

PERSPECTIVES

SEPTEMBRE 2022

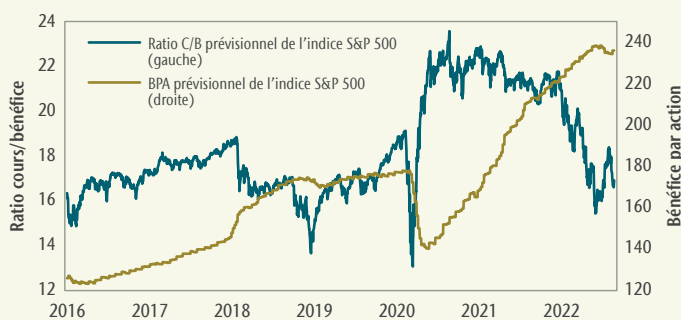
Une certaine réduction du risque. Les marchés ont réagi à certaines nouvelles tout au long de l'été et se sont redressés lorsque l'inflation a retraité après avoir atteint des sommets ou au moment où le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), Jerome Powell, a évoqué la possibilité d'un ralentissement du rythme des hausses de taux. Les mauvaises nouvelles économiques ont été bien accueillies, les marchés espérant un assouplissement de la politique monétaire de la Fed. Pour notre part, nous étions d'avis qu'il reste encore beaucoup de travail à faire pour ramener l'inflation à la cible et qu'il faudra de la patience pour que les effets se concrétisent pleinement. Certains segments du marché ont évolué en ce sens, par exemple, sur le marché obligataire américain, on s'attend maintenant à une réduction de taux totalisant environ 0,75 % en 2024, et non plus d'ici la fin de 2023. Du côté des actions, même si l'on tient compte la chute à la fin du mois dernier, la situation est moins évidente.

Depuis le début de l'année, les actions n'ont pas cessé de reculer, sauf cet été où elles ont récupéré une grande partie du terrain perdu. À noter que les fluctuations boursières sont presque entièrement attribuables aux variations des valorisations, et non aux bénéfices. Ainsi, le ratio cours/bénéfice (C/B) prévisionnel de l'indice S&P 500 a fléchi d'environ 20 %, passant de près de 20, en janvier, à 16, en juin. Pendant l'embellie estivale, les valorisations ont progressé de 6 % pour terminer le mois d'août à 17 (graphique 1). Le mouvement des valorisations a suivi de près celui des taux d'intérêt qui ont grimpé en flèche avant de se stabiliser, en phase avec la variation du coût du capital. Il n'y a eu aucune augmentation de la prime de risque des actions

(une mesure du rendement excédentaire d'un placement dans une action par rapport à celui offert par un actif sans risque), qui aurait dû s'ajuster compte tenu du resserrement des conditions financières, de l'inflation élevée et du ralentissement de l'activité économique.

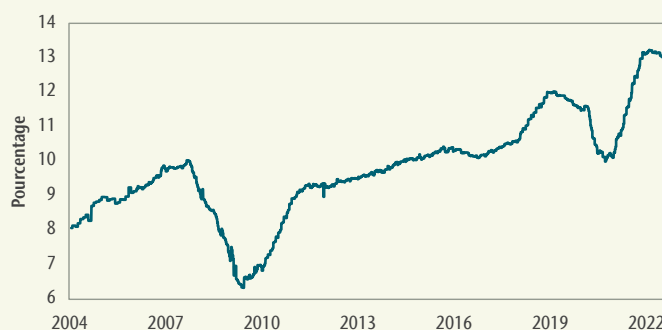
Les prévisions de bénéfices se sont également distinguées par leur résilience. Selon les prévisions consensuelles, les bénéfices des sociétés de l'indice S&P 500 n'ont reculé que de 1,5 % par rapport à leur sommet, et s'établiront autour de 240 \$ dans 12 mois (voir le graphique 1). Cela correspond à une hausse d'environ 8 % par rapport à 2022, ce qui nous semble trop optimiste compte tenu des hausses de taux. Les marges d'exploitation ont également affiché de la résilience au cours de cette période, s'établissant à environ 13 % (voir le graphique 2), ce qui demeure au-dessus de la moyenne des cinq dernières années, qui a été en soi une excellente période. Il convient par ailleurs de souligner que les marges dans le secteur de l'énergie sont nettement supérieures à leur moyenne à long terme. Au deuxième trimestre, les bénéfices de l'indice S&P 500 ont augmenté dans l'ensemble de 6,3 % sur 12 mois, selon les données de FactSet, mais si l'on exclut le secteur dynamique de l'énergie, ils auraient diminué de 4 %. En effet, les secteurs cycliques, comme ceux de la finance et de la consommation discrétionnaire, ont grandement reculé au deuxième trimestre, se repliant de 23 % et de 18 %, respectivement, sur 12 mois. Étant donné le décalage entre l'effet des politiques visant à ralentir l'activité et la croissance du chiffre d'affaires, les révisions à la baisse des bénéfices n'ont probablement commencé qu'au deuxième trimestre.

