

PERSPECTIVES

OCTOBRE 2022

Plus le resserrement est important, plus les probabilités sont grandes qu'un événement financier extrême imprévu survienne, compte tenu de la dernière période prolongée de conditions extrêmement souples et très liquides. — Perspectives – août.

Les actifs risqués et sûrs ont encore tous deux été malmenés durant le mois et le trimestre, et l'humeur des investisseurