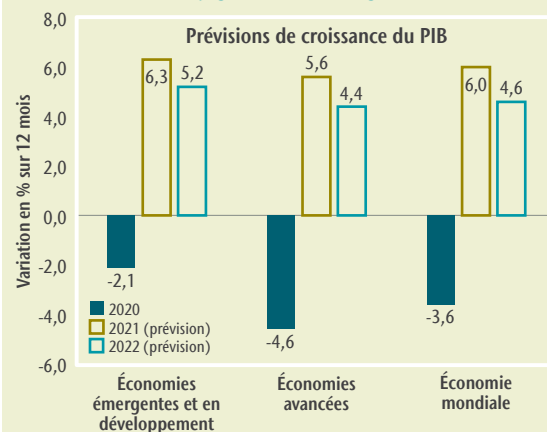
• Les dépenses en services dépendront des restrictions prises par les gouvernements pour contenir les mutations du virus. Toutefois, l'effet de richesse, la hausse des revenus, l'accumulation de l'épargne et la faiblesse des coûts d'emprunt continueront de détourner les dépenses vers les biens jusqu'à ce que les mouvements se normalisent. Les entreprises et les gouvernements devraient amorcer un cycle de dépenses en immobilisations qui entraînera une amélioration de la productivité dont nous avons grandement besoin. Les politiques expansionnistes seront retirées, mais elles demeureront favorables dans l'ensemble.

Canada : Le resserrement de la politique monétaire ne fera pas dérailler la reprise

• Toutes les conditions sont réunies pour une autre année de croissance économique forte et supérieure à la tendance au Canada. L'écart par rapport au sommet précédent du PIB observé au quatrième trimestre de 2019 se résorbera en 2022. Le taux de vaccination au pays est l'un des plus élevés au monde. Il devrait aider à éviter d'importants confinements. Le taux de participation au marché du travail a fort heureusement rebondi pour s'établir à 65 %, ce qui est tout près du taux enregistré à la fin de 2019. Ce rebond n'a cependant pas empêché le taux de chômage de 5,9 % de tomber bien en deçà de sa moyenne historique. Les bilans des ménages se sont améliorés. Leurs épargnes totalisent 277 G\$ CA, soit environ 12 % du PIB. Le ratio de la dette par rapport à l'actif total est passé de 17,5 % au premier trimestre de 2020 à 15,3 %, son plus bas niveau en 20 ans. Étonnamment, les marchés de l'habitation se sont encore raffermis à la fin de la dernière année et ont montré peu de signes d'assouplissement compte tenu du faible nombre de propriétés à vendre.

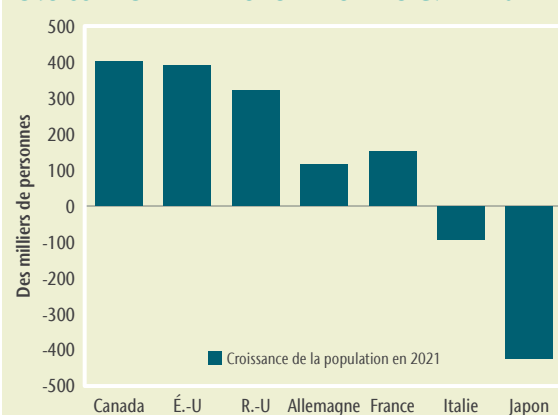
• Les marchés de l'emploi et de l'habitation devraient se resserrer davantage, en raison de la réouverture des frontières et de la migration internationale. Après la fermeture des frontières en 2020, l'immigration a perdu du terrain. En 2021, de nouveaux objectifs ambitieux ont permis d'accueillir environ 403 000 nouveaux immigrants au pays. Pour la première fois de l'histoire, ce nombre a surpassé (en chiffres absolus) l'immigration dans tous les autres pays du G7, même si notre population représente environ la moitié de la taille du pays suivant en importance. La migration interne devrait demeurer à des niveaux élevés pendant encore quelques années et soutenir la croissance de l'emploi et du marché de l'habitation.

GRAPHIQUE 5 : LES PROJECTIONS DE CROISSANCE RESTENT ÉLEVÉES



Sources : Fonds monétaire international (FMI) et Macrobond

GRAPHIQUE 6 : LE CANADA A INSCRIT LA PLUS FORTE CROISSANCE DE LA POPULATION DU G7 EN 2021

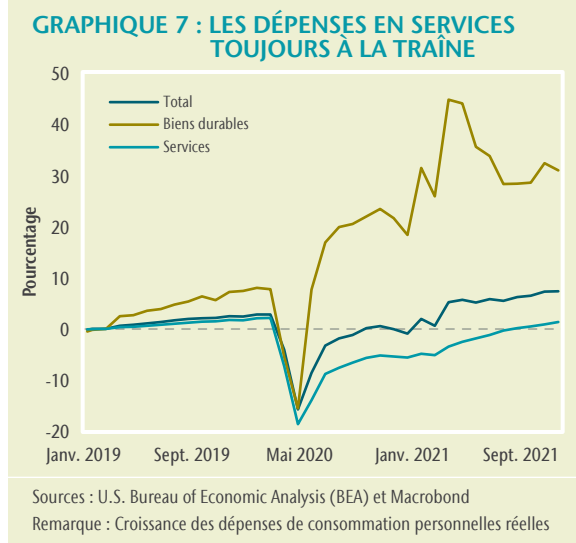


Sources : Statistique Canada, U.S. Census Bureau, World Population Review et Macrobond

- La Banque du Canada (BdC) a été l'une des premières banques centrales à se préoccuper de l'inflation. Elle a estimé qu'un soutien monétaire moindre était approprié et a mis fin aux achats d'actifs à grande échelle au troisième trimestre de l'an dernier. Nous nous attendons à ce que la BdC commence à relever les taux au cours de la période visée, soit d'avril à septembre, mais probablement plus tôt que tard, compte tenu des pressions inflationnistes et de la reprise des marchés de l'emploi. Cependant, la BdC tiendra compte des niveaux élevés de prêts hypothécaires et d'endettement des consommateurs et resserrera ses politiques très graduellement. Nous prévoyons des relèvements une fois par trimestre, pour trois hausses au total en 2022 et une fréquence semblable en 2023. Il s'ensuit que les taux seront encore bas, si l'on tient compte des données historiques, et accommodants par rapport aux données fondamentales.