Graphique 1 : Rebond des valorisations et bénéfices encore élevés



Sources : SPDJI, I/B/E/S et Macrobond

Graphique 2 : Marges bénéficiaires résilientes pour le S&P 500



Source : I/B/E/S

Comme nous l'avons indiqué dans notre bulletin *Perspectives* de juin, l'un des principaux dangers pour les actifs risqués est l'absence de révisions à la baisse des bénéfiques qui vont habituellement de pair avec les récessions économiques. Malgré la grande incertitude qui prévaut à l'heure actuelle, nous savons qu'un ralentissement de l'activité est imminent. Les indicateurs avancés, comme l'indice ISM des nouvelles commandes par rapport aux niveaux des stocks et l'indice économique avancé (LEI) du Conference Board, reflètent les mesures énergiques prises par la banque centrale pour réduire la demande dans l'ensemble des secteurs afin de juguler l'inflation. Nous sommes dans une période intermédiaire, où les interventions des banques centrales se sont pour l'instant répercutées uniquement sur les secteurs de l'économie les plus sensibles aux taux d'intérêt, sans donner leur plein effet. Une analyse des périodes de récession aux États-Unis depuis 1928 nous permet de constater que les bénéfiques chutent de 30 % en moyenne. Nous pouvons donc en conclure que les probabilités de baisse des actifs risqués restent élevées.

INFLATION PRÉOCCUPANTE À L'ÉCHELLE MONDIALE

Même si nous nous sommes surtout préoccupés au cours des derniers mois du principal problème : l'inflation élevée, et de la solution proposée, à savoir le resserrement de la politique monétaire, la hausse des prix se fait ressentir de multiples façons à l'échelle mondiale. L'important coût des aliments et de l'énergie a entraîné des manifestations et des débrayages de la part des travailleurs qui espèrent obtenir une hausse de leur salaire. Les perspectives continuent de s'assombrir en Chine en raison du ralentissement persistant du secteur immobilier. Malgré la baisse des taux de référence, la demande de logements neufs s'enfonce en raison des risques associés aux promoteurs. Les plus récents confinements visant à éradiquer la COVID des grandes villes chinoises sont également de mauvais augure pour ceux qui espèrent un rebond de la production et du transport de biens.

En Europe, les investisseurs croient que la Banque centrale européenne (BCE) doit donner un important tour de vis à sa politique monétaire, même si l'inflation n'est pas du tout alimentée par la demande (une inflation que les banques centrales peuvent contrôler). De fait, l'Europe doit composer avec un type d'inflation qui diffère de celui qui afflige l'Amérique du Nord. De l'autre côté de l'Atlantique, l'inflation est principalement attribuable à la pénurie d'énergie, où les prix du gaz naturel, par exemple, ont pratiquement triplé cette année. Cette hausse a fait bondir les prix à la production en

Allemagne de 37 % sur 12 mois en août. Au Royaume-Uni, la nouvelle première ministre, Liz Truss, s'est démarquée en promettant des mesures budgétaires ambitieuses, comme des baisses d'impôt, une hausse des dépenses et des interventions pour stimuler l'activité économique, au prix de déficits faramineux. L'Allemagne n'est pas en reste, car ses politiques visant à soulager l'effet de la hausse des coûts des services aux collectivités devraient lui coûter 65 milliards d'euros. En fin de compte, des mesures d'une telle ampleur nécessiteraient un resserrement encore plus important de la politique monétaire que ce qui est anticipé à l'heure actuelle. Autrement dit, les efforts des gouvernements pour atténuer les effets de l'inflation semblent pour le moment compromettre les objectifs de la politique monétaire.

Le problème à l'heure actuelle s'explique par les interventions des autorités. Selon un récent sondage¹, environ la moitié de la hausse de l'inflation aux États-Unis (4 points de pourcentage de l'IPC) serait attribuable au plan de relance budgétaire de 2021, dont l'annonce nous semble bien lointaine, mais qui illustre le décalage entre la politique et son effet sur l'économie. La politique budgétaire est susceptible d'aggraver le problème, mais les autorités monétaires peuvent compter sur un plus vaste éventail d'outils, notamment des mesures rapides de resserrement quantitatif. Le 1er septembre, la Fed a commencé à retirer de son bilan environ 95 milliards de dollars d'obligations par mois, un rythme deux fois plus rapide qu'au cours des six derniers mois. Précisons que le bilan a été réduit de seulement environ 100 milliards de dollars depuis le début de l'année, et de 343 milliards de dollars au total durant la dernière période de resserrement quantitatif qui a eu lieu à la fin de 2018. L'inflation est un problème que les autorités ont décidé d'attaquer sur divers fronts. Les taux d'intérêt sont dans une fourchette plus élevée, les bénéfiques devraient reculer et les liquidités sont moins abondantes, et ces éléments constituent autant de sources de préoccupation pour les actifs risqués.

MARCHÉS FINANCIERS

La première moitié d'année a été difficile pour les actions qui ont plongé de 20 %, mais elles se sont fortement redressées durant l'été et ont récupéré près de la moitié du terrain perdu. Dans l'ensemble, les résultats ont été mitigés en août. Les marchés boursiers ont perdu leur élan en milieu de parcours et terminé le mois en berne. L'indice S&P 500 a reculé de 4,1 % en août, une perte qui s'apparente à celle enregistrée par le NASDAQ, tandis que l'indice composé S&P/TSX a fléchi de 1,6 % et l'indice MSCI Monde tous pays a retraité de 2,9 %, en monnaies locales.

