

# PERSPECTIVES

AVRIL 2022

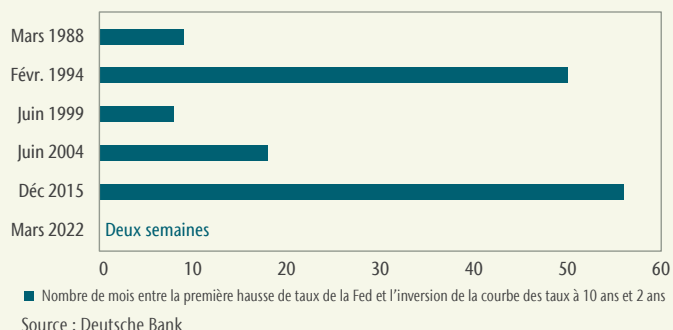
Il s'agissait de la courbe la plus prononcée; il s'agissait de la courbe la plus plate. S'il y a un élément qui caractérise le nouveau cycle économique, c'est que son évolution, qui se déroule habituellement sur plusieurs mois et trimestres, se produit à un rythme effréné. Les écarts au chapitre de la production et de l'emploi qui s'étaient creusés pendant la récession de 2020 se sont en grande partie resserrés au cours de la dernière année, en un temps record. À la fin de la récession de 2020, nous étions au début du cycle économique ponctué par l'expansion, le sommet, la récession et le creux. Aujourd'hui, à peine quelques trimestres plus tard, nous nous demandons déjà si nous avons atteint le sommet pour entrer dans une période de contraction. Un important facteur à l'origine de ce soudain revirement de situation est un indicateur clé qui a retenu l'attention du marché au début d'avril : la courbe des taux américains. Plus précisément, l'écart entre le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans et celui des obligations du Trésor à 2 ans est devenu négatif. Autrement dit, les taux des obligations à 2 ans, en hausse depuis octobre de l'an dernier, ont rattrapé et surpassé ceux des obligations à 10 ans au cours de la première semaine d'avril. L'inversion de la courbe des taux est un indicateur précurseur d'une récession bien connu (voir le bulletin *Perspectives* du mois d'août 2018). À l'instar de l'évolution de la situation, l'inversion s'est produite en un temps record à la suite de la première hausse de taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) le 16 mars (voir le graphique 1).

## À QUEL POINT FAUT-IL S'EN INQUIÉTER?

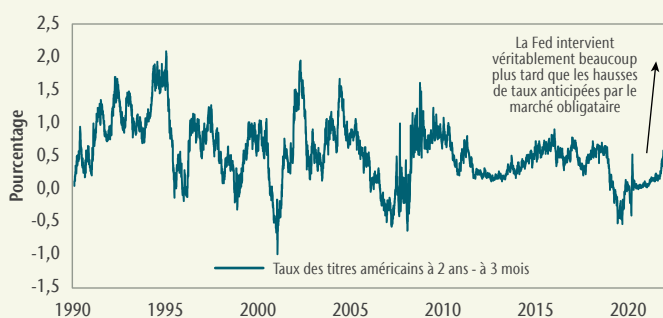
L'indicateur d'inversion de la courbe des taux le plus couramment suivi est en fait la courbe des taux des obligations à 2 ans et à 10 ans. En effet, chaque récession depuis la fin des années 1960 a été précédée d'une inversion. Il convient toutefois de noter que l'inverse n'est pas vrai – ce ne sont pas toutes les inversions qui ont signalé une récession. Néanmoins, cela fait certainement grimper le risque de récession et, selon les données historiques, une récession peut se produire dans les 8 à 24 mois suivants.

Des recherches menées par la Fed<sup>1</sup> ont révélé qu'un meilleur indicateur de récession est en fait l'écart entre les obligations à 10 ans et à 3 mois. Ce sont les échéances qui sont utilisées dans certains des indicateurs avancés du Conference Board et dans le modèle de récession de la Réserve fédérale de New York. Cela va de soi – les banques centrales doivent intervenir pour resserrer leur politique et non se contenter d'en parler. Autrement dit, l'écart entre le taux des obligations à 2 ans et le taux des obligations à 3 mois reste extrêmement prononcé, à environ 1,8 % (voir le graphique 2). Cela témoigne du fait que la Fed n'a que très peu relevé les taux à ce jour, mais elle a signalé aux marchés son intention de le faire à chaque réunion d'ici la mi-2023, peut-être même à l'occasion, par tranches de 50 points de base. C'est ce qui explique la trajectoire exceptionnellement différente de la courbe des taux des obligations à 3 mois et à 2 ans par rapport à celle des taux à