États-Unis : Les travailleurs et les consommateurs sont bien positionnés

- La croissance aux États-Unis devrait presque doubler par rapport au dernier cycle, grâce aux entreprises et aux consommateurs. Les consommateurs américains, qui constituent la plus importante force économique au monde, affichent une excellente santé financière puisqu'ils ont réduit leurs dettes et les coûts du service de la dette et qu'ils ont profité de la hausse de la valeur de leurs actifs et de leur épargne. La valeur nette a augmenté de 31 000 milliards de dollars américains, pour s'établir à 142 000 milliards de dollars américains, sur cinq trimestres jusqu'au milieu de 2021. Ce montant correspond à l'augmentation de la valeur nette enregistrée au cours des cinq années précédant la récession de 2020. Les consommateurs ont déjà utilisé une partie de ces gains pour des dépenses importantes, en particulier pour des biens, et ils devraient faire de même pour les services cette année.



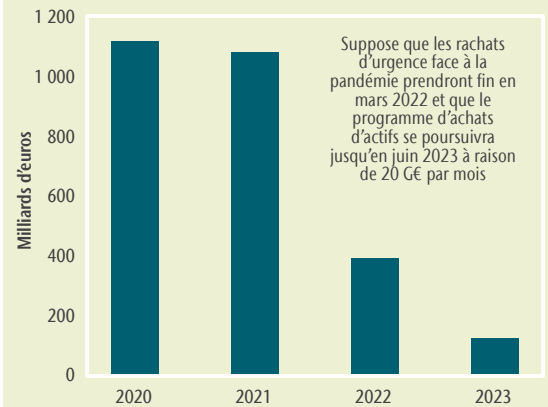
- Compte tenu de la demande soutenue et des pénuries persistantes, les investissements des entreprises devraient enfin être un moteur de la demande. Les dépenses en immobilisations seront concentrées dans un certain nombre de secteurs, dont l'énergie propre, la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, la transformation numérique et la reconstitution des stocks. Les bénéfices sont élevés, et les coûts du financement sont faibles. À plus long terme, cela entraînera une forte augmentation de la productivité. Le processus est déjà amorcé. Les investissements des entreprises se chiffraient à environ 11 % au premier semestre de l'année dernière et visaient essentiellement l'équipement et la propriété intellectuelle.
- Le deuxième mandat du président de la Réserve fédérale américaine (Fed), Jerome Powell, sera plus compliqué que le premier. Le ton s'est déjà raffermi dans les communications publiées depuis de la nouvelle année. Le dernier sommaire des projections économiques indiquait que les taux seraient relevés au milieu de 2022, après la réduction plus rapide des mesures d'assouplissement quantitatif. Les dirigeants de la Fed envisagent de laisser les obligations arriver à échéance sans réinvestissement pour ainsi alléger le bilan. Cette décision survient beaucoup plus rapidement qu'en octobre 2017, la seule autre fois où la Fed a manifesté l'intention d'alléger son bilan. Le processus qui a duré jusqu'en août 2019 a permis de trancher environ 700 milliards de dollars américains d'un bilan de 4 800 milliards de dollars comme point de départ. Les mesures draconiennes de la Fed représentent encore un risque aujourd'hui.

Union européenne : La prudence face à la COVID mène à une reprise plus durable

- Malgré certains confinements des plus stricts au début de l'année, qui ont réduit les prévisions de croissance d'un point de pourcentage pour l'année à venir, la zone euro devrait afficher une croissance solide et équilibrée d'un peu moins de 4 % pour 2022. Comme le reste du monde, elle devra composer avec des problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement et la hausse de l'inflation qui en résulte. Dans ce cas, les difficultés seront exacerbées par des questions touchant la fiabilité de l'offre énergétique, compte tenu de sa dépendance à l'énergie importée. L'indice harmonisé des prix à la consommation (IHPC), qui mesure l'inflation des prix à la consommation dans la zone euro, a atteint un sommet de 4,9 % sur 12 mois en novembre. Les dernières prévisions de la BCE concernant l'inflation laissent entrevoir une diminution à 3,2 % sur 12 mois en 2022. Il s'agit en fait d'une révision à la hausse par rapport aux prévisions du début de l'année, qui est attribuable en grande partie à la forte augmentation des prix de l'énergie.

Même dans le contexte actuel d'inflation élevée, la BCE figure parmi les grandes banques du monde encore peu enclines à la fermeté, ce qui témoigne de sa volonté d'assurer une hausse durable de l'inflation. Les premières étapes consisteront à diminuer les achats d'actifs et à délaissier les politiques d'urgence liées à la pandémie (Programme d'achats d'urgence face à la pandémie et Opérations ciblées de refinancement à plus long terme) et, finalement, à ramener les achats d'obligations au niveau où ils étaient avant la pandémie, à savoir l'équivalent de 20 milliards d'euros par mois. L'objectif à moyen terme sera de mettre fin aux taux négatifs. Elle restera prudente étant donné que les marchés de l'emploi sont encore en train de récupérer et que les taux de chômage tournent autour de 7,4 % pour l'ensemble de la zone euro. Les dépenses budgétaires présentent en fait un risque de hausse, car le programme « NextGeneration EU », une initiative de reprise temporaire de 800 milliards d'euros, soutiendra les réformes et les investissements dans tous les pays membres, et ces investissements pourraient en fait augmenter le rythme potentiel du PIB après la pandémie.

