

PERSPECTIVES

MAI 2022

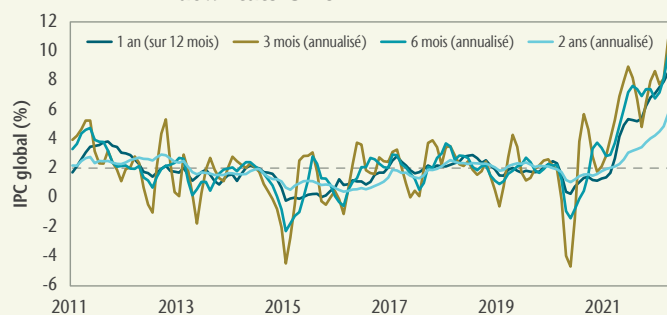
Le verre est-il à moitié plein ou à moitié vide? Nous attendons inévitablement la prochaine récession depuis la fin de la dernière. Nul ne sait toutefois à quel moment elle se produira. Au cours des derniers mois, les phases du cycle économique se sont succédé à un rythme effréné. Impuissants, nous attendons maintenant que les indicateurs signalent le début d'une nouvelle période de contraction économique.

Aux États-Unis, le PIB a reculé au premier trimestre indiquant une contraction de 1,4 % de l'économie américaine en rythme annualisé par rapport au trimestre précédent. Or, les facteurs sous-jacents ont été relativement solides, comme la demande intérieure qui a progressé de 2,6 %. En fait, le PIB global s'est contracté uniquement en raison d'une diminution des stocks jumelée à une hausse des importations pour satisfaire en partie cette demande. Qui plus est, l'inflation atteint généralement un sommet au cours du cycle économique et, jusqu'à présent, l'indice des prix à la consommation (IPC) a continué de s'accélérer lorsqu'on compare les données sur trois mois à celles sur six mois et sur un an (voir le graphique 1). La hausse de l'inflation fait grimper les attentes salariales. Même si le nombre d'arrêts de travail, selon U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), demeure faible et que le taux de syndicalisation a diminué au cours des trois dernières décennies, il est vrai que le pouvoir de négociation des travailleurs atteint des sommets depuis des décennies. Cela se manifeste dans de nombreux indicateurs du marché du travail, comme la forte cadence à laquelle les employés décident de quitter leur emploi. En fait,

les employeurs embauchent à un rythme rapide, ce qui s'est traduit par une création mensuelle à l'échelle de l'économie de 600 000 emplois en moyenne pour chacun des six derniers mois (ce qui est exceptionnel, vu le contexte de fin de cycle) et a fait baisser le taux de chômage à 3,6 %. Or, il importe de souligner que les perspectives du marché de l'emploi sont solides. Le nombre de postes vacants pour chaque chômeur est deux fois plus élevé à l'heure actuelle, une situation jamais vue (voir le graphique 2). Nous ne sommes donc pas encore sur le point de basculer en récession.

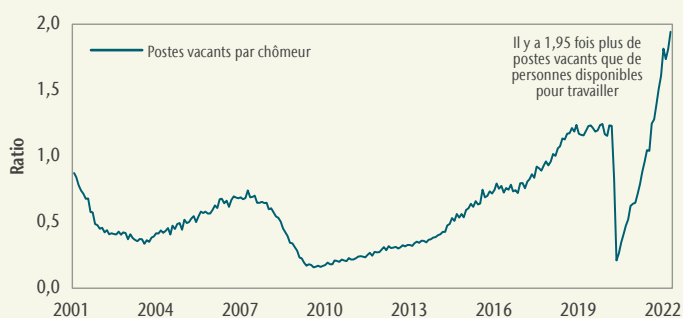
Toutefois, le taux d'inflation élevé est sans contredit la principale source d'inquiétude en ce moment. Dans son numéro du mois dernier, le magazine *The Atlantic* soulignait que l'inflation élevée touche l'ensemble de la population, mais que le chômage est un problème circonscrit. C'est pourquoi la priorité de la Réserve fédérale américaine (Fed) est de maintenir l'inflation réelle et les attentes d'inflation ancrées au même niveau. La Fed surveille de près les attentes inflationnistes, qui ne semblent plus être ancrées depuis peu. Il est difficile de définir ce qui fait que les attentes inflationnistes ne sont plus ancrées, mais nous pouvons en déduire que c'est le cas en observant les interventions de la Fed. De fait, les propos des dirigeants de la Fed semblent traduire leur plus grande préoccupation – et annoncer des interventions musclées – lorsque le taux d'inflation neutre des obligations du Trésor à 10 ans dépasse la barre des 2,5 %. À la fin d'avril, cette mesure des attentes d'inflation s'établissait à 2,9 %, tandis qu'une autre mesure, le taux d'inflation anticipé

Graphique 1 : La hausse de l'IPC continue de s'accélérer aux États-Unis



Sources : U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond

Graphique 2 : L'embaras du choix



Sources : U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond

à 5 ans dans 5 ans, a atteint 2,7 %, un sommet en 8 ans (voir le graphique 3). Par conséquent, même si l'inflation actuelle est élevée, c'est en raison de la hausse des attentes inflationnistes que la Fed exprime clairement sa volonté de renoncer à la croissance pour stabiliser les prix. En effet, compte tenu des signaux économiques que nous observons à l'heure actuelle, la Fed n'a aucune véritable raison de laisser tomber son cycle de resserrement monétaire.

