

PERSPECTIVES

JUILLET 2022

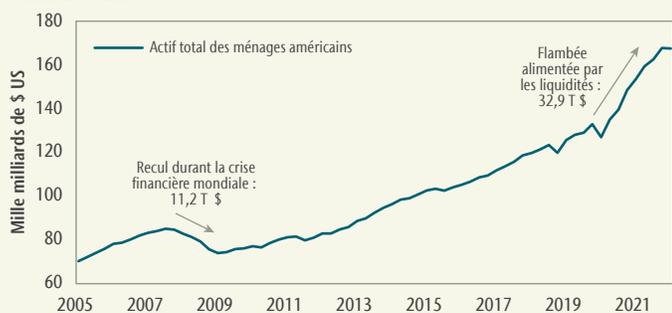
« Je ne pense pas que nous retournerons dans un contexte de faible inflation... certaines forces ont été libérées... et elles vont changer la situation dans laquelle nous évoluons » – Christine Lagarde, présidente de la Banque centrale européenne. Il n’y a pas de bonne façon de présenter ce qui suit : les rendements des marchés durant la première moitié de l’année ont été décevants, les investisseurs ayant constaté qu’un véritable cycle de resserrement était en cours et allait entraîner un net raffermissement de la politique monétaire. Pourtant, en ce début de troisième trimestre, il est intéressant de souligner l’important changement de direction des marchés qui se sont redressés, anticipant une récession qui freinerait le resserrement monétaire des banques centrales. Les prix du pétrole ont plongé, les taux ont baissé et les actions ont légèrement progressé, à commencer par les actions de croissance. Il s’agit, à notre avis, d’une remontée classique d’un marché baissier.

Les mouvements du marché nous laissent croire que les investisseurs accueillent favorablement le scénario d’une récession. Cela signifie que les investisseurs croient que les banques centrales réussiront à saper l’inflation et estiment que les taux directeurs qui atteindront un sommet d’environ 3,5 % à 4 % réussiront à couper court à une éventuelle spirale salariale. Nous pourrions donc pousser un soupir de soulagement collectif et renouer avec le contexte de faible croissance et de faibles taux auquel nous sommes habitués. Mieux encore, au début de ce cycle, les actions seront évaluées à leur juste valeur et les obligations généreront un rendement nominal qui pourrait même progresser si les banques centrales abaissent les taux l’an prochain.

Mais à quoi pouvons-nous nous attendre si les prévisions de la présidente de la Banque centrale européenne (BCE), Mme Lagarde, venaient à se confirmer? Que se passera-t-il si, malgré l’endettement colossal des économies développées, les taux d’intérêt d’environ 4 % (du jamais vu depuis plus d’une décennie) ne suffisent pas de freiner l’inflation? En effet, même si les consommateurs américains ne cessent de se plaindre de leur situation et que leur niveau d’optimisme atteint des creux inégalés depuis 1953, ils profitent de facteurs plutôt favorables. Tout d’abord, les comptes bancaires des ménages demeurent nettement mieux garnis qu’ils le sont normalement, grâce au soutien apporté par les gouvernements pendant la COVID. De plus, malgré le repli des actions et des obligations cette année, l’accumulation de richesse a été trois fois plus importante que la totalité des pertes d’actifs enregistrées par les ménages pendant la crise financière mondiale (voir le graphique 1). Même si la population à faible revenu ne tire pas grand-chose de ces effets favorables, il convient de noter que ce segment démographique profite à la fois de la forte croissance de l’emploi et des hausses salariales les plus élevées parmi tous les quartiles de revenu (voir le graphique 2).