GRAPHIQUE 8 : LES ACHATS D'ACTIFS TOTAUX DE LA BCE APPELÉS À RALENTIR FORTEMENT

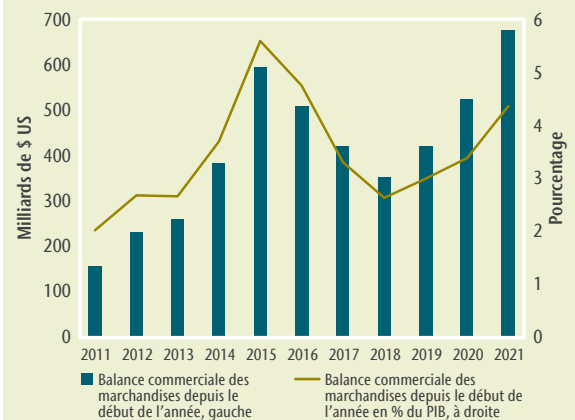


Sources : Banque centrale européenne et Macrobond

Chine : Repositionnement pour le nouveau monde

- L'année dernière a été marquée par une série de changements structurels qui ont entraîné un resserrement rigoureux des mesures visant les entreprises en ligne, les services éducatifs à but lucratif, l'endettement excédentaire dans le secteur bancaire parallèle et l'immobilier et les émissions de carbone. Les grandes lignes étaient déjà connues, et l'adaptation nécessaire est devenue claire avec le recul. Les mesures politiques sont conçues pour favoriser la résilience dans des secteurs plus vulnérables, comme la démographie et les technologies matérielles, et pour stimuler la « prospérité commune » en créant une grande classe moyenne. Il s'agit d'un changement de cap par rapport à l'idée de privilégier la croissance du PIB avant tout. Le ralentissement de la croissance est le coût économique à court terme du repositionnement à long terme, et les changements limiteront le potentiel de hausse cyclique dans les secteurs de la « vieille économie » en particulier.
- Les investissements, qui sont encore supérieurs à 40 % du PIB, demeurent la pierre angulaire de l'activité économique. Toutefois, la construction immobilière nuira à l'activité puisqu'elle devrait diminuer d'environ 10 % sur 12 mois et sera remplacée par de nouveaux investissements nécessaires pour réaliser le plan d'action climatique. Dans les marchés développés, la vigueur des achats de biens durables provenant des marchés émergents a retardé le rééquilibrage mondial. Les exportations chinoises de biens ont bondi de 28 % en 2021 et elles devraient continuer d'augmenter en raison de l'accumulation probable des stocks.
- La politique a déjà commencé à s'assouplir, mais seulement modérément et de façon fragmentaire. Elle ne favorisera plus l'expansion contracyclique de l'économie mondiale. Le taux de croissance annuel devrait ralentir et passer d'une moyenne d'environ 8 % par année à 5 %.

GRAPHIQUE 9 : L'EXCÉDENT COMMERCIAL DE LA CHINE CONTINUE DE CROÎTRE



Sources : China Customs Statistics Information Center (CCS), China National Bureau of Statistics (NBS) et Macrobond

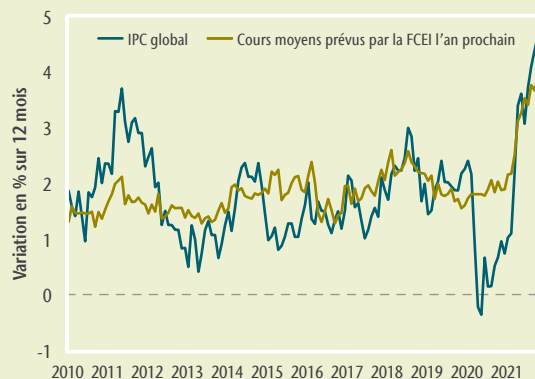
INFLATION

Les prix à l'échelle mondiale sont faussés par la combinaison des importants changements dans la demande de biens, au détriment des services, et des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Au début de l'année dernière, la hausse de l'inflation ait été limitée à un petit nombre de secteurs – automobiles, hôtels et billets d'avion –, mais beaucoup plus de composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC) ont depuis connu d'importantes hausses de prix.

L'inflation globale restera élevée pendant encore quelques mois. Au premier trimestre, les effets de l'augmentation des cas d'infection à Omicron et les nouveaux confinements régionaux pourraient exacerber les problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement qui feront monter les pressions inflationnistes. Toutefois, les pressions sur les prix des biens, en particulier des biens durables, s'estomperont à mesure que les chaînes d'approvisionnement seront débloquées, que les coûts d'expédition diminueront et que les mesures directes de relance budgétaire cesseront. Les prix des biens devraient diminuer à mesure que la demande s'inversera et que les consommateurs dépenseront davantage pour les services. Les effets de base devraient aussi aider. Parallèlement, les composantes de services de l'IPC combleront une partie des capacités excédentaires plus tard cette année. Trois facteurs seront pris en compte. Premièrement, les coûts d'habitation, qui, en raison de leur calcul, prennent du temps à être pris en compte dans les données sur l'inflation. Deuxièmement, les salaires représentent le principal coût pour toutes les entreprises et les gains de 4 % sur 12 mois correspondent généralement à une inflation de 2 %. Au cours des derniers mois, le taux annualisé aux États-Unis a encore augmenté, à environ 5 % ou 6 %. Enfin, les coûts des soins de santé ont été très bas, car la majeure partie des soins courants ont été reportés, mais ils devraient reprendre aussi.

Pour les banques centrales, il importe peu que les prix aient augmenté au cours d'une période donnée. La clé réside dans les attentes relatives à l'inflation ou dans les effets de deuxième ordre découlant de la hausse des prix qui se traduit par des attentes de salaires plus élevés et par des augmentations récurrentes de prix par des sociétés qui augmentent ces coûts. Sur cet aspect, les sondages sur les attentes des entreprises et des consommateurs quant à l'inflation sont révélateurs, car elles ont bondi dans les deux cas. Selon des paramètres fondés sur le marché, les attentes à court et à moyen terme ont bondi et les attentes à long terme n'ont augmenté que de 1,75 % à 2 %. Par conséquent, les banques centrales craignent que, si elles ne tiennent pas compte de ce signal, elles devront resserrer leur politique beaucoup plus tard.

GRAPHIQUE 10 : LES ATTENTES D'INFLATION DES ENTREPRISES CANADIENNES GRIMPENT AVEC LES PRIX À LA CONSOMMATION



Sources : Statistique Canada, Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI) et Macrobond

RISQUES PESANT SUR LES PERSPECTIVES

1. Erreur de politique dans un contexte de faible croissance, mais d'inflation élevée à l'échelle mondiale

- Bon nombre de points de vue se fondent sur des données non observables. L'incertitude entourant la persistance de l'inflation, le niveau du plein emploi ou le taux directeur neutre peut facilement mener à des erreurs de politique. Au cours de la prochaine année, la plupart des banques centrales cesseront de réduire leurs achats d'obligations pour sans doute mettre l'accent sur des bilans plus modestes et relèveront les taux quasi nuls, ces hausses débutant à peu près lorsque l'inflation de base plafonnera. Il est probable que le ralentissement de l'inflation permettra à la Réserve fédérale américaine (Fed) et à la Banque du Canada (BdC) de normaliser graduellement leur politique monétaire. En effet, nous croyons que le marché s'attend à ce que la politique monétaire soit resserrée de manière un peu trop prononcée dès le départ.
- Le scénario le plus préoccupant et le plus probable à notre avis est celui où une difficile décision s'imposera en ce qui concerne les politiques si l'inflation demeure élevée alors que la croissance affiche un ralentissement. Les banques centrales seront contraintes de faire des choix déchirants. Nous nous attendons à ce qu'elles poursuivent leur resserrement, car il y a peu de volonté politique de laisser l'inflation atteindre des niveaux élevés au moyen de politiques durablement expansionnistes. Un resserrement prématuré ou excessif de la politique monétaire mettrait abruptement un terme au contexte de taux nuls et de faiblesse de la croissance et de l'inflation qui dure depuis des décennies. Après une période de stagflation, nous renouons avec une stagnation à long terme.