**Graphique 1 : L'inversion de la courbe des taux a suivi plus rapidement le début du cycle haussier de la Fed en 2022**



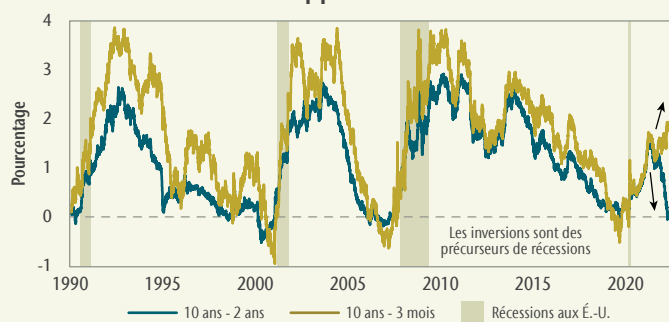
**Graphique 2 : En retard sur la courbe**



Sources : Département du Trésor américain, Macrobond

<sup>1</sup>Bauer, Michael D., Mertens, Thomas M., « Information in the Yield Curve about Future Recessions », FRBSF Economic Letter, 27 août 2018; et Estrella, Arturo, Mishkin, Frederic S., « The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions ». Réserve fédérale de New York, juin 1996.

**Graphique 3 : Les courbes de taux évoluent en direction opposée**



Sources : Département du Trésor américain, Macrobond

2 ans jusqu'à 10 ans (voir le graphique 3). La durée et l'ampleur de l'inversion sont importantes, car il ne s'agit pas seulement d'un signal ou d'un indicateur. L'aplatissement de la courbe peut décourager les banques qui empruntent à court terme et prêtent à long terme, et ainsi entraîner un ralentissement de l'expansion du crédit.

Il est difficile de savoir où tout cela nous mènera, car c'est le premier cycle depuis la fin des années 1970 où, en raison du taux d'inflation exceptionnellement élevé, les taux directeurs doivent être supérieurs au taux neutre estimé des banques centrales (environ 2 % à 2,25 %) afin de ralentir la demande. Les taux à court terme (3 mois) augmentent. Pourtant, dans le segment à long terme de la courbe, l'imposant volume d'obligations, qui s'est accumulé au cours de quatre séries importantes d'assouplissement quantitatif depuis la crise financière mondiale pour totaliser environ 8 900 milliards de dollars américains, commencera maintenant à diminuer assez rapidement. Cela pourrait exercer des pressions à la hausse sur les taux à long terme. Reste à savoir quelle portion de la courbe évoluera le plus rapidement.

La Fed accuse également un important retard sur la courbe par rapport à ses homologues des marchés développés. En effet, la courbe des taux au Canada, qui correspond à l'écart entre les taux des obligations à 10 ans et celui des obligations à 2 ans, ne s'est toujours pas inversée. Étant donné la forte immigration visant à combler les postes vacants, le taux d'emploi supérieur (74,7 % des Canadiens sur le marché du travail ont un emploi comparativement à 70,5 % aux États-Unis), la demande de matières premières canadiennes qui alimente les revenus à l'échelle nationale, et le maintien de politiques budgétaires expansionnistes, contrairement aux États-Unis, une récession ne semble pas à nos portes.

Bref, il convient de rappeler que des récessions se produisent lorsque la baisse de la demande entraîne une compression des marges bénéficiaires des entreprises qui devront se restructurer. Une telle situation ne devrait pas se produire à court terme, car la rentabilité des entreprises oscille toujours autour de son sommet cyclique et la demande se maintient, grâce aux consommateurs qui puisent dans leur énorme bassin d'épargne. La question de savoir à quel moment une récession pourrait se produire fait partie des éléments que surveillons à l'heure actuelle, mais nous croyons que nous n'en sommes pas encore là, surtout au Canada. Nous restons toutefois vigilants, surtout compte tenu de la rapidité avec laquelle les marchés réévaluent la situation.

