

PERSPECTIVES

AOÛT 2022

Une forte remontée, mais pour combien de temps? Comme nous le mentionnions dans nos *Perspectives* de juillet, la mi-juin a été un tournant à court terme pour les marchés, car on s'attendait à ce que le ralentissement de la croissance entraîne un changement des priorités des banques centrales. Certaines des conséquences proposées nous semblent quelque peu exagérées. La première, c'est que les décalages longs et variables de la politique monétaire ont été éliminés. Habituellement, la période allant de la fin de cycle à la récession dure des années, et les marchés s'attendent à ce que, pour le cycle en cours, le délai soit réduit à quelque 16 mois au total. Cela se reflète dans les réductions de taux prévues à compter du milieu de 2023, après que le relèvement des taux vient tout juste d'être amorcé, en mars de cette année. Il ne fait aucun doute que les hausses de taux perturberont les dépenses et entraîneront une contraction des investissements, mais la période nécessaire pour réduire l'inflation est exceptionnellement courte. De plus, le Comité de l'*Open Market* de la Réserve fédérale américaine (FOMC) table sur un taux directeur neutre d'environ 2,5 % et un recul de l'inflation à 2 %, laissant entendre implicitement qu'un taux directeur réel de 0,50 % suffira à renouer avec un contexte d'inflation à 2 % et un scénario de croissance modeste comme au cours de la dernière décennie. En effet, c'est à ce niveau des taux directeurs réels que la Fed a mis fin à sa dernière campagne de relèvement, en décembre 2018. Ce faible niveau des taux réels semble plutôt optimiste, alors que, tout au long du cycle de hausses de 2016 à 2018, l'IPC est resté entre 1,4 % et 2,9 %. Ceci est largement inférieur à l'IPC global actuel, qui, même après le recul surprise de juillet, est toujours à 8,5 %. Dans quelle mesure ces prévisions sont-elles plausibles?

QUE FAUDRA-T-IL POUR QUE L'INFLATION RÉPONDE AUX ATTENTES OPTIMISTES DU MARCHÉ?

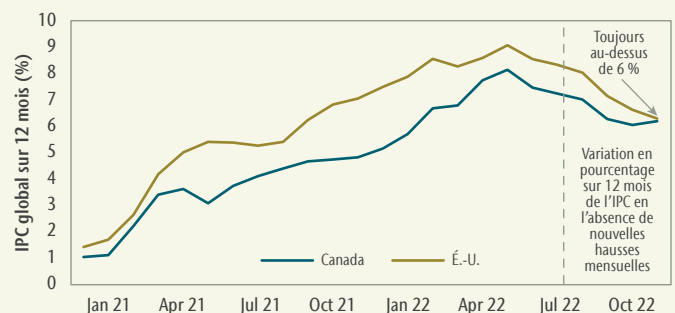
Si l'on prend un peu de recul pour examiner les périodes passées d'inflation élevée, il convient de signaler que l'IPC, pour s'établir autour de 2 % d'ici la fin de 2023 comme le prévoit le marché, devra effectivement diminuer d'environ sept points de pourcentage en un peu plus d'un an. Cela ne s'est produit qu'une seule fois au cours des 50 dernières années, et pour y parvenir, il a fallu que les États-Unis soient confrontés à la grande crise financière, alors que les prix du baril de pétrole sont passés de 150 \$ US à 40 \$ US.

En examinant de plus près les tendances actuelles, nous avons constaté le mois dernier que les variations mensuelles comparables au cours des quatre prochains mois représenteront un défi pour faire diminuer la variation annuelle de l'IPC global (voir le bulletin *Perspectives* de juillet). Plus encore, si nous n'observons aucune hausse mensuelle de l'inflation pour le reste de l'année, un simple calcul montre que l'IPC global au Canada et aux États-Unis clôturerait l'année à un taux encore élevé d'environ 6 % (graphique 1).