2. Accumulation des stocks

Un deuxième risque cyclique est l'accumulation de stocks par les entreprises se faisant concurrence pour une offre limitée. Il n'est pas rare qu'une offre excédentaire suive une pénurie ainsi qu'une flambée des prix. En général, les entreprises investissent pour accroître leur production, et les détaillants commandent des surplus afin de sécuriser les produits. Cette situation pourrait être exacerbée par le désir de renforcer la résilience et la redondance dans les chaînes d'approvisionnement.

Le choix du moment revêt une grande importance. Les difficultés rencontrées dans les chaînes d'approvisionnement à l'heure actuelle sont le résultat de nombreux problèmes, notamment des pénuries de main-d'œuvre. Les mesures de confinement imposées de manière successive dans certaines régions d'Asie devraient être assouplies. Le transport aérien devrait également reprendre du service de façon régulière, ce qui contribue à atténuer en partie les problèmes de fret aérien, car les vols de passagers représentent habituellement environ 15 % des expéditions de fret aérien. Enfin, cette reconstitution de stocks pourrait s'accompagner d'une saturation de la demande de biens durables. La réouverture complète de l'économie devrait inciter les consommateurs à dépenser à l'extérieur de leur foyer, soit dans des restaurants, des événements sportifs, des cinémas et des vacances et, par conséquent, permettre de réduire suffisamment la demande pour entraîner une baisse marquée des prix des biens.

3. Des craintes renouvelées à l'égard du virus ou des vaccins

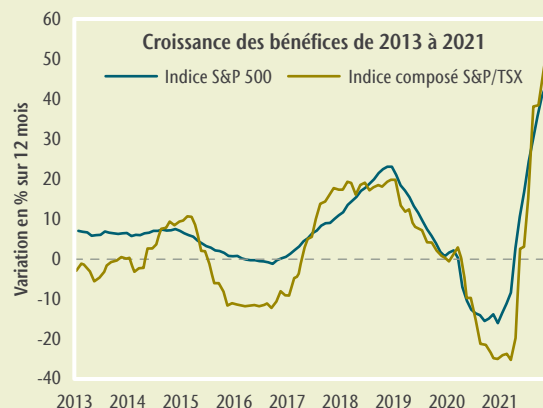
Il va presque sans dire que toutes les prévisions sont influencées par des événements imprévisibles en raison de la crise sanitaire qui sévit à l'heure actuelle. Il y a deux ans, personne ne pensait qu'un nouveau coronavirus serait le principal facteur ayant des répercussions sur l'ensemble des événements mondiaux. L'an dernier, les vaccins ont semé dans le monde une lueur d'espoir pour 2021, bien qu'en fin d'année, des événements malheureux et décourageants aient retardé le retour à la normale. Ceci dit, une phase endémique devrait débuter, et les milieux scientifiques et gouvernementaux seront mieux outillés pour combattre ce virus.

VALORISATION

VALORISATIONS : La croissance des bénéfiques pourrait ralentir

- Les bénéfices des sociétés ont nettement augmenté en 2021. La solide demande des consommateurs a soutenu les bénéfices de nombreuses sociétés, et ce, en dépit de nombreux obstacles, comme la hausse des prix des intrants, les problèmes persistants liés à la chaîne d'approvisionnement, les vagues d'infections aux nouveaux variants de la COVID-19 et la fin d'un grand nombre de programmes de relance budgétaire attribuables à la pandémie. En effet, les bénéfices ont dépassé les niveaux observés avant la pandémie et atteint des sommets records, ce qui a contribué à l'ensemble des gains qu'ont inscrits les marchés boursiers en 2021.
- La croissance des bénéfices des sociétés devrait être positive en 2022, mais l'on s'attend à ce qu'elle ralentisse par rapport à l'impressionnante tendance observée en 2021. Les données économiques fondamentales demeurent robustes, et notre optimisme à l'égard des investissements des entreprises et des consommateurs laisse entrevoir une croissance économique soutenue, mais dont le rythme sera plus modéré qu'en 2021. Ce contexte devrait se traduire par une solide croissance des chiffres d'affaires. Les éventuels changements qui seront apportés à la politique sur l'impôt des sociétés, qui est décrite dans la Build Back Better Act, laquelle a été adoptée par la Chambre des représentants des États-Unis, mais n'a pas encore été promulguée, présentent un risque pour les perspectives de bénéfices. Les effets négatifs de toute modification importante à l'imposition des sociétés devraient néanmoins se faire sentir en 2023, même si leur ampleur et le moment où ils se manifesteront restent incertains.
- Les marges bénéficiaires se sont redressées en 2021 pour atteindre de nouveaux sommets. Nous prévoyons que les marges demeurent près des niveaux actuels. Bon nombre des facteurs ayant stimulé l'expansion des marges bénéficiaires en 2021, notamment la croissance robuste du PIB réel, le levier d'exploitation positif, le pouvoir de fixation des prix des sociétés et le contrôle des coûts par l'automatisation, sont encore présents en 2022. Nous nous attendons à ce que les avantages que présentent ces facteurs soient suffisants pour compenser la hausse des coûts des intrants attribuable au resserrement des marchés de l'emploi et aux contraintes persistantes de la chaîne d'approvisionnement.
- Aux États-Unis, nous prévoyons que l'indice S&P 500 affichera une croissance annuelle du bénéfice par action (BPA) de 11 % en 2022. Au Canada, où la hausse de l'inflation attribuable aux matières premières devrait stimuler les bénéfices, nous prévoyons que le BPA de l'indice composé S&P/TSX augmentera de 10 %. Nos prévisions pour les États-Unis, à 230 \$ l'action, et pour le Canada, à 1 410 \$ l'action, en 2022 sont légèrement supérieures aux prévisions consensuelles, qui s'établissent respectivement à 227 \$ US et à 1 350 \$ CA.

