

PERSPECTIVES

JUIN 2022

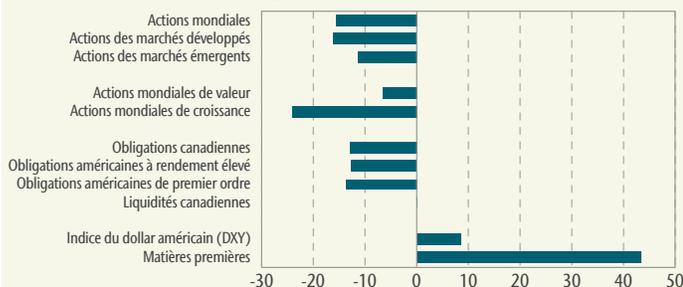
Comme si rien n'avait fonctionné. Nous approchons du milieu de 2022 et nous en avons vu de toutes les couleurs. Après la croissance économique et les rendements boursiers exceptionnels de 2021, il s'avère que cette année est beaucoup plus difficile. Durant les cinq premiers mois de l'année, les actions des marchés développés et émergents, les actions de valeur et de croissance, les obligations, les titres de créance de qualité supérieure, les obligations de sociétés à rendement élevé de même que toutes les devises à l'exception du dollar américain ont affiché des rendements négatifs (voir le graphique 1). En fait, seules les matières premières ont progressé cette année. La chute s'est intensifiée s'est intensifié en juin et les actions américaines sont passées en territoire baissier. Étant donné le contexte macroéconomique, on s'explique bien les fluctuations des marchés qui sont ébranlés par les cycles de resserrement de la Réserve fédérale américaine (Fed), les ralentissements qui en découlent (et le spectre d'une récession), ainsi que l'inflation élevée. Le contexte inflationniste a fait bondir les taux des obligations et entraîné une baisse de leurs cours dans une proportion semblable à celle des actions, car l'on s'attend à un cycle de resserrement particulièrement énergique. Par ailleurs, les actions battent en retraite, puisque l'objectif principal du resserrement de la politique monétaire est de faire baisser les valorisations boursières. Ainsi, le ratio cours/bénéfice (C/B) de l'indice S&P 500 est passé de 23 à 17,5 (voir le graphique 2), ce qui a ramené la valorisation du marché, qui avait atteint un niveau excessivement élevé, à un niveau plus normal. Dans le cas d'un repli typique du marché, les ratios C/B reculent d'environ 25 % entre le sommet et le creux, et jusqu'ici, ils s'inscrivent

dans cette tendance. Il convient toutefois de noter que le ratio C/B de l'indice S&P 500 reste supérieur à sa moyenne à long terme, ce qui laisse entrevoir une nouvelle compression, un scénario hautement probable si l'inflation persiste. Ailleurs, les ratios C/B en Europe et dans les marchés émergents ont reculé pour renouer avec un niveau proche ou inférieur aux moyennes à long terme. Ainsi, les actions mondiales retrouvent petit à petit leur juste valeur, mais elles sont loin de se négocier à bon marché.

Jusqu'à présent, la baisse des valorisations boursières a été contrebalancée par la croissance des bénéfices qui se maintient très bien. Les prévisions consensuelles à l'égard des bénéfices et des marges frôlent des sommets historiques. Les bénéfices par action (BPA) estimés pour 2023 ont continué d'augmenter, et ce, même durant le dernier mois au cours duquel les préoccupations à l'égard de la croissance ont miné l'humeur des investisseurs. Selon les prévisions consensuelles, les bénéfices de l'indice S&P 500 devraient atteindre 229 \$ US pour 2022 et encore progresser pour s'établir à 251 \$ US en 2023. Selon les données historiques, les bénéfices, si le contexte leur est favorable, pourraient réussir à freiner la baisse des actions, comme ce fut le cas lors des cycles de 1994 et de 2004-2006.

Il n'en demeure pas moins qu'il s'agit d'un risque important pour les perspectives boursières. Les bénéfices chutent habituellement en moyenne d'un peu plus de 30 % en période de récession. Même si le scénario d'atterrissage en douceur se concrétise et que les banques centrales relèvent les taux suffisamment pour ralentir l'inflation sans entraîner l'économie

Graphique 1 : Presque toutes les catégories d'actif évoluent de pair en territoire négatif



Sources : MSCI, S&P DJI, ICE, Bloomberg et FTSE Global Debt Capital Markets Inc.

Remarque : Rendements depuis le début de l'année (%) au 10 juin 2022 en monnaie locale.