LEÇONS TIRÉES DU PASSÉ

Lors de la réunion du Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine (FOMC) qui s'est tenue au début du mois de mai, le président de la Fed, M. Powell, a donné un peu de répit aux marchés en déclarant que la Fed était en mesure d'entraîner un atterrissage en douceur de l'économie, et a nettement minimisé l'importance de relever les taux de façon plus énergique, à coup de 75 pb (même s'il a indiqué de façon explicite qu'il fallait s'attendre à des hausses de 50 pb pour au moins quelques-unes des prochaines réunions). Les marchés boursiers se sont redressés de 3 % ce jour-là (la remontée a toutefois été de courte durée).

En effet, la Fed et d'autres banques centrales ont tiré des leçons des récents cycles successifs d'injection de liquidités, d'assouplissement quantitatif et de baisse des taux (voir le numéro de *Perspectives* de septembre 2019). Il y a de fait un prix à payer pour toute la généreuse politique de soutien – l'inflation – et nous le payons maintenant. C'est pourquoi l'hypothèse selon laquelle la Fed viendra à la rescousse lorsque les marchés des capitaux s'effondreront semble écartée, du moins pour l'instant. En effet, la Fed fera la distinction entre la volatilité habituelle des marchés et les menaces à la stabilité financière dignes d'une intervention. Plus tôt au cours de la journée de mai où s'est tenue la réunion du Comité du FOMC, l'ancien président de la Réserve fédérale de New York, Bill

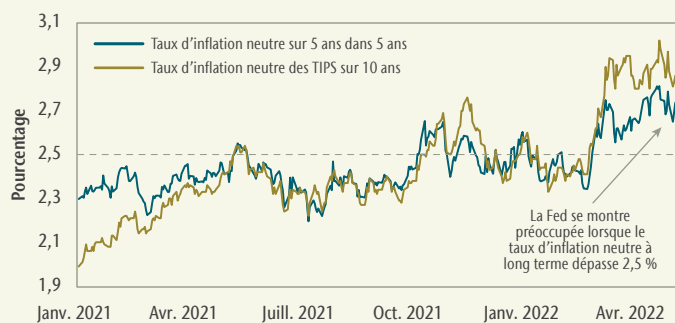
Dudley, a laissé entendre qu'une baisse des marchés boursiers est bel et bien l'objectif souhaité par la Réserve fédérale. Un recul des prix des actifs d'une telle ampleur permettrait de ramener en partie la demande excédentaire au taux tendanciel à long terme en réduisant l'effet de richesse (voir le graphique 4). Cela signifie toutefois que, malgré la forte croissance actuelle, des risques se profilent sur le marché, un élément que nous continuons de surveiller.

MARCHÉS FINANCIERS

Il a été difficile d'éviter de subir les contrecoups des ventes massives sur les marchés des capitaux. En effet, le mois d'avril a encore été pénible sur les marchés boursiers et obligataires qui ont reculé. La confiance des investisseurs particuliers et institutionnels commence à se détériorer; les fonds négociés en bourse composés d'actions ont enregistré leur plus forte sortie de capitaux en trois ans. L'indice S&P 500 a ainsi reculé de 8,7 % en avril, tandis que le Nasdaq s'est replié de 13,3 %, les valorisations des sociétés de croissance, comme celles du secteur des technologies ayant été plombées par la hausse des taux d'intérêt. L'indice S&P 500 a perdu 13 % au cours des quatre premiers mois de l'année, inscrivant son pire début d'année depuis 1939. Les actions mondiales ont également été durement touchées : l'indice MSCI Monde tous pays a enregistré une baisse de 6,5 % en monnaies locales. Au Canada, l'indice composé S&P/TSX a enregistré une baisse plus modeste de 5 % en avril et a fait mieux que de nombreux indices boursiers à l'échelle mondiale en raison de sa forte pondération des titres énergétiques et de sa pondération relativement faible dans les secteurs des technologies et de la santé. Depuis le début de l'année jusqu'à la fin d'avril, le Canada s'est nettement mieux tiré d'affaire, le marché ayant reculé de seulement 1,3 %.