GRAPHIQUE 11 : LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES POURRAIT RALENTIR



Sources : I/B/E/S, Valeurs Mobilières TD et Macrobond

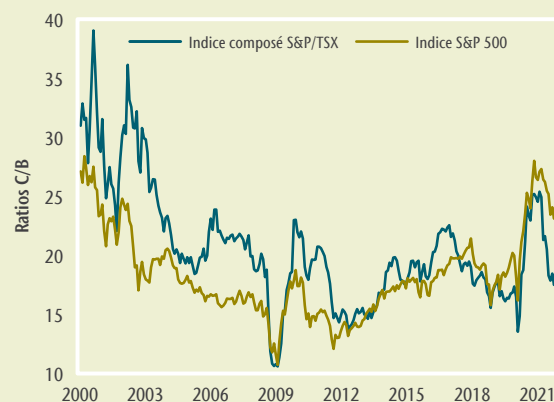
VALORISATIONS : Ralentissement de la contraction des multiples en 2022

- Les multiples de valorisation se sont contractés en 2021, après que les ratios cours/bénéfice (C/B) eurent touché des sommets inégalés depuis 20 ans. Cette contraction est en grande partie attribuable à une inflation plus élevée et persistante que prévu ainsi qu'aux attentes à l'égard de politiques moins expansionnistes de la part des banques centrales. Étant donné que les autorités monétaires commenceront à relever les taux d'intérêt en 2022, nous prévoyons une autre contraction des multiples de valorisation, en particulier aux États-Unis, où le secteur des technologies est particulièrement vulnérable. La contraction devrait toutefois être moins prononcée qu'elle l'a été en 2021, étant donné que le resserrement qu'opéreront les autorités monétaires devrait être graduel. En outre, même si le taux d'inflation devrait rester élevé, les effets de base donnent à penser que l'inflation des prix à la consommation pourrait être en train de plafonner.
- Le consensus table sur un ratio C/B de 22 pour les bénéfices de l'indice S&P 500, ce qui est légèrement plus faible que les niveaux observés en fin d'année, mais nettement supérieur à la moyenne. Le ratio C/B consensuel de 17,7 pour l'indice composé S&P/TSX est en fait plus élevé que les niveaux de fin d'année et surpasse quelque peu la moyenne historique. Les prévisions consensuelles de

bénéfices ci-dessus, combinées à ces ratios C/B, donnent à penser que l'indice S&P 500 devrait se maintenir autour de 5 000 et que l'indice composé S&P/TSX devrait clôturer à près de 24 000.

- Nos prévisions de fin d'année sont conformes au consensus pour l'indice S&P 500, même si nous nous attendons à une croissance des bénéfices un peu plus marquée et à une contraction légèrement plus prononcée des ratios par rapport aux attentes consensuelles. Concernant l'indice S&P/TSX, nous prévoyons un ratio C/B de 16,5, ce qui est quelque peu inférieur à celui observé à la clôture l'année dernière, de sorte que l'indice se situerait donc aux alentours de 23 300 à la fin de l'année. Nos cours cibles supposent une hausse de 5 % aux États-Unis et de 9 % au Canada par rapport aux niveaux de fin d'année.
- Les valorisations boursières demeurent contrastées à l'échelle mondiale. Les valorisations des marchés américains sont nettement supérieures à leurs moyennes historiques. Du côté des marchés émergents ainsi que des marchés d'Europe, d'Australasie et de l'Extrême-Orient, les ratios C/B sont conformes aux moyennes historiques. Les marchés émergents présentent notamment des valorisations favorables après avoir fait moins bonne figure l'an dernier, et le ralentissement du resserrement réglementaire ainsi que la forte demande devraient soutenir les marchés dans l'ensemble. Enfin, les indicateurs de confiance des marchés boursiers témoignent du fait que ces derniers ont cédé au pessimisme (un indicateur à contre-courant). Par conséquent, nous sommes optimistes à l'égard des marchés mondiaux et émergents en ce début d'année.

GRAPHIQUE 12 : LA CONTRACTION DES RATIOS DEVAIT RALENTIR EN 2022

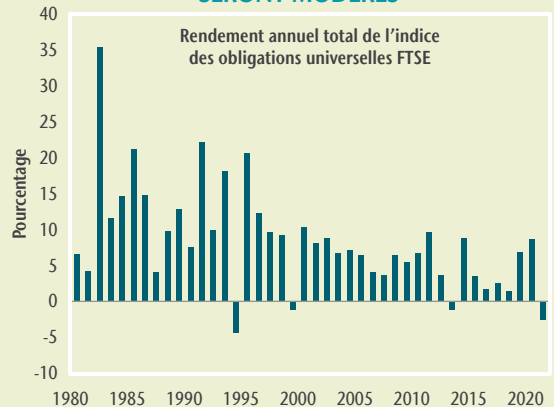


Sources : I/B/E/S et Gestion de placements Connor, Clark & Lunn Ltée

VALORISATIONS : Les obligations sont chères

- Selon la plupart des mesures historiques, les obligations sont chères depuis plus de dix ans. Leurs taux nominaux sont faibles si l'on tient compte de la robuste conjoncture économique et inflationniste, et les taux réels négatifs témoignent d'un écart important par rapport aux données fondamentales. Les taux obligataires ont chuté en raison de la politique monétaire ultra-expansionniste, qui incluait des cibles de taux directeurs proches ou sous la barre de 0 %. Le volume de titres de créance à rendement négatif en circulation à l'échelle mondiale a en effet augmenté en 2021. De plus, les données techniques attribuables aux programmes d'assouplissement quantitatif ont favorisé une baisse des taux à long terme. Cela dit, le contexte actuel d'inflation modérée à élevée, combiné à la réduction des mesures de relance, donne à penser que les taux obligataires devraient augmenter par rapport aux niveaux actuels.
- Le taux des obligations canadiennes à 10 ans a augmenté de 0,76 % en 2021 pour clôturer à 1,48 %. Les taux devraient encore augmenter, mais nous prévoyons une hausse plus modeste dans la prochaine année. Les autorités monétaires relèveront les taux directeurs à court terme en 2022. Cela dit, nous nous attendons à ce que le processus de normalisation soit graduel. Un certain nombre de tendances persistent aussi à long terme, dont les niveaux élevés d'endettement, lesquels pourraient limiter la hausse des taux obligataires. Enfin, la hausse des taux obligataires pourrait attirer les investisseurs à l'échelle mondiale, ce qui stimulerait les afflux de capitaux.
- L'indice des obligations universelles FTSE Canada a reculé de 2,54 % en 2021. Cet indice n'a jamais enregistré deux années consécutives de baisse depuis sa création en 1980, mais cela pourrait changer au cours de la prochaine année. Étant donné que nous prévoyons une modeste hausse des taux obligataires, nous nous attendons à ce que les rendements de l'indice des obligations universelles FTSE Canada se situent entre -1 % et +1 % en 2022.

GRAPHIQUE 13 : LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES SERONT MODÉRÉS



Source : FTSE Global Debt Capital Markets Inc.

STRATÉGIE ET COMPOSITION DE PORTEFEUILLE

Les conditions en place en 2021, en particulier les solides données économiques fondamentales sous-jacentes, les politiques monétaires expansionnistes et les attentes à l'égard d'une hausse transitoire de l'inflation, ont alimenté une croissance impressionnante des bénéfices, qui à son tour a contribué à la remontée de la plupart des marchés boursiers, et ce, malgré les périodes d'incertitude et de volatilité. Alors que persiste la pandémie, les autorités monétaires sont prêtes à resserrer les conditions financières très favorables. Après deux années consécutives de gains importants, les marchés boursiers des pays développés à l'échelle mondiale risquent de se heurter à davantage d'obstacles. Certains facteurs favorables à l'économie se dissipent et nous ne nous attendons pas à ce que la solide tendance des marchés boursiers se poursuive dans la même mesure en 2022. La hausse de l'inflation persiste depuis plus longtemps que prévu au départ, et les autorités monétaires ne sont plus aussi optimistes à l'idée qu'elle se traduise par une intensification des attentes inflationnistes.