Graphique 2 : Baisse des valorisations boursières



Sources : I/B/E/S et Macrobond

en récession, les bénéficiés pourraient en pâtir. Les indices ISM, un indicateur clé de l'activité aux États-Unis, ont chuté, à commencer par l'indice des nouvelles commandes du secteur manufacturier qui est passé de 67,4 en décembre 2021 à 55,1 en mai 2022. Toutefois, les coûts des intrants ont augmenté, comme tous les coûts récemment, de sorte que les marges bénéficiaires du S&P sont vulnérables. Même si les bénéfices des 12 derniers mois de l'indice S&P 500 ont progressé à un rythme record au cours de la dernière année, l'indicateur des bénéfices des sociétés dans l'ensemble de l'économie commence à ralentir (voir le graphique 3). En effet, les bénéfices peuvent plonger même si nous ne sommes pas en récession comme ils l'ont fait en 1985, 1999 et 2016.

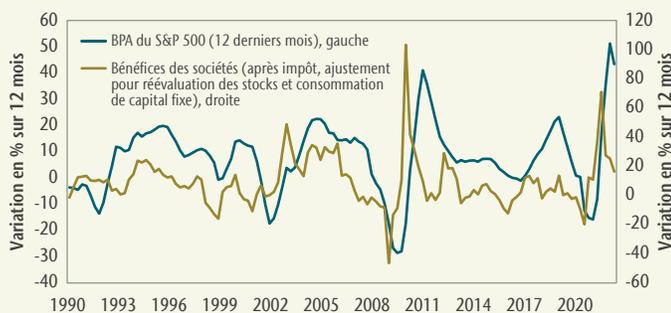
En ce moment, les marchés n'anticipent pas une récession. En plus des prévisions de bénéfices qui se montrent résilientes, il convient de noter que la courbe des taux n'est restée inversée que pendant une brève période au début d'avril. Même si les taux à court terme pointent vers un resserrement rapide, ils n'ont pas dépassé longtemps les taux à long terme. De plus, les écarts de taux des obligations de premier ordre et des obligations à haut rendement se sont légèrement élargis, ce qui signifie que les craintes de défaillance sont bien contenues. De même, les indices boursiers ont reculé, mais de façon ordonnée, comme en témoigne l'indice VIX qui est inférieur aux niveaux d'avant la crise. Enfin, les actions cycliques ont tiré de l'arrière par rapport aux actions défensives, mais cela ne laisse pas encore présager une récession (voir le graphique 4). Nous partageons ce point de vue, mais les risques augmentent à notre avis.

MARCHÉS FINANCIERS

Même si les rendements depuis le début de l'année ont été médiocres dans l'ensemble (à l'exception des matières premières), le mois de mai a été le premier de cette année où nous avons observé une certaine stabilisation à court terme. Un

certain nombre d'actifs risqués ont clôturé le mois en évitant un autre repli important, notamment les principaux indices boursiers américains et les obligations du Trésor américain qui sont demeurés stables (même si le décrochage des marchés a repris au cours des premières semaines de juin). Le répit observé en mai s'explique par le fait que les investisseurs ont quelque peu cessé de s'en faire avec les risques d'inflation élevée, mais se sont davantage inquiétés des risques de décélération de la croissance. Au milieu du mois, la Fed a relevé les taux et son président, M. Powell, a rassuré les marchés qui s'attendaient à une hausse de taux de 75 points de base (pb), ce qui, combiné à un léger assouplissement des restrictions pour lutter contre la COVID en Chine, a contribué à raviver la confiance. De fait, le marché a bien accueilli les piètres données économiques, mais ces dernières ont alimenté les craintes à l'égard de la croissance, puisqu'elles laissent présager un resserrement monétaire moins énergique. Pour la première fois en dix mois, le taux implicite des fonds fédéraux selon les contrats à terme sur l'eurodollar pour la fin de l'année ont entraîné une révision à la baisse des prévisions de hausses de taux, qui ont chuté de 13,5 pb pour s'établir à 3,10 %. Par conséquent, les obligations du Trésor américain ont fait du surplace dans l'ensemble. Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans a grimpé en flèche au début de mai puis a fait marche arrière pour clôturer le mois en baisse d'environ 4 pb, à 2,9 %. Une trajectoire semblable a été observée au Canada. Les écarts de taux des obligations de sociétés et des obligations provinciales se sont également élargis dans un premier temps, mais se sont rétrécis par la suite, profitant d'une remontée plus généralisée des actifs à risque. L'indice des obligations universelles FTSE Canada en a pâti et a légèrement retraité de 0,07 % au cours du mois. Les actions ont également clôturé le mois en affichant des rendements modestes. Les indices S&P 500 et Dow Jones ont progressé de 0,2 % et de 0,3 %, respectivement, tandis que le Nasdaq a reculé de 1,5 %. L'indice MSCI Monde tous

