

PERSPECTIVES

MARS 2022

L'Europe a une géographie unique. Le continent est presque le plus petit du point de vue de la masse terrestre (tout juste derrière l'Australie), mais compte 44 pays différents. Il a la plus forte densité de population continentale. Densé et très peuplé, il a traversé les siècles marqués par des changements de frontières et des cultures distinctes, et souvent en conflit. On espérait que la mise en place d'une union économique et monétaire dans la zone euro à la fin du 20e siècle, avec une monnaie commune, une banque centrale et une politique monétaire, et l'ouverture des marchés du travail, créerait une interdépendance qui précipiterait la paix entre voisins. Cet espoir d'après-guerre a été brisé le mois dernier par le choc géopolitique de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Cette violation de la souveraineté d'un pays voisin et, en fait, l'attaque contre la démocratie sont difficiles à comprendre. Nous sommes consternés et horrifiés. Nous soutenons l'Ukraine, ainsi que les braves gens qui luttent pour l'indépendance et la paix et ceux qui sont au cœur de cette crise humanitaire. Nos employés et l'organisation, conjointement avec la Fondation Connor, Clark & Lunn, font des dons pour soutenir les efforts de secours alimentaires, médicaux et d'hébergement.

En considérant les conséquences de ce choc, nous pouvons chercher à tirer des leçons de l'histoire financière. À la lumière des conflits de l'ère moderne, notamment la crise des missiles de Cuba et les guerres de Corée, du Vietnam et de l'Irak, nous comprenons que la conjoncture financière et économique à l'approche de toute réaction des marchés a autant d'importance que le choc lui-même. Il convient donc de noter qu'au début de l'année, les marchés étaient déjà en terrain précaire, absorbant un resserrement des conditions financières (voir le graphique 1). Pourtant, la conjoncture économique a été particulièrement vigoureuse, comme en témoignent les données les plus

Graphique 1 : Les conditions financières ont commencé à se resserrer en 2022



Source : Bloomberg

récentes. Même pendant la vague de la COVID-19 causée par le variant Omicron, l'indice ISM du secteur manufacturier des États-Unis a atteint 58,6 en février, affichant une forte expansion au-dessus de 50, porté essentiellement par les nouvelles commandes. Aux États-Unis, les dépenses de consommation ont augmenté de 1,5 % par rapport au mois précédent en janvier, en termes réels, grâce à la création de près d'un demi-million d'emplois. Malgré la vigueur de l'économie, l'humeur des investisseurs s'est détériorée en grande partie parce que l'inflation, en particulier pour les biens de première nécessité, atteint un sommet inégalé depuis des décennies. La correction qui s'est opérée du côté des actifs risqués au tout début de l'année a donc été attribuable à l'attitude de plus en plus ferme des banques centrales. Dans ce contexte, examinons les conséquences prévues de la guerre.

LES RÉPERCUSSIONS MACROÉCONOMIQUES

- Sur la croissance : Toute contraction éventuelle de l'offre énergétique sera surtout ressentie en Europe, qui importe 20 % de son pétrole brut et 40 % de son gaz naturel de la Russie. La dernière flambée des prix du pétrole en 2011 a porté le prix du pétrole West Texas Intermediate (WTI) à 125 \$ US le baril et la zone euro est entrée en récession. Le ralentissement de la production industrielle exacerbera les problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement. L'incidence la plus importante sur la croissance économique au Canada et aux États-Unis sera attribuable aux matières premières. Les États-Unis, qui possèdent maintenant une quasi-autonomie énergétique, et le Canada, important exportateur de matières premières, pourraient en fait voir une augmentation de la demande et de la production. Les bilans des consommateurs et des entreprises sont solides, mais la confiance à l'égard des dépenses et des placements est ébranlée par la hausse des prix. En combinant tous ces facteurs, nous ajustons nos perspectives légèrement à la baisse.
- Sur l'inflation : Les guerres sont inflationnistes. Au Canada et aux États-Unis, l'inflation se fera sentir sur les prix des matières premières. En règle générale, une hausse des prix du pétrole de 10 \$ le baril fait grimper l'inflation globale de 0,4 point de pourcentage, et le prix du pétrole WTI a déjà monté de près de 40 \$ depuis le début de l'année (voir le graphique 2). Les prix des aliments pointent également vers le haut. Ensemble, la Russie et l'Ukraine sont responsables d'environ le quart de la production mondiale de blé.

Graphique 2 : La flambée des prix du pétrole a une incidence sur l'inflation



En plus des problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement, le risque d'inflation est à la hausse. Tous ces éléments compliquent la tâche des banques centrales.