Des taux obligataires à la hausse sont habituellement associés à des périodes de baisse des actions (baisse des multiples de valorisation), phénomène que nous avons commencé à constater en 2021. Nous nous attendons à ce que les valorisations continuent de subir des pressions, même si nos perspectives à l'égard de la prime de risque des actions (une mesure du rendement supplémentaire que les investisseurs devraient obtenir en détenant des actions plus risquées que les obligations sans risque) donnent à penser que les marchés boursiers se rapprochent de leur juste valeur. Les valorisations ne subiront pas de contraction marquée lorsque les taux d'intérêt sans risque augmenteront légèrement, étant donné que les risques diminuent dans l'ensemble en raison de la croissance élevée. Le resserrement modéré qu'opéreront les banques centrales s'accompagnera d'une reprise de l'activité et de l'emploi, ce qui permettra aux marchés d'absorber les hausses de taux tout en continuant de bien se comporter. De même, nous prévoyons que la croissance des bénéfices ralentira en raison des pressions accrues sur les coûts auxquelles les entreprises sont confrontées. Ces deux facteurs devraient se traduire par des rendements boursiers positifs, mais plus modestes en 2022. Sur le plan géographique, nous nous attendons à ce que les actions américaines soient à la traîne des actions canadiennes et de celles des marchés émergents, vu la concentration supérieure des marchés américains en titres du secteur des technologies de l'information, qui est particulièrement sensible à la compression des ratios dans un contexte de hausse des taux. De plus, les actions canadiennes et les actions des marchés émergents devraient profiter quelque peu de la conjoncture marquée par un taux d'inflation supérieur à la moyenne observée après la crise, car les prix des matières premières demeurent élevés. En milieu de cycle, les préférences pour des thèmes ou des styles de placement précis s'atténuent; les actions de sociétés à petite capitalisation continuent néanmoins d'offrir une valeur intéressante. Après la forte volatilité des taux d'intérêt qu'ont connue les marchés obligataires, nous nous attendons à des rendements obligataires modestes, où les taux devraient augmenter légèrement dans l'ensemble. Les portefeuilles équilibrés continuent de surpondérer les actions et de sous-pondérer les obligations. En outre, ils privilégient les actions canadiennes, les actions des marchés émergents et les actions à petite capitalisation, qui devraient toutes profiter de valorisations et d'expositions sectorielles plus favorables.

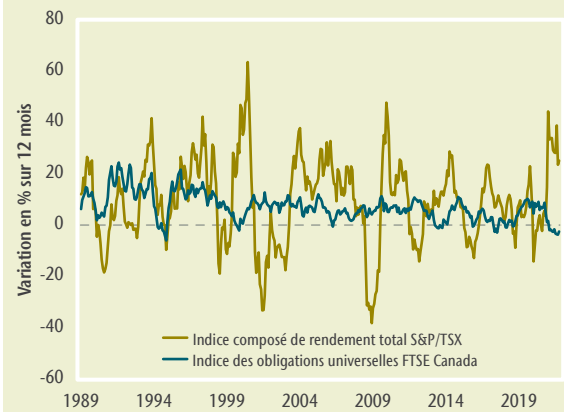
Rendements des catégories d'actif

- Selon notre scénario de base, le taux des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada augmentera légèrement cette année, continuant de s'éloigner de ses creux, comme ils avaient commencé à le faire l'année dernière, pour demeurer dans une fourchette de 1,5 % à 2,25 %. Compte tenu de nos perspectives d'inflation à long terme pour les prochaines années, les risques liés aux taux d'intérêt pointent vers une hausse, même si nous croyons que la Banque du Canada (BdC) agira prudemment, en tenant compte à la fois de la hausse massive de l'endettement global et de la volonté d'appuyer les gains soutenus du marché de l'emploi. Par conséquent, nous nous attendons à ce que le rendement total de l'indice des obligations universelles FTSE Canada se situe entre -1 % et +1 %, soit en dessous de son taux de rendement courant de 2,1 %.
- Même après quelques années de solides rendements, nous sommes d'avis que les perspectives de l'économie mondiale sont prometteuses et demeurons donc optimistes à l'égard des actions canadiennes, américaines et mondiales. Les chiffres d'affaires devraient continuer de tirer parti de la croissance du PIB nominal, et les marges devraient demeurer près des niveaux actuels. Nous prévoyons une progression de 5 % pour les marchés américains et un rendement légèrement plus élevé pour l'indice S&P/TSX, soit de 9 %. Les actions procycliques, notamment celles des marchés émergents et des sociétés à petite capitalisation, devraient inscrire des gains encore plus marqués.
- Les fonds équilibrés privilégient les actions, notamment celles du Canada, des marchés émergents et des sociétés à petite capitalisation, au détriment des actions mondiales. Nous sous-pondérons également les obligations, car il y a lieu de s'attendre à un rendement modeste dans ce segment. Nous croyons que le contexte de politique ultra-expansionniste tire à sa fin, mais que l'orientation générale de la politique continuera de favoriser les actifs risqués.

Sélection des titres et des secteurs

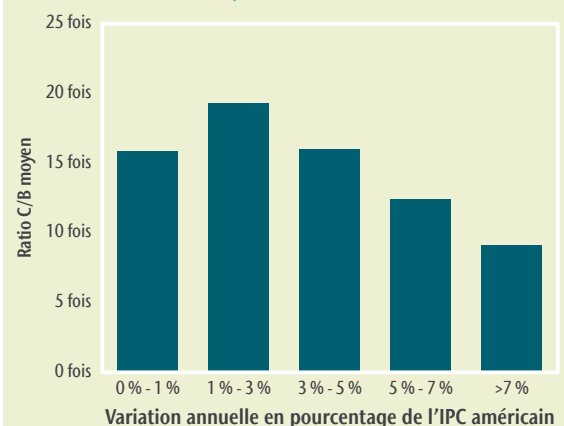
- Nous demeurons optimistes à l'égard des marchés boursiers et privilégions les sociétés qui ont un effet de levier à la croissance mondiale ainsi que celles qui pourraient tirer parti de la hausse des taux d'intérêt et conserver un certain pouvoir de fixation des prix. Nous prévoyons que la forte croissance mondiale permettra aux sociétés de profiter d'un levier d'exploitation positif et que les bénéfices augmenteront.
- Les valorisations boursières ne sont pas excessivement élevées pour le moment et, d'un point de vue relatif, celles sur les marchés canadiens et émergents sont plus favorables qu'aux États-Unis. Les politiques des banques revêtiront une grande importance dans la prochaine année, étant donné que les autorités réglementaires devront trouver un juste équilibre entre un taux d'inflation trop élevé et une réduction excessive des mesures expansionnistes. Par conséquent, nous prévoyons une contraction soutenue, mais plus modeste, des ratios de valorisation. Nous abordons cette phase comme le milieu du cycle, car les taux de croissance économique ont atteint leur sommet, mais les cours boursiers continueront de progresser, du fait que les sociétés sont en mesure d'accroître leurs bénéfices.