Graphique 3 : Début d'une baisse des bénéfices des sociétés



Sources : BEA et I/B/E/S

Graphique 4 : Le rendement inférieur des titres cycliques n'est pas un signal de récession



Sources : S&P Global, DJI et Macrobond

pays a reculé de 0,2 % en monnaies locales, alors que l'indice composé S&P/TSX a progressé de 0,1 %. Ces modestes variations sont attribuables à une remontée des actifs risqués à la fin du mois qui laissait espérer un cycle de resserrement plus modéré à l'échelle mondiale.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Les investisseurs se sont moins inquiétés de l'inflation et davantage préoccupés par la croissance, espérant que les décideurs adopteraient une approche plus graduelle en matière de resserrement monétaire. Cette stabilisation, toutefois, est probablement un phénomène temporaire, car les actifs risqués ont recommencé à glisser au début de juin. Bien que le risque de récession soit toujours bien présent, l'inflation demeure élevée. La variation annuelle des prix à la consommation a dépassé les 8 % ce mois-ci en Europe (son plus haut niveau depuis la création de l'euro) et aux États-Unis, tandis que l'IPC a dépassé les 7 % au Canada. La hausse constante des prix de l'énergie demeure une grande préoccupation, à commencer par le prix du pétrole qui a enregistré la progression la plus forte à l'échelle de toutes les catégories d'actif. Le prix du baril de brut Brent a bondi de 12,3 % en mai, dépassant les 120 \$ US à la fin du mois, tandis que le celui du WTI a grimpé de 9,5 %. Les banques centrales continuent d'être soumises à de fortes pressions pour relever les taux, et les contrats à terme sur les fonds fédéraux ont grimpé en flèche au début de juin, propulsés par le ton ferme des porte-parole de la Fed, notamment le vice-président Brainard et le gouverneur Waller, qui répètent que d'importantes hausses de taux sont à prévoir. Les décideurs considèrent qu'ils ne disposent que d'une courte période pour éviter que les attentes inflationnistes s'emballent, et ils sont fermement résolus à intervenir. Ils continueront donc de resserrer leur politique monétaire. Nous nous attendons toujours à un ralentissement de la croissance économique, mais le risque de récession est faible, du moins pour 2022.

Les valorisations boursières, qui avaient atteint des niveaux élevés, sont en baisse, mais elles ne sont pas encore bon marché aux États-Unis. En effet, elles pourraient encore baisser, car on peut s'attendre à ce que les taux directeurs dépassent leurs taux neutres à long terme pendant un certain temps. De plus, le risque de baisse attribuable aux confinements en Chine, à la guerre et à l'inflation persiste. Par conséquent, les perspectives demeurent fondées sur la croissance des bénéfiques. Même en

l'absence d'une récession, le risque d'une révision à la baisse des bénéfiques est important, compte tenu des attentes élevées. Aux États-Unis, des segments clés du marché demeureront sous pression, en particulier les actions de croissance comme celles des secteurs des technologies et de la consommation discrétionnaire, ce qui devrait peser sur l'ensemble des actions américaines. Toutefois, au Canada, les prix élevés des matières premières favorisent les bénéfiques. Les prix de l'énergie, des matériaux, des engrais et de l'agriculture se portent bien. Toutefois, ce ne sont pas toutes les matières premières qui affichent des gains, notamment le bois d'œuvre et l'or. De plus, le risque d'un ralentissement économique pèse sur les banques. Nous conservons une orientation défensive dans nos portefeuilles d'actions canadiennes fondamentales, privilégiant les sociétés de grande qualité et investissant prudemment dans les secteurs qui offrent une bonne valeur et une bonne stabilité en fin de cycle. Nous surpondérons les secteurs des biens de consommation de base et de l'industrie, ainsi que les sociétés d'assurance de dommages. Nos portefeuilles de titres à revenu fixe sont positionnés en prévision d'un nouvel élargissement des écarts de taux, et continuent d'afficher une sous-pondération dans les obligations de sociétés et les obligations provinciales. Nous nous attendons à ce que l'aplatissement de la courbe des taux persiste. La durée de nos portefeuilles, qui n'était qu'un tout petit peu plus longue que celle de l'indice de référence, a été ramenée à un niveau neutre, car les risques d'inflation à la hausse ont à nouveau ébranlé l'humeur des marchés. En mai, nous avons encore réduit le risque de nos portefeuilles équilibrés. Nous surpondérons maintenant légèrement les actions, entièrement canadiennes, et nous avons réduit la sous-pondération des titres à revenu fixe. Nous avons légèrement accru la sous-pondération des actions mondiales. Pour le reste de l'année, nous ne prévoyons pas de récession, mais nous demeurons prudents quant aux risques de ralentissement de l'activité économique et de ses effets sur les actifs risqués.