## MARCHÉS FINANCIERS

Les catégories d'actif ont enregistré des rendements mitigés en mars. La situation contraste avec la chute généralisée des actifs risqués qui s'est produit au cours des deux premiers mois du trimestre. La réaction la plus forte a été observée sur les marchés obligataires, où les taux ont grimpé en flèche sur l'ensemble de la courbe des taux. Au Canada, les taux des obligations à 2 ans ont bondi de 79 points de base et ceux des obligations à 10 ans, de 49 points de base. Au cours du trimestre, les écarts de taux des obligations de sociétés et des obligations provinciales se sont encore élargis, avant de se resserrer à partir de la mi-mars. Il n'en demeure pas moins que les marchés obligataires ont enregistré l'un de leurs pires trimestres en près de 40 ans, comme en témoigne le recul de 7 % de l'indice des obligations universelles FTSE Canada et le repli de 6 % de l'indice général des obligations américaines Bloomberg reculant.

Les marchés boursiers ont réussi à rebondir au milieu du mois et à récupérer une partie du terrain perdu. L'indice MSCI Monde tous pays s'est redressé de 2,5 % et l'indice S&P 500 a rebondi de 3,7 % (un gain de 8 % par rapport à son creux du milieu du mois). Les marchés boursiers des pays développés ont surpassé ceux des marchés émergents, qui ont continué d'être ébranlés par la COVID-19, la guerre, les chocs de l'offre et l'inflation. Les actions canadiennes ont inscrit un rendement supérieur, l'indice composé S&P/TSX progressant de 4,0 % en mars, grâce aux gains réalisés dans les secteurs des biens de consommation de base, de l'industrie, de l'énergie et des services aux collectivités. En effet, les prix des matières premières ont continué de progresser dans l'ensemble. Le prix du pétrole brut WTI a encore bondi de 4,8 % en mars, inscrivant sa quatrième hausse mensuelle consécutive.

## STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Il ne fait guère de doute que toutes les banques centrales ont été contraintes de réagir à la persistance de l'inflation, à commencer par la Fed. Alors que les banques centrales visent généralement un atterrissage en douceur, le taux d'inflation élevé fait en sorte que les décideurs doivent maintenant être prêts à sacrifier la croissance pour rétablir la stabilité des prix. Dans notre scénario de base, nous anticipons désormais un ralentissement de la croissance et un risque accru de récession. C'est pourquoi nous sommes d'avis que nous entrons dans les dernières phases du cycle économique. Par conséquent, nous modifions certaines positions dans les portefeuilles d'actions canadiennes pour privilégier les sociétés stables qui génèrent de solides flux de trésorerie disponibles, qui maintiennent leurs marges bénéficiaires et qui présentent un bilan bien géré. Ce n'est toutefois pas une première hausse des taux ni une inversion de la courbe des taux qui mettra fin à court terme à la hausse des marchés boursiers. Au cours des sept derniers cycles de hausses des taux d'intérêt, l'indice S&P 500 a continué de progresser de plus de 6 % en moyenne au cours des six mois qui ont suivi le premier tour de vis.

Nous prévoyons un ralentissement cette année, mais pas encore une récession, et c'est pourquoi nous continuons de surpondérer les actions et de sous-pondérer les obligations au sein des portefeuilles équilibrés. En raison de l'incertitude croissante à l'égard de la conjoncture macroéconomique, nous avons réduit le risque à deux reprises en mars, en diminuant légèrement la pondération des actions mondiales et la sous-pondération des titres à revenu fixe. Les placements dans les portefeuilles d'obligations ont été ajustés de façon à ce que la position à l'égard de la courbe des taux puisse tirer parti d'un aplatissement (sous-pondération des obligations à court terme et surpondération des obligations à long terme). De plus, la durée est un peu plus longue que celle de l'indice de référence pour tenir compte des risques accrus et des perspectives de ralentissement de la croissance économique, en particulier compte tenu de la forte hausse des taux d'intérêt jusqu'ici. La pondération des obligations de sociétés et des obligations provinciales a également été réduite. Les dernières années ont pris l'apparence de montagnes russes. Peu importe les chocs, les événements économiques et les réactions des marchés, nous continuerons d'analyser les nouvelles données, de gérer le risque et de chercher des occasions.