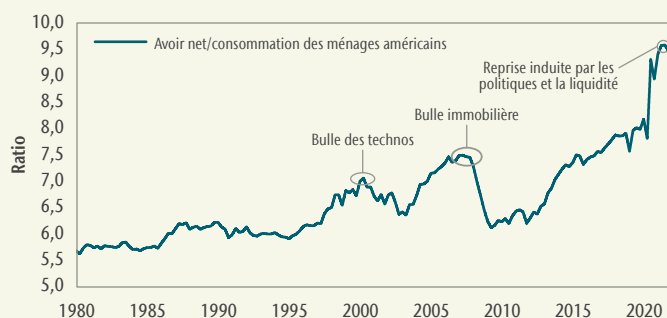
L'accélération du rythme de resserrement de la politique monétaire s'est reflétée dans les taux des obligations

Graphique 3 : Les attentes inflationnistes préoccupent la Fed



Sources : Bloomberg, Département du Trésor américain, Macrobond

Graphique 4 : Sommet record



Sources : Réserve fédérale, Macrobond

gouvernementales à l'échelle mondiale. Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans a notamment atteint 3 % pour la première fois depuis novembre 2018, soit le double de son niveau d'il y a seulement quatre mois, qui était de 1,5 %. De même, le taux des obligations d'État allemandes à 10 ans s'est rendu à 1 % pour la première fois depuis 2015. Même si l'on s'attend à ce que l'économie de la zone euro perde de la vigueur en raison de la guerre, c'est l'inflation qui a pris toute la place. De fait, les estimations préliminaires de l'inflation globale en zone euro en avril, se sont élevées à 7,5 % sur 12 mois, un nouveau record depuis la création de l'euro. Les taux obligataires canadiens ont progressé au même rythme que ceux des autres économies développées et, à la fin d'avril, celui des obligations à 10 ans frôlait les 3 %.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Nous continuons de tenir compte du fait que de nombreux participants n'ont jamais connu une telle conjoncture caractérisée par une inflation élevée et une hausse des taux. Parmi les dynamiques de marché, la Fed se distingue, car elle n'a pour seul objectif en ce moment que de resserrer sa politique de façon à ralentir l'inflation. Nous nous attendons à ce que les interventions rapides des autorités monétaires fassent grimper les taux qui pourraient dans certains cas dépasser le taux neutre à long terme. Dans ces économies, les taux auraient un important effet restrictif.

Nous demeurons rassurés par le fait que les bilans des consommateurs et des entreprises sont encore dans l'ensemble plus sains que lors des dernières périodes de fin de cycle, en partie parce que le présent cycle a évolué si rapidement. De plus, malgré la volatilité boursière, les bénéfices des sociétés sous-jacentes demeurent solides. Près du cinquième des sociétés de l'indice S&P 500 ont publié leurs résultats du premier trimestre et l'on constate que leurs revenus continuent de dépasser les attentes et que les prévisions de bénéfices sont encore révisées (légèrement) à la hausse.

Dans nos portefeuilles équilibrés, nous continuons de surpondérer les actions canadiennes et les liquidités, et de sous-pondérer les obligations. Le contexte précédant la fin de cycle devrait demeurer favorable aux actions, jusqu'à ce que les signaux de fin de cycle deviennent plus apparents. Toutefois, nous réduisons la surpondération des actions à mesure que les

risques de baisse augmentent, d'autant plus que les marchés doivent maintenant composer avec des taux sans risque plus élevés. Nous avons apporté trois changements distincts à la répartition de l'actif au cours du mois : nous avons vendu des actions canadiennes (en réduisant la surpondération d'environ la moitié), fait passer la pondération des actions mondiales de neutre à légèrement sous-pondérée, et réduit la sous-pondération des titres à revenu fixe.

Nous avons continué d'ajuster les positions de nos portefeuilles fondamentaux d'actions en fonction des dernières étapes du cycle économique, étoffant nos placements dans les produits de base et les secteurs défensifs, tout en réduisant notre exposition aux industries cycliques. Nous privilégions encore les sociétés qui démontrent leur capacité à maintenir leurs bénéfices, malgré l'inflation qui représente un risque important. Les portefeuilles de titres à revenu fixe ont été structurés en fonction d'une hausse des taux à court terme par rapport aux taux à long terme et, par conséquent, d'un aplatissement de la courbe des taux. Les retraits de liquidités, combinés à une hausse des taux d'intérêt, de l'inflation et des coûts, n'augurent rien de bon pour les marchés du crédit, et c'est pourquoi nous continuons de les sous-pondérer. La durée a été légèrement allongée par rapport à celle de l'indice de référence, car les taux ont augmenté. Nous continuons d'analyser l'évolution du cycle et les risques qui en découlent pour suivre les mouvements rapides des marchés.