GRAPHIQUE 14 : LA SURPERFORMANCE DES ACTIONS APPELÉE À S'ATTÉNUER



Sources : Bourse de Toronto, FTSE Global Debt Capital Markets et Macrobond

GRAPHIQUE 15 : LES RATIOS C/B TOUCHENT DES CREUX LORSQUE L'INFLATION EST ÉLEVÉE



Source : Deutsche Bank

- L'inflation reste un risque pour les marchés. Par le passé, les valorisations boursières se sont contractées lorsque l'inflation a augmenté. Les actions devraient continuer de bien se comporter, pourvu que la croissance des bénéfices compense largement la contraction des ratios, ce qui devrait se produire dans la prochaine année. Au nombre des entreprises qui affichent une bonne tenue en contexte inflationniste figurent les producteurs de matières premières, les sociétés couvertes contre l'inflation, comme celles du segment de l'immobilier et de l'or, et les sociétés de transport, qui sont bien placées pour tirer parti du fait que les consommateurs sont disposés à payer pour la livraison de biens. Les sociétés financières, comme les banques et les assureurs-vie, tireront également leur épingle du jeu dans un contexte de hausse des taux d'intérêt.

Obligations de sociétés

- Les obligations de sociétés ont connu une année stable, et les écarts de crédit des obligations de sociétés ont très peu varié. Les écarts de crédit sont restés environ 140 points de base (pb) au-dessus de ceux des obligations souveraines, ce qui n'est pas très loin du niveau le plus serré, lequel a été observé durant crise financière de 2008. Dans ce contexte de faibles taux obligataires, cet écart de taux semble raisonnable. La croissance élevée du PIB nominal soutiendra également la hausse des bénéfices. Les bilans, quant à eux, semblent solides.
- Nous croyons toutefois que le retrait des liquidités et des mesures de relance pourrait commencer à peser sur les obligations de sociétés. Les mesures d'assouplissement quantitatif ont pris fin ou ont été réduites dans presque tous les pays, et seules la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BdJ) continuent d'acheter activement d'importants volumes de titres. Même si la BdC n'a pas énormément soutenu les obligations de sociétés et de provinces de façon directe à l'aide de ses programmes d'achat, elle se tient prête à intervenir en cas de repli du marché, et l'achat d'obligations du Canada a incité les investisseurs à prendre davantage de risques. Le resserrement monétaire accroît le risque de détérioration des écarts de taux, d'autant plus dans un contexte où certains des risques que nous avons mentionnés ci-dessus viennent à se concrétiser, comme un ralentissement marqué de la croissance du PIB (possiblement lié au cycle des stocks) ou un taux d'inflation élevé obligeant les banques centrales à ralentir la croissance économique.
- Par conséquent, nous commençons l'année avec un positionnement sectoriel qui est généralement conforme à celui des indices de référence. Nous maintenons une légère surpondération des obligations de sociétés, un niveau inférieur à celui pour lequel nous opterions normalement en milieu de cycle. Le profil risque-rendement semble moyen pour l'instant, et nous prévoyons un léger élargissement des écarts qui contrebalancerait le rendement supplémentaire.

GRAPHIQUE 16 : APPRÉCIATION LIMITÉE DES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS

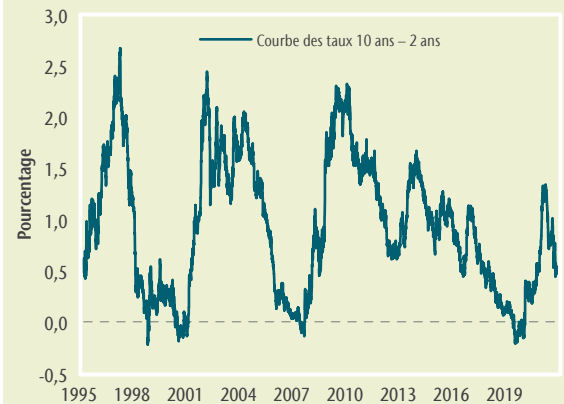


Sources : FTSE Global Debt Capital Markets Inc. et Gestion de placements Connor, Clark & Lunn Ltée

Durée et courbe des taux

- Les taux nominaux des obligations canadiennes ont augmenté tout au long de l'année dernière; les taux à long terme ont d'abord augmenté en prévision d'une normalisation de l'économie, puis les taux à court terme ont grimpé en raison des attentes de hausse des taux par les banques centrales. Ce contexte a permis à l'ensemble de la courbe des taux de se relever de ses creux. Nous croyons que l'intention de retirer les mesures de relance aura une influence dominante sur les marchés obligataires. Dans sa forme la plus simple, le relèvement des taux directeurs entraîne un aplatissement des courbes de taux en raison de la hausse des taux à court terme. Les banques centrales auront le temps d'opérer un resserrement graduel si elles s'emploient à contenir rapidement l'inflation, pourvu que cette dernière ralentisse comme nous l'envisageons. Une forme distincte de resserrement monétaire sera également mise en place, du fait que les banques centrales tenteront de réduire leur bilan. En règle générale, on peut s'attendre à une hausse des taux d'intérêt à long terme et des émissions d'obligations gouvernementales à long terme. Les taux devraient donc augmenter modérément, mais nous posons un regard plutôt neutre sur la courbe des taux en ce début d'année.
- Nous étions optimistes à l'égard des obligations canadiennes à rendement réel. Celles-ci avaient fait bonne figure jusqu'à la fin de l'année dernière grâce à la hausse de l'inflation. Nous chercherons à étoffer leur pondération en cas de repli, car elles offrent une bonne protection contre l'inflation. Les taux d'inflation neutre sur 30 ans commencent l'année à environ 1,75 %, soit 50 points de base de moins que ceux des États-Unis, et ce, même si l'inflation est en dessus de 4 %.