Les statistiques récentes montrent qu'un grand nombre de composantes de l'inflation affichent une hausse élevée. Les mesures de la moyenne tronquée de l'IPC de base, qui excluent les composantes affichant les variations les plus extrêmes au cours d'un mois donné (c.-à-d. les facteurs les plus volatils), sont élevées, tant au Canada qu'aux États-Unis. Pour que l'inflation revienne à un niveau plus acceptable, il faudrait un recul généralisé des prix qui ferait baisser l'IPC. La bonne nouvelle, c'est que les prix des matières premières ont déjà fléchi; en effet, l'indice S&P des prix des marchandises a reculé de 17 % entre son sommet du début de juin et la fin de juillet. De plus, les prix des biens pourraient très bien faire l'objet de baisses considérables, car les habitudes de dépenses changent et les niveaux élevés des stocks stimulent les ventes.

Les deux autres grandes catégories représentent toutefois d'importants risques de hausse. En premier lieu, les prix des services, qui font face à une hausse soutenue de la demande, tandis que les salaires – un élément déterminant de la structure de coûts – augmentent en raison des pénuries persistantes de main-d'œuvre. Selon les plus récentes recherches de la Fed

Graphique 1 : L'inflation globale devrait rester élevée



Sources : Statistics Canada, Bureau of Labor Statistics, Macrobond

de San Francisco¹, le taux de chômage à inflation stationnaire (TCIS) aux États-Unis s'établit actuellement à 6 %, dans la foulée de nombreuses perturbations au sein de la population active, y compris les départs et les changements d'emplois. En effet, le taux de chômage de 3,5 % en juillet, soutenu par la création de plus de 500 000 emplois durant le mois, donne à penser que les marchés de l'emploi sont extraordinairement serrés. De même, un document de travail publié par la Banque du Canada² montre que des filtres statistiques ont été appliqués à des douzaines d'indicateurs du marché du travail, ce qui a permis de constater que, dans l'ensemble, nous sommes au-dessus de la fourchette de resserrement des marchés du travail et, pour certains indicateurs, près de nos meilleurs niveaux historiques. Il semble qu'il faudra déployer plus d'efforts pour limiter les pressions à la hausse sur les salaires.

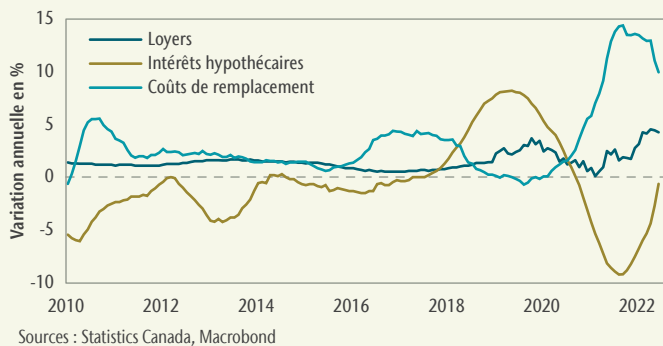
Les coûts d'habitation représentent le deuxième risque; au Canada et aux États-Unis, ils représentent un peu moins du tiers du panier de l'IPC. Malgré la correction actuelle du marché de l'habitation, qui fait baisser à la fois les ventes et les prix, les coûts d'habitation dans l'IPC semblent augmenter dans l'ensemble. Les principales composantes représentent les coûts d'habitation des locataires ainsi que des propriétaires. Les premiers sont pris en compte dans les coûts de location. Ceux-ci produisent habituellement un effet retardé sur l'IPC, étant donné la façon dont l'IPC est calculé, car les loyers sont souvent établis pour une année complète et renégociés au renouvellement des baux. Malgré ce retard, les hausses des coûts de location n'ont jamais été aussi élevées depuis 1990 (graphique 2). De plus, ces coûts sont généralement persistants, car il faut du temps pour qu'ils s'ajustent en fonction des contrats. Dans le cas des propriétaires, l'IPC est évalué en fonction du coût de possession d'un logement, y compris les coûts d'entretien et de remplacement ainsi que ceux des intérêts hypothécaires. La dernière composante fait du surplace depuis 1990, malgré la hausse de la valeur des propriétés depuis une trentaine d'années (graphique 3), et exerce un effet modérateur de longue date sur l'IPC. Toutefois, les baisses d'une année à l'autre devraient

maintenant faire place à des hausses, en réaction directe à la plus forte augmentation des taux hypothécaires officiels à 5 ans des banques depuis avril 2000. Le scénario tablant sur des baisses de taux d'intérêt et une récession modérée en 2023 semble optimiste. Nous croyons qu'une meilleure façon de décrire l'évolution de l'IPC est qu'il plafonnera et demeurera à un niveau élevé, au moins au-dessus de la cible, pendant un certain temps.

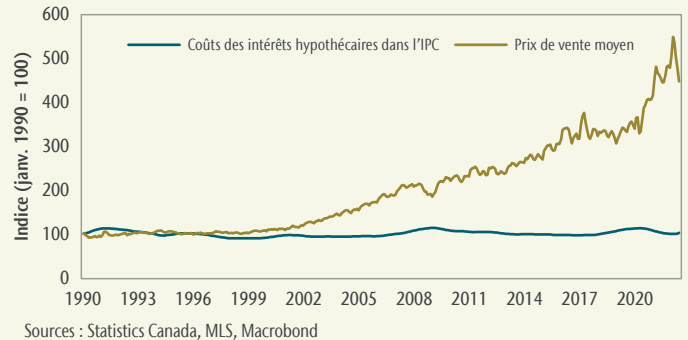
MARCHÉS FINANCIERS

La première moitié de l'année a été une période historiquement difficile, au cours de laquelle la confiance des investisseurs a été ébranlée et les actifs risqués se sont fortement dépréciés. Le 15 juin, le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans a atteint un sommet de 3,5 %, et est depuis redescendu à 2,65 %. L'indice S&P 500 a touché un creux de 3 637 points au cours de la même période, puis a grimpé en flèche de 9,7 % au cours des six semaines suivantes, grâce surtout aux actions de croissance à long terme. Le dollar américain a cessé de s'apprécier et s'est stabilisé. Les swaps sur défaillance de crédit à haut rendement élevé ont atteint un sommet et ont considérablement diminué. Tout cet optimisme s'est manifesté malgré une deuxième baisse trimestrielle du PIB aux États-Unis et le resserrement concerté des politiques monétaires à l'échelle mondiale. En raison de l'anticipation d'un ralentissement des dépenses attribuable à la hausse des taux d'intérêt qui limiterait le resserrement monétaire de la Fed et d'autres banques centrales, les marchés boursiers ont connu leur meilleur mois depuis novembre 2020 (lorsque les taux d'efficacité des vaccins ont été annoncés pour la première fois), et les marchés obligataires, depuis mars 2020 (lorsque l'économie mondiale a été mise sur pause). En juillet, les actions ont enregistré des gains généralisés : l'indice composé S&P/TSX a progressé de 4,7 %, l'indice S&P 500 a bondi de 9,2 % et l'indice MSCI Monde tous pays, de 7,1 %, grâce aux gains des marchés de pays développés. Dans l'ensemble, les secteurs cycliques ont damé le pion aux secteurs défensifs, et les secteurs de l'industrie, des technologies de l'information et de la consommation discrétionnaire ont tous affiché de bons rendements.

Graphique 2 : Les coûts d'hébergement mettent du temps à se répercuter sur l'IPC, mais les composantes clés sont en hausse



Graphique 3 : La valeur des propriétés a bondi, mais les coûts d'emprunt sont restés stables



¹ BOK, Brandyn et Nicolas PETROSKY-NADEAU, « Estimating Natural Rates of Unemployment », FRBSF Economic Letter, 31 mai 2022.

² ENS, Erik, Corinne LUU, Kurt SEE et Shu Lin WEE, « Valeurs de référence pour évaluer la santé du marché du travail », note analytique du personnel 2022-2, avril 2022.