¹ Bianchi, Francesco et Melosi, Leonardo, « Inflation as a Fiscal Limit » (30 août 2022). Réserve fédérale de Chicago, document de travail no 2022-37, disponible sur le site du SSRN : <https://ssrn.com/abstract=4205158>

L'optimisme des investisseurs a été alimenté par les données laissant présager que l'inflation globale aux États-Unis pourrait avoir atteint un sommet et entraîner un assouplissement de la politique monétaire. Leur optimisme a toutefois été ébranlé par les commentaires de représentants de la Fed qui ont réitéré l'importance de continuer à relever les taux d'intérêt et sapé par le discours du président de la Fed, M. Powell, au symposium économique de Jackson Hole. Il a énoncé clairement que la lutte contre l'inflation serait douloureuse et que les mesures de resserrement devraient être maintenues plus longtemps que ce que les marchés anticipaient. Plus précisément, il a repoussé les baisses de taux attendues par les marchés en 2023.

Par ailleurs, même si la Banque du Canada (BdC) a été plutôt discrète au cours de l'été après avoir haussé exceptionnellement son taux directeur de 1 %, tout espoir insufflé par la baisse de l'IPC au Canada a été anéanti par la publication dans un journal national d'une page d'opinion signée par le gouverneur, M. Macklem, qui soulignait que l'inflation élevée nécessitait des mesures vigoureuses. Il a mentionné qu'un ralentissement plus grave se produirait à défaut de relever les taux de manière énergique. Après avoir marqué une pause au cours de l'été, les taux des obligations d'État ont bondi d'un autre demi-pour cent, voire plus du côté du segment à court terme de la courbe (environ 70 pb pour les taux à 2 ans et 48 pb pour les taux à 10 ans), ce qui a eu comme effet d'accentuer l'inversion de la courbe. Par ailleurs, l'élargissement des écarts des obligations provinciales, conjugué à la hausse des taux des obligations d'État, a fait reculer l'indice des obligations universelles FTSE de 2,74 % pour le mois.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Plusieurs défis se présenteront à l'échelle mondiale au cours des prochains trimestres. Peu importe les difficultés avec lesquelles certains pays devront composer, la plupart des États doivent lutter contre l'inflation et les taux d'intérêt élevés tout en tentant de limiter les conséquences sur les particuliers, s'y prenant parfois à coup de dépenses publiques. Nous croyons que les banques centrales continueront de se concentrer sur l'inflation, au risque d'assombrir les perspectives économiques. Les marchés s'attendent maintenant à un ralentissement de l'activité économique, mais tardent à anticiper une baisse des bénéfices. Il y a bel et bien eu un marché baissier cette année, mais les ventes massives qui entraînent le marché jusqu'à un creux sont habituellement attribuables à un recul synchronisé du BPA et des ratios C/B prévisionnels, comme cela a été observé en 2000

et en 2008. Les valorisations boursières sont demeurées près de leur juste valeur, et ce, même durant la dégringolade de la mi-juin. Les actions n'offriront aucun potentiel de gain durable tant que l'activité économique et les prévisions de bénéfices ne présenteront aucune progression.

Compte tenu de la conjoncture difficile pour les actifs risqués, nous avons profité de la remontée estivale pour augmenter la pondération de nos portefeuilles équilibrés dans les secteurs plus défensifs. Le niveau élevé des bénéfices à l'heure actuelle limite le potentiel de gains, tout en présentant un risque de baisse important si le ralentissement de l'activité que nous anticipons finit par asseoir son emprise sur les bénéfices. Par conséquent, les perspectives de risque-rendement nous ont incités à réduire la pondération des actions qui sont désormais sous-pondérées. Ainsi, nous avons diminué la légère surpondération des actions canadiennes et maintenu la sous-pondération des actions mondiales. La pondération des titres à revenu fixe a été augmentée, car nous avons réduit la sous-pondération des obligations tout en conservant une petite part de liquidités. Les titres à revenu fixe évoluent au rythme dicté par les hausses de taux des banques centrales. Les taux des titres à court terme frôlent les 4 %. Les courbes de taux, quant à elles, n'ont pas présenté une telle inversion depuis environ 20 ans. Il serait surprenant qu'elles continuent d'évoluer dans cette direction, à moins que les banques centrales jugent qu'il sera nécessaire de porter les taux directeurs beaucoup plus haut que prévu au cours de ce cycle de hausses. C'est pourquoi nous avons réduit nos positions actives à la courbe des taux. Nous maintenons l'orientation défensive de nos portefeuilles d'actions, privilégiant les sociétés dont les bénéfices sont résilients et dont le bilan peut résister à un ralentissement généralisé de l'activité économique. La prudence est de mise, et nous réduisons le risque pour adopter une position défensive qui nous permettra de résister aux turbulences imminentes.