- Sur la politique monétaire : Plus tôt ce mois-ci, la Banque du Canada (BdC) a relevé les taux d'intérêt d'un quart de point, et la Réserve fédérale américaine (Fed) devrait emboîter le pas et s'employer à réduire son bilan. La dernière fois que la Fed s'est engagée dans un resserrement quantitatif en 2018 pour normaliser sa politique monétaire, elle a eu le luxe de pouvoir s'arrêter lorsque les marchés boursiers se sont repliés, car l'inflation n'était que de 2 %. Aujourd'hui, l'inflation élevée empêchera la Fed de réagir comme elle le souhaite. Au cours des prochains mois, l'inflation élevée maintiendra la BdC et la Fed sur la voie d'une hausse des taux, même si la fourchette de résultats prévus par les économistes s'élargit en 2023. La tâche de la Banque centrale européenne (BCE) sera encore plus complexe, car elle devra composer avec une inflation élevée, une récession potentielle et des préoccupations à l'égard de la stabilité financière. Par conséquent, les achats d'obligations de la BCE pourraient se poursuivre, les hausses de taux étant reportées.

LES RÉPERCUSSIONS SUR LES MARCHÉS

- Au début de l'année, les taux obligataires ont prolongé leur hausse amorcée l'an dernier. Le taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans est passé de 1,5 % à la fin de l'année dernière à 2 %, puis la moitié de cette hausse s'est volatilisée dans la foulée de la guerre. En fait, il est quelque peu surprenant que, dans le contexte d'une guerre terrestre majeure, les taux n'aient baissé que d'un quart de point. Cela témoigne des pressions sur la croissance et l'inflation ainsi que de la direction sous-jacente des taux d'intérêt.
- Comme il est peu probable que les valorisations boursières augmentent en même temps que les taux d'intérêt, nous sommes d'avis depuis longtemps que les marchés boursiers seront soutenus par les excellents bénéfices. Toutefois, les pressions persistantes sur les coûts des intrants et le ralentissement possible de la croissance de la consommation pèseront sur les prévisions de bénéfices des sociétés pour 2022. Nous demeurons fondamentalement optimistes à

l'égard des actions, car le risque d'une récession au cours de la prochaine année est faible.

- Le dollar américain a profité d'une ruée vers les valeurs refuges et l'indice du dollar pondéré en fonction des échanges commerciaux a progressé régulièrement cette année. Seuls les dollars canadien et australien ont suivi le rythme. Toutefois, compte tenu du prix actuel du pétrole et des écarts de taux d'intérêt, le dollar canadien est à la traîne par rapport aux corrélations historiques.

À plus long terme, ce conflit viendra exacerber certains thèmes à long terme dont nous avons parlé dans nos Prévisions pour 2022. Le monde sera de plus en plus déconnecté dans différentes régions économiques, technologiques et financières. De plus, le cycle d'investissement robuste, qu'il s'agisse de la construction d'infrastructures, de la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, de la domestication de l'activité manufacturière, de la décarbonation de l'offre d'énergie et de la reconstitution des stocks, peut maintenant viser, en plus, les dépenses militaires. Les répercussions sur l'ordre mondial seront vastes et nous continuons de suivre l'évolution de la situation.

MARCHÉS FINANCIERS

Au cours des six premières semaines de l'année, les marchés ont dû composer avec la hausse des taux directeurs des banques centrales. La Banque d'Angleterre a relevé les taux de 25 points de base (pb), mais après un vote serré de 5 contre 4 au Comité de politique monétaire, contre une hausse autrement plus importante de 50 pb; étonnamment, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a refusé d'exclure le relèvement des taux en 2022; les dirigeants de la Fed ont émis des hypothèses quant à la nécessité d'un resserrement plus rapide et plus énergique de la politique, ce qui a amené les marchés à terme à prévoir une probabilité de hausse d'un demi-point à 50/50 lors de la réunion de mars. Les taux ont augmenté à tous les points de la courbe des taux et dans toutes les économies des marchés développés. La volatilité des taux d'intérêt a été notable au jour le jour, mais la tendance générale a été à la hausse, jusqu'à ce que l'aversion pour le risque se manifeste dans la foulée de la guerre. Qu'il s'agisse des devises, des actions ou des taux d'intérêt, les plus fortes fluctuations ont été observées en Russie. Toutefois, aucun actif risqué à l'échelle mondiale n'a été épargné par le recul des investisseurs. En date de la fin février et en monnaie locale, l'indice S&P 500 a perdu 8,0 %, l'indice MSCI Monde tous pays a cédé 7 % et les marchés émergents ont reculé de 4,1 % depuis le début de l'année.

Les prix des matières premières ont subi un choc sismique et ont monté en flèche, alimentés principalement par le pétrole. Le prix du brut Brent a augmenté de 10,7 % pour atteindre 100 \$ le baril pour la première fois en huit ans. Les prix du gaz naturel en Amérique du Nord ont augmenté de 18 %, mais en Europe, ils ont bondi de 40 % depuis le début de l'année. Les prix du

blé ont monté de 22 %, faisant grimper l'indice Bloomberg des prix des produits de base agricoles de 8,6 %, la septième hausse mensuelle consécutive. La valeur refuge qu'est l'or a progressé de 4,5 %. Les prix des métaux industriels ont également crû. La forte pondération des secteurs de l'énergie, des matériaux et de la finance, qui représentent environ 60 % du marché boursier canadien, a permis à ce dernier de faire mieux que les marchés boursiers mondiaux, en accusant une baisse d'à peine 0,1 % pour l'année. La période de publication des résultats a continué de faire état d'une croissance des revenus relativement solide, même si les marges bénéficiaires ont subi certaines pressions.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