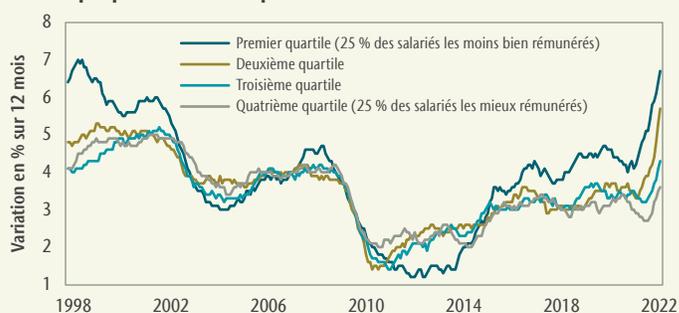
Au cours des prochains mois, on ne peut écarter la possibilité que l’inflation demeure obstinément élevée. Les effets de base contribueront à ralentir l’inflation globale au cours des prochains mois au Canada et aux États-Unis (voir le graphique 3). Toutefois, dans certains cas, la hausse des prix plus rigides, comme ceux des loyers et des services, pourrait se maintenir, en particulier en raison des fortes demandes salariales qui sont alimentées par le taux de roulement élevé des employés.

Graphique 1 : Flambée de la valeur des actifs des ménages américains



Sources : Réserve fédérale et Macrobond

Graphique 2 : Les salariés les moins bien rémunérés sont ceux qui profitent des plus fortes hausses de salaire



Sources : Banque de réserve fédérale d’Atlanta et Macrobond

Ce scénario représente probablement le plus grand risque pour nos perspectives dans l'ensemble, car les décideurs auraient à choisir entre deux solutions redoutables. La première serait d'accepter que l'inflation demeure supérieure à la cible. Une telle solution irait à l'encontre des objectifs déclarés de ciblage de l'inflation et laisserait entendre que les banques centrales abandonnent leur lutte acharnée contre l'inflation, ce qui nuirait à leur crédibilité. Dans l'autre cas, les taux d'intérêt atteindraient des niveaux beaucoup plus élevés que ce que les marchés anticipent à l'heure actuelle, ce qui provoquerait une grave et longue récession.

Dans le premier cas, la volatilité régnerait sur les marchés le temps que les investisseurs analysent les intentions et les décisions d'une banque centrale qui aurait renoncé au ciblage de l'inflation. Le marché pourrait évoluer rapidement, alternant entre les perspectives de réduction et de relèvement des taux, comme au début des années 1980. De telles fluctuations pourraient durer pendant des années. Dans le deuxième cas, l'apogée des hausses de taux serait plus élevée que ce que les marchés prévoient en ce moment. À la fin des cycles de resserrement précédents, les taux directs dépassaient les taux d'inflation (voir le graphique 4), à mesure que les conditions financières se resserraient. Toutefois, plus le resserrement est important, plus les probabilités sont grandes qu'un événement financier extrême imprévu survienne, compte tenu de la dernière période prolongée de conditions extrêmement souples et très liquides.

À notre avis, même si ces deux situations sont improbables, elles ne sont pas pour autant invraisemblables. Dans les deux cas, une position défensive serait de mise. Il est important de souligner que les sociétés de grande qualité qui présentent un bilan solide, des flux de trésorerie stables et des marges d'exploitation soutenues seraient les plus susceptibles de conserver leur valeur. À l'échelle mondiale, les régions où les titres n'affichent pas une valorisation supérieure pour le moment, mais où la lutte contre l'inflation se fait bien sentir, sont celles qui devraient

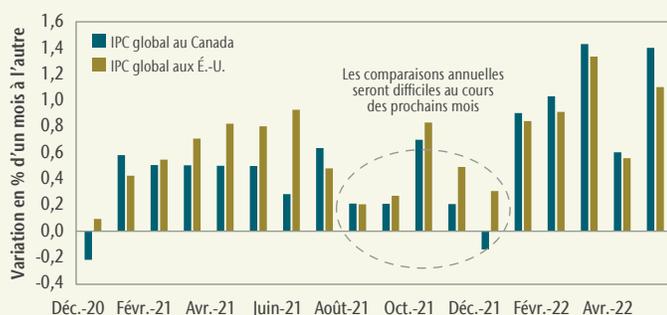
bien se tirer d'affaire, notamment les marchés émergents. Les actifs réels devraient bien se comporter, y compris les matières premières et certains segments de l'immobilier. Les liquidités constitueraient également une bonne couverture. Au moment où nous commençons la deuxième moitié de l'année, nous surveillons de près toutes les nouvelles données sur l'inflation et nous demeurons à l'affût de tout changement d'orientation des banques centrales.

