

PERSPECTIVES

NOVEMBRE 2022

« La patience est l'art de dissimuler son impatience. » — *Guy Kawasaki, entrepreneur*. L'une des caractéristiques du cycle économique actuel est sa progression rapide. C'est dans ce contexte d'impatience que les effets de la politique monétaire se mesurent maintenant aux décalages longs et variables. En effet, l'influence la plus importante sur les marchés s'est déplacée depuis le début de l'année, délaissant l'inflation pour s'orienter vers le cycle de hausses de taux synchronisées à l'échelle mondiale. Selon la Banque mondiale, l'économie mondiale subit sa plus importante détérioration depuis 1970. Toutefois, après une hausse rapide des taux, ce cycle de resserrement tire à sa fin. Par conséquent, les investisseurs attendent impatiemment le point d'inflexion.

Cette possibilité attrayante s'est traduite par des actifs en dents de scie en octobre. Les actions se sont tout d'abord redressées pendant deux jours, dégagant leur meilleur rendement depuis avril 2020, soutenues par l'espoir que la Réserve fédérale américaine (Fed) ralentisse le rythme de ses hausses de taux. La hausse de 25 points de base (pb) de la Banque de réserve d'Australie et la hausse de 50 pb de la Banque d'Angleterre – inférieure aux attentes – ont alimenté ce scénario.

Toutefois, au milieu du mois, les porte-parole de la Fed ont contrecarré les perspectives d'un ralentissement des hausses de taux. Par exemple, Neel Kashkari, président de la Fed de Minneapolis, était plus préoccupé par un resserrement monétaire insuffisant qu'excessif; il s'attend à ce que les hausses se poursuivent jusqu'à ce que le taux des fonds fédéraux franchisse la barre de 4,75 %. Contre toute attente, l'indice des prix à la consommation aux États-Unis s'est établi à 8,2 % sur 12 mois en septembre, renforçant les prévisions d'une autre hausse de 75 pb en novembre, la quatrième hausse démesurée de suite (qui s'est produite). Le marché des contrats à terme a repoussé le sommet définitif des hausses de taux de la Fed à plus de 5 %. Cependant, les médias ont laissé entendre que la Fed discutait de « la façon d'annoncer son intention d'approuver une hausse plus modeste en décembre ».

La Banque du Canada, qui se positionne en chef de file du resserrement mondial, a surpris le marché en annonçant une hausse de seulement 50 pb, donc inférieure aux attentes, un

changement de ton qui a vivement intéressé les participants. Des préoccupations similaires ont été exprimées lors d'une conférence de presse de la Banque centrale européenne. Ce contexte a entraîné un changement d'opinion à la fin d'octobre, qui a ultimement dynamisé les marchés des capitaux. Les taux obligataires ont fortement chuté à la fin du mois et, en fin de compte, les actifs risqués ont rebondi de façon spectaculaire; il s'agit de la deuxième remontée aussi importante en quatre mois, mais tout cela durant une année décevante. Ouf! L'afflux de données a certainement mis à l'épreuve la patience des investisseurs.

Dans ce contexte, le moment est-il maintenant venu d'acheter des actions? Nous ne le croyons pas. Premièrement, nous sommes préoccupés par la détérioration des signaux qu'envoie le contexte macroéconomique. Les indices des directeurs d'achats des marchés développés ont amorcé un recul et les indicateurs avancés laissent entrevoir d'autres baisses (voir le graphique 1). La situation n'est guère plus reluisante ailleurs dans le monde. L'économie chinoise doit composer avec des risques de déflation, tandis que l'Europe pourrait être la seule région aux prises avec une période de stagflation puisque la hausse des prix de l'énergie demeure un risque important.