En prenant un peu de recul par rapport à la tourmente immédiate, nous savons que nous entrons maintenant dans une phase plus avancée de la reprise économique. L'économie est toujours en plein essor et les consommateurs et les entreprises affichent une bonne santé. Toutefois, les plus récents comptes rendus nationaux et chiffres sur le revenu des particuliers nous montrent que la phase d'accumulation de l'épargne et d'augmentation du patrimoine des consommateurs tire à sa fin, et que ces derniers commenceront à puiser dans leur coussin pour maintenir leurs dépenses. La hausse des taux d'intérêt et les coûts plus élevés pour tous nos besoins de base viennent s'ajouter à cet état de fait. De plus, nous ne sommes pas encore près d'atteindre la « nouvelle normalité », quoi que cette expression veuille dire. Les employés de bureau commencent à peine à retourner dans les tours des centres-ville, et l'intérêt pour les voyages d'affaires ou les vacances reste inférieur à ce qu'il était en 2019. La récente tourmente géopolitique ne fait qu'allonger la liste des mises en garde. Par conséquent, dans tous nos portefeuilles fondamentaux d'actions, de gestion systématique des actions, de titres à revenu fixe et équilibrés, nous avons progressivement adopté une orientation plus défensive.

L'équipe d'analyse quantitative des actions, conjointement avec le comité de gestion du risque de placement de CC&L, suit de près la crise entourant la Russie depuis l'intensification des tensions avec l'Ukraine et s'est demandé si une intervention dans notre modèle était justifiée. Au début de février, nous avons conclu que la gestion proactive du risque de portefeuille en Russie était prudente. À ce moment-là, l'accent était mis sur les capitaux investis directement en Russie sur les bourses locales, ce qui a entraîné le retrait des placements locaux, tout en autorisant les placements dans les titres que ces sociétés avaient émis sur des bourses étrangères, sous forme de certificats américains d'actions étrangères (CAAE) et de certificats internationaux d'actions étrangères (CIAE) (qui sont cotés respectivement aux États-Unis et au Royaume-Uni). À mesure que les tensions se sont intensifiées jusqu'à la mi-février,

nous avons pris des mesures supplémentaires pour atténuer davantage le risque de nos portefeuilles en liquidant toutes les positions en Russie de tous nos mandats mondiaux, et, à ce moment-là, nous avons décidé de ne plus investir dans des titres russes dans le portefeuille de nos clients. Dans les jours qui ont suivi l'invasion, les opérations sur la plupart des titres russes (y compris les inscriptions locales ainsi que les CAAE et les CIAE) ont été interrompues. Les portefeuilles de marchés émergents détiennent toujours un petit nombre de titres russes, mais nous avons été en mesure de liquider la plupart de nos placements avant l'arrêt des opérations sur actions. Aux alentours du 9 mars, les grands indices boursiers produits par MSCI, FTSE, S&P et Bloomberg que nous utilisons comme indices de référence auront retiré les titres russes de tous les indices mondiaux et des pays émergents.

Dans nos portefeuilles fondamentaux d'actions, nous avons privilégié la surpondération du secteur plus stable des biens de consommation de base et réduit la pondération des actions du secteur de la consommation discrétionnaire. Étant donné la hausse des taux d'intérêt, nous maintenons la surpondération du secteur de la finance. En évaluant le portefeuille d'actions canadiennes de sociétés qui ont une exposition indirecte à la Russie au moyen de ventes ou de placements, nous constatons qu'aucune société n'a une exposition importante. Dans les portefeuilles de titres à revenu fixe, la duration a été prolongée tout au long de cette période d'aversion pour le risque et nous décelons maintenant des occasions d'investir dans des obligations provinciales et de sociétés à rendement élevé dans le secteur du crédit, après un certain élargissement des écarts de taux. Les portefeuilles équilibrés continuent de privilégier les actions, qui, compte tenu de la vigueur de la conjoncture économique, devraient continuer d'afficher un rendement supérieur grâce à la hausse des bénéfices. Ce qui précède constitue toujours notre principal point de vue, même si les marges sont soumises à certaines pressions. Cependant, il y a longtemps que le contexte macroéconomique nous a inspiré si peu confiance, d'autant plus que la hausse des prix des matières premières complique la situation de l'inflation et, par conséquent, le travail des banques centrales. Plus particulièrement, la vigueur du dollar américain, l'inflation élevée et les attentes d'une normalisation de la demande de biens de consommation durables nous incitent à réduire la surpondération des marchés émergents dans les portefeuilles équilibrés pertinents. Même si les vastes connaissances tirées de l'histoire sont une leçon d'humilité, nous espérons ne jamais cesser d'apprendre. À mesure que nous avancerons dans cette période difficile, nous évaluerons les expériences passées sur les marchés financiers, chercherons des occasions dans la mesure du possible et gérerons le risque avec soin.