MARCHÉS FINANCIERS

Malgré une remontée à la mi-juin, les marchés sont demeurés moroses dans l'ensemble le mois dernier et presque toutes les catégories d'actif ont reculé de façon assez uniforme. Les actions mondiales se sont repliées, comme en témoigne l'indice MSCI Monde tous pays qui a battu en retraite de 8,6 % (en monnaies locales), enregistrant sa plus forte baisse mensuelle depuis le sommet de la pandémie. Des baisses ont également été enregistrées du côté des marchés émergents (l'indice MSCI Marchés émergents a glissé de 7,2 %), des États-Unis (l'indice S&P 500 a chuté de 8,4 %) et du Canada (l'indice composé S&P/TSX a plongé de 9 %). La faiblesse a été largement répandue en dehors du secteur de l'énergie, qui a été le seul secteur à afficher un rendement positif. Le prix du pétrole WTI a dégringolé de 7,8 %, inscrivant sa première baisse mensuelle cette année en raison des craintes d'une récession. Le bond de l'indice global des prix à la consommation (IPC) au milieu du mois a fait réaliser aux investisseurs que des hausses de taux encore plus importantes étaient à venir. Les taux obligataires ont également grimpé en flèche, les taux à 2 ans ayant augmenté de 45 pb et les taux à 10 ans, de 30 pb au Canada. Conjointement avec l'élargissement des écarts de taux des obligations de sociétés et surtout des obligations provinciales, l'indice des obligations universelles FTSE Canada a reculé de 2,2 % en juin.

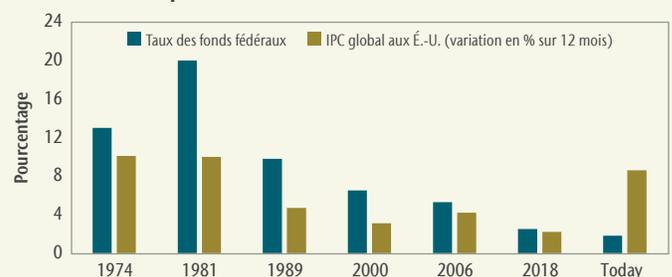
Toutefois, c'est la conjoncture à long terme marquée par l'accès de faiblesse des marchés au cours des six premiers mois de l'année qui a véritablement changé la donne. Au cours de

Graphique 3 : L'IPC restera élevé



Sources : Statistique Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics et Macrobond

Graphique 4 : Durant les cycles de resserrement, les taux directeurs dépassent l'IPC



Source : Strategas

Remarque : Taux cible des fonds fédéraux et IPC aux États-Unis à la fin des cycles de resserrement précédents

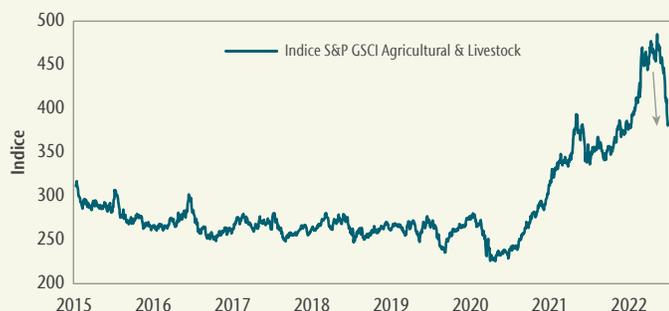
cette période, les obligations canadiennes ont inscrit leur pire et leur quatrième pire rendement trimestriel depuis la création de l'indice des obligations universelles en 1980. Cette situation a été observée partout : aux États-Unis, les rendements obligataires ont atteint un creux jamais vu depuis 1788! Par ailleurs, même après avoir effectué une remontée à la fin de mai, puis à la mi-juin, les actions ont enregistré leur pire premier semestre depuis 1962. L'indice S&P 500 a reculé de 21 % depuis le début de l'année et tous les secteurs sauf celui de l'énergie se sont repliés, car les valorisations boursières ont pris la pleine mesure de l'ampleur avec laquelle les taux d'intérêt pourraient augmenter. Les attentes à l'égard des taux d'intérêt à court terme ont augmenté, les contrats à terme sur les fonds fédéraux pour la fin de 2022 passant de 0,8 % au début de l'année à 2,4 % à la fin du premier trimestre, puis à 3,4 % à la fin du deuxième trimestre (après avoir atteint un sommet de 3,8 %). Comme la réévaluation s'opère à l'échelle mondiale, cela n'a pour effet que d'accentuer le repli collectif. Au sein des trois plus grandes économies du monde, la croissance économique stagne – en Chine, en raison des mesures qui sont prises, en Europe, à cause de la guerre, et aux États-Unis, du fait du contexte moribond (bien qu'elle soit en grande partie attribuable aux importations, qui continuent d'alimenter une demande intérieure assez forte). Toutefois, comme les indices des directeurs d'achats de la zone euro et des États-Unis dépassent maintenant à peine 50 et que la courbe des taux à 2 ans à 10 ans s'aplatit pour s'approcher de l'inversion, les perspectives sont incertaines. Pour leur part, les bénéfiques continuent de tenir le coup. Les prévisions demeurent solides, et les prévisions de bénéfices basées sur des analyses ascendantes laissent toujours entrevoir une hausse de près de 10 % en 2023, ce qui nous semble presque trop beau pour être vrai. Nous surveillerons la situation de près au cours de la période de publication des résultats du deuxième trimestre.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Soyons clairs, nous nous attendons à ce que les taux d'inflation élevés diminuent. Des signes montrent déjà une diminution : les prix des produits de base ont chuté, comme celui du baril de pétrole qui s'approche des 100 \$ US et ceux des aliments qui sont en baisse depuis le mois de mai (voir le graphique 5). De plus, les stocks de marchandises auraient bondi parmi les principaux détaillants. La pénurie de certains intrants clés se résorbe, comme du côté des semi-conducteurs, ce qui indiquerait également que la situation s'allège quant aux goulots d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement. Enfin, la Chine et son secteur manufacturier redémarrent lentement et prudemment. Dans l'ensemble, l'offre devrait contribuer de façon importante à atténuer l'inflation.

Or, ce n'est pas une mince tâche que de réduire l'inflation en raison de son niveau élevé. Les autorités monétaires affirment qu'elles ne pourront y arriver qu'en resserrant leur politique. Traditionnellement, le ralentissement de la croissance économique incite les autorités monétaires à assouplir leur politique, mais nous croyons que la barre est très haute dans le présent cycle, et le restera tant que l'inflation dépassera largement les cibles établies. En juin, nous avons poursuivi sur la même voie en réduisant le risque. Au sein de nos portefeuilles équilibrés, la surpondération de l'ensemble des actions a été réduite pour la ramener au même niveau que l'indice de référence, mais nous continuons de privilégier les actions canadiennes par rapport aux actions mondiales, en raison des risques accrus dans le marché américain, qui demeure plus cher. Nous avons également à nouveau diminué la sous-pondération des titres à revenu fixe et augmenté de façon comparable la surpondération des liquidités. Dans nos portefeuilles fondamentaux d'actions, nous avons continué de privilégier les sociétés de grande qualité dotées d'un solide modèle d'affaires et d'un important pouvoir de fixation des prix, et qui peuvent maintenir leurs marges bénéficiaires. Les portefeuilles de titres à revenu fixe sont positionnés en prévision d'un aplatissement des courbes, en raison des autres hausses de taux par les banques centrales. Pour l'instant, les données les plus attendues seront la fourchette des mesures de l'inflation et des salaires pour confirmer si elles se sont effectivement atténuées au deuxième semestre. Toutefois, le risque dominant (mais toujours peu probable) selon nous est de terminer l'année avec une hausse plus soutenue que prévu de l'inflation. Une telle situation nous plongerait dans un contexte différent et encore plus difficile l'année prochaine.

Graphique 5 : Renversement des prix des aliments



Sources : S&P Dow Jones Indices et Macrobond