GRAPHIQUE 17 : LA COURBE DES TAUX S'APLATIT À L'APPROCHE DU RESSERMENT



Sources : Banque du Canada et Macrobond

Données macroéconomiques

	Économie	Politique monétaire	Inflation	Valorisation	Total
États-unis	+	N	-	N	N
Canada	+	N	N	N	+
Europe	+	+	N	+	+
Chine/ME	N	+	+	+	+
Total	+	+	N	+	+

+ Positif; - Négatif; N Neutre; S. O. Sans objet

SOMMAIRE

Nous avons assisté à un certain nombre de revers dans la dernière année, dont la propagation fulgurante des variants de la COVID-19, les tensions dans les chaînes d'approvisionnement et les événements climatiques exceptionnels. Ces facteurs ont assombri nos perspectives économiques pour l'année à venir, mais nos prévisions demeurent très positives. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel devrait presque doubler par rapport aux deux derniers cycles économiques, à mesure que nous continuons de nous diriger vers une réouverture complète de l'économie. La trajectoire de la croissance sera généralement la même dans la plupart des économies du monde. Les taux d'inflation actuellement élevés devraient persister à très court terme avant de baisser dans une certaine mesure grâce au désengorgement des chaînes d'approvisionnement, à la reconstitution des stocks et au rééquilibrage de la demande, par lequel les biens seront délaissés au profit des services au chapitre de la consommation. Nos thèmes à long terme continueront néanmoins d'appuyer des perspectives favorables à l'inflation, même si le supercycle de la dette demeurera une préoccupation constante et croissante. À court terme, les banques centrales chercheront, au cours de l'année, à établir fermement la crédibilité de leur politique visant à contenir l'inflation. Elles seront toutefois un peu plus prudentes à moyen terme, compte tenu de la dette publique élevée et de la volonté de favoriser le plein emploi. L'effet conjugué d'une croissance élevée et d'une hausse de l'inflation devrait donner lieu à une solide croissance du PIB nominal, ce qui devrait favoriser le chiffre d'affaires des entreprises. Les marges pourraient subir des pressions en raison de la hausse marquée des salaires découlant du resserrement des marchés de l'emploi. Le retrait de la politique ultra-expansionniste devrait entraîner une hausse des taux d'intérêt et très probablement un accroissement de la volatilité sur les marchés. Dans l'ensemble, les bénéficiaires continueront toutefois de bien se comporter dans un contexte de modeste contraction des valorisations. Ceci dit, après avoir affiché une excellente tenue durant deux ans, les marchés boursiers devraient se replier en 2022. Sur le plan des marchés, nous prévoyons que le Canada et d'autres économies cycliques inscriront des résultats supérieurs. Dans l'ensemble, même si la pandémie traîne en longueur et a refroidi l'optimisme, les perspectives pour l'année à venir sont encourageantes. Nous sommes optimistes à l'égard des marchés boursiers, notamment en ce qui concerne les actions de grande qualité qui tirent parti de la croissance économique et du pouvoir de fixation des prix. Comme les reculs donnent souvent lieu à de nouvelles possibilités, nous demeurons à l'affût des occasions qui se présentent au moment où nous commençons une nouvelle année.

Le présent rapport peut contenir de l'information obtenue de tiers, y compris : Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (BofAML), S&P Global Ratings et MSCI.

La source Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (BofAML) est utilisée avec autorisation. BofAML permet l'utilisation des données liées aux indices BofAML « tel quel »; ne donne aucune garantie à cet égard; ne garantit pas le caractère adéquat, la qualité, l'exactitude, la ponctualité et/ou l'exhaustivité des indices BofAML ni des données qui y sont incluses, s'y rapportent ou qui en sont tirées; n'assume aucune responsabilité relative à l'utilisation de ce qui précède, et ne commande pas, n'endosse et ne recommande pas Gestion de placements Connor, Clark & Lunn Ltée ni aucun de ses produits.

Source : S&P. Les présentes peuvent contenir de l'information obtenue de tiers, y compris des notations d'agences de notation comme S&P Global Ratings. La reproduction et la distribution de contenu de tiers peu importe la forme sont interdites sauf sur autorisation écrite préalable accordée par le tiers en cause. Les fournisseurs de contenu tiers ne garantissent pas l'exactitude, l'exhaustivité, la ponctualité ou la disponibilité d'une information, y compris des notations, et ne sont pas responsables des erreurs ou des omissions (causées par la négligence ou autrement), peu importe la cause, ni des résultats obtenus au moyen de l'utilisation d'un tel contenu. LES FOURNISSEURS DE CONTENU TIERS NE DONNENT AUCUNE GARANTIE EXPLICITE OU IMPLICITE, NOTAMMENT, DE QUALITÉ MARCHANDE OU D'ADÉQUATION À UNE FIN OU UNE UTILISATION DONNÉE. LES FOURNISSEURS DE CONTENU TIERS NE SONT PAS RESPONSABLES DES DOMMAGES DIRECTS, INDIRECTS, ACCESSOIRES, EXEMPLAIRES, COMPENSATOIRES, PUNITIFS, SPÉCIAUX OU CONSÉCUTIFS NI DES COÛTS, DES FRAIS, DES HONORAIRES JURIDIQUES OU DES PERTES (Y COMPRIS LES PERTES DE REVENUS OU DE PROFITS ET LES COÛTS OU LES PERTES D'OPPORTUNITÉS CAUSÉS PAR LA NÉGLIGENCE) DÉCOULANT DE L'UTILISATION DE LEUR CONTENU, Y COMPRIS LES NOTATIONS. Les notations constituent l'expression d'opinions et ne sont pas des constats ni des recommandations portant sur l'achat, la détention ou la vente de titres; elles ne portent pas non plus sur le caractère adéquat des titres ni sur le caractère adéquat des titres aux fins de placement et ne devraient pas être interprétées comme un conseil en placements.

Source : MSCI. L'information de MSCI peut être utilisée à des fins internes seulement et ne peut être ni reproduite ni redistribuée sous quelque forme que ce soit, et elle ne peut pas servir de fondement ou de composante d'un instrument, d'un produit ou d'un indice financier. MSCI ne donne aucune garantie explicite ou implicite à l'égard des données MSCI contenues dans les présentes, ne donne aucune garantie et ne fait aucune déclaration implicite à cet égard, et n'aura aucune responsabilité s'y rapportant. MSCI n'a ni approuvé, ni examiné, ni rédigé le présent rapport.



Vancouver

1111, rue Georgia Ouest, bureau 2300
Vancouver (Colombie-Britannique) V6E 4M3
604-685-2020

Toronto

130, rue King Ouest, bur. 1400, C. P. 240
Toronto (Ontario) M5X 1C8
416-862-2020

CONNOR, CLARK  LUNN

GESTION DE PLACEMENTS