Graphique 1 : Point d'inflexion d'un repli économique

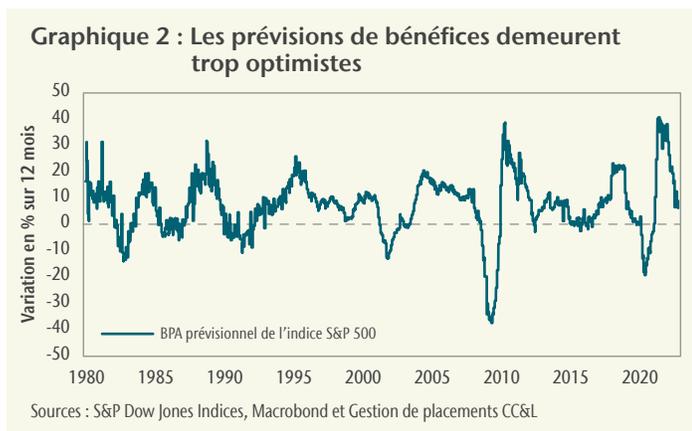


Deuxièmement, ce ne sont pas toutes les banques centrales qui ont modifié leur politique. Aux États-Unis, les consommateurs profitent toujours de bilans plutôt sains et de la vigueur de l'emploi, ce qui empêche la Fed de ralentir. En fait, le rythme des hausses entraîne une inversion de la courbe des taux des

obligations à 3 mois et à 10 ans, soit l'un des principaux signaux que la Fed a relevés comme indicateur prévisionnel de récession (voir le bulletin *Perspectives d'avril*).

Troisièmement, les difficultés financières augmentent parallèlement à la diminution des liquidités, comme nous en avons discuté le mois dernier. Tout nouveau problème pourrait entraîner la vente d'actifs liquides, comme des actions et des obligations.

Toutefois, le quatrième point, qui est critique pour les actions, repose sur le fait que ce ralentissement n'a pas encore été pris en compte dans les bénéfices (voir le graphique 2).



Plus précisément, l'indice S&P 500 affiche une croissance de son bénéfice par action (BPA) très solide, et les analystes s'attendent à des prévisions à peu près stables pour 2023 (224 \$). Cette donnée a été révisée à la baisse de plus de 5 % par rapport à son sommet, mais les périodes de récession typiques impliquent une contraction pure et simple. Les moyennes historiques laissent entrevoir une baisse de 30 %.

En effet, une période de récession s'accompagne habituellement de marchés haussiers et d'une combinaison de baisses de taux, de l'accentuation de la courbe des taux et de l'expansion des ratios en raison de la baisse des taux d'actualisation. Les replis des marchés ne prennent pas fin avant le début des récessions. Même si les marchés atteignent souvent des creux avant que les bénéfices commencent à se redresser, nous n'en sommes même pas encore au point de prévoir un ralentissement adéquat des bénéfices. En effet, tout cela nous indique que le rebond d'octobre ne marque pas tout à fait la fin du repli.

MARCHÉS FINANCIERS

Après un troisième trimestre et un cumul annuel décevants pour l'ensemble des catégories d'actif, les commentaires des banques centrales ont provoqué une forte volatilité durant le

dernier mois. La baisse des prix de l'énergie en Europe a d'autant plus alimenté ce contexte, notamment du fait que les prix des contrats à terme du gaz naturel ont reculé d'environ 33 % par rapport à leur sommet. Par ailleurs, conformément aux attentes, l'arrivée du nouveau premier ministre britannique Rishi Sunak et le chancelier Jeremy Hunt a propulsé les obligations du Royaume-Uni à leur meilleur rendement mensuel depuis janvier 2020 (même si elles sont en baisse de 23,8 % pour l'année, accusant un retard par rapport à l'ensemble des obligations d'État des marchés développés).

Aux États-Unis, l'indice S&P 500 a progressé de 8,1 % en octobre, malgré le repli persistant des grandes sociétés technologiques. Les résultats très attendus du troisième trimestre laissent entrevoir une croissance soutenue d'environ 4 % par rapport à l'an dernier, attribuable en grande partie aux sociétés énergétiques. Les sociétés technologiques à mégacapitalisation, qui comptent pour environ le quart de l'indice S&P 500, ont déjà publié de piètres résultats au troisième trimestre. Toutes ces sociétés, sauf une, ont vu leurs bénéfices chuter considérablement, entraînant une vente massive de leur titre de l'ordre de 8 % à 25 % le jour même.