Malgré cet optimisme, les banques centrales ont continué de relever massivement les taux d'intérêt en juillet. La Banque du Canada a relevé son taux du financement à un jour de 100 points de base (pb) pour le porter à 2,50 %, sa plus forte hausse depuis 1998, et son gouverneur Tiff Macklem a souligné l'accélération du resserrement monétaire. La Fed a encore relevé son taux cible de 75 pb et a indiqué que, même si le taux directeur a atteint son niveau neutre et qu'il devra entrer en territoire modérément restrictif, ces décisions seront fondées sur les nouvelles données. En fait, les marchés s'attendent à ce que le cycle progresse rapidement et tablent désormais sur des réductions de taux d'environ 50 pb au milieu de 2023. Par conséquent, les taux obligataires ont fortement diminué, les taux des obligations à 2 ans reculant de 16 pb et ceux à 10 ans, de 59 pb. Les courbes de taux se sont sensiblement aplaties et inversées. Dans la portion très surveillée entre les taux à 2 ans et à 10 ans, la courbe des taux canadiens s'est inversée de plus de 40 pb pour afficher son écart le plus prononcé depuis 1990. Les écarts de crédit se sont resserrés, étant donné que la volatilité a diminué et que les actifs risqués ont rebondi en prévision d'une politique monétaire moins énergique. Grâce à la diminution des taux et au resserrement des écarts de crédit, l'indice des obligations universelles FTSE Canada s'est redressé de 3,90 % en juillet, inscrivant son premier rendement positif depuis sept mois.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

De toute évidence, l'inflation est élevée en ce moment. Nous sommes d'accord avec les participants aux marchés pour dire qu'à long terme, l'inflation devrait naturellement diminuer à mesure que les effets des mesures prises se feront pleinement sentir. En revanche, nous ne partageons pas l'avis de la plupart des analystes sur le fait qu'à court et à moyen terme, les marchés sous-estiment la persistance de la hausse de l'inflation. Par ailleurs, nous prévoyons que le ralentissement de l'activité économique se déroulera sur une plus longue période. Bien que les marchés s'attendent à ce qu'une politique plus expansionniste favorise les valorisations, les perspectives à court terme des marchés boursiers sont tributaires des perspectives de bénéfices, qui seront remises en question par la hausse des coûts et le ralentissement de la croissance des chiffres d'affaires. Nous croyons que les prévisions de bénéfices sont encore trop élevées et qu'elles seront révisées à la baisse. Même si beaucoup de gens envisagent la possibilité que les marchés boursiers aient déjà atteint leurs creux, nous faisons preuve de davantage de prudence et croyons que la volatilité des marchés financiers

restera élevée. Dans nos portefeuilles fondamentaux d'actions canadiennes, nous avons ajouté des sociétés stables et plus défensives, tout en réduisant les placements dans des sociétés dont les bénéfiques sont liés au cycle économique. Les marchés ont tourné leur attention vers le ralentissement de la croissance et s'attendent à ce que les banques centrales assouplissent leur politique. Nous croyons que l'inflation demeurera la principale préoccupation jusqu'à ce qu'elle ait été ramenée en grande partie vers les fourchettes cibles des banques centrales. Nous prévoyons de nouvelles hausses des taux d'intérêt, et les réductions de taux en 2023 nous semblent peu probables. Dans nos portefeuilles de titres à revenu fixe, nous conservons un positionnement en vue d'un aplatissement de la courbe des taux et d'un contexte défavorable pour le marché du crédit, et nous prévoyons que les obligations canadiennes devraient surpasser les obligations du Trésor américain. Les portefeuilles équilibrés ont constamment réduit le risque au cours du premier semestre de l'année. Nous continuons de sous-pondérer les titres à revenu fixe, compte tenu de la poursuite prévue du resserrement monétaire, et conservons une pondération neutre des actions dans leur ensemble, tout en privilégiant légèrement les actions canadiennes par rapport aux actions mondiales.

Le mois dernier, nous nous sommes penchés sur le principal risque planant sur nos perspectives à court terme, soit une hausse plus soutenue que prévu de l'inflation. Ce mois-ci, nous avons examiné les mesures nécessaires pour réduire l'inflation d'ici la fin de l'année, ce qui, selon nous, semble peu probable. Les marchés sont peut-être optimistes à l'égard de la politique monétaire, mais nos préoccupations sont élevées. Nous cherchons des occasions de réduire davantage le risque dans la seconde moitié de l'année, et chercherons à accroître le risque lorsque nous verrons des signes tangibles de victoire dans la bataille contre l'inflation.