De façon plus générale, la génération de bénéfices devrait être difficile étant donné que la vigueur du dollar américain se traduira par une baisse des bénéfices provenant de l'étranger. Les prévisions négatives ont été plus fréquentes, surtout dans les secteurs cycliques. L'indice composé S&P/TSX a également été solide (en hausse de 5,3 %), la plupart des secteurs ayant enregistré des gains. Les taux des obligations canadiennes ont été légèrement négatifs, l'indice des obligations universelles FTSE a reculé de 1,0 % en octobre. Malgré la chute massive de l'ordre de 30 à 36 pb des taux obligataires canadiens sur l'ensemble de la courbe dans la foulée de la hausse surprise de 0,5 % décrétée par la Banque du Canada, les taux ont tout de même clôturé le mois en hausse de 8 à 24 pb. Les obligations canadiennes se négocient maintenant dans une fourchette inférieure de près de 0,75 % à celle des obligations américaines, une volte-face manifeste par rapport au début de l'année lorsque les obligations canadiennes surpassaient leurs homologues américaines.

À l'extérieur du Canada, le resserrement monétaire mondial et les perspectives économiques moins reluisantes, combinés à l'assouplissement des chaînes d'approvisionnement, pèsent sur les prix des matières premières. Pour leur part, les prix de l'énergie demeurent soutenus en raison des problèmes persistants d'approvisionnement. Le prix du pétrole WTI a augmenté de 8,6 % en octobre lorsque l'OPEP+ a annoncé

une réduction étonnamment importante de la production d'environ 2 millions de barils par jour. Toutefois, les prix du gaz naturel ont chuté en raison de températures plus chaudes. Parallèlement, les prix des métaux, comme le cuivre et l'or, sont en baisse pour un septième mois consécutif.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Les tendances générales sont indéniables : le ralentissement de la demande devrait se répercuter sur l'inflation. Au Canada, les premiers signes indiquent que l'inflation a atteint un sommet; un ralentissement économique simultané nécessitera un changement de politique dans un proche avenir. Par ailleurs, contrairement à ce qui est largement anticipé, les taux d'intérêt devraient demeurer en territoire restrictif plus longtemps que prévu puisque, même s'ils se dirigent dans la bonne direction, les données sur l'inflation subissent toujours le contrecoup en décalage des mesures de relance précédentes. La résilience des salaires et des gains réalisés au chapitre de l'emploi constitue un coussin considérable et devrait atténuer les pires effets d'une récession.

Nos portefeuilles équilibrés conservent une orientation prudente et une position en liquidités. Globalement, nous

conservons une sous-pondération des actions ainsi qu'une sous-pondération des actions mondiales supérieure à celle des actions canadiennes. Nous resterons prudents à l'égard des actions jusqu'à ce que les prévisions de bénéfices des sociétés reflètent un ralentissement de l'activité. Nous sous-pondérons les obligations depuis un certain temps et, bien que nous ayons réduit cette sous-pondération, nous la conservons pour l'instant. Les portefeuilles fondamentaux d'actions ont aussi adopté une orientation plus défensive, augmentant la pondération de l'immobilier, des services aux collectivités, de la santé et des biens de consommation de base. Nous prévoyons des révisions à la baisse des bénéfices; par conséquent, nous recherchons des sociétés de grande qualité qui maintiendront des bénéfices stables dans ce contexte. De même, les portefeuilles de titres à revenu fixe canadiens conservent une sous-pondération des obligations provinciales et de sociétés. La politique, qu'elle soit souple ou restrictive, agit sur l'ensemble de l'économie selon des décalages de longueurs et de durées variables. Même si durant la prochaine phase du cycle les hausses rapides des taux d'intérêt se transforment en hausses périodiques et plus modestes, les cours boursiers doivent encore tenir compte des mauvaises nouvelles à venir. La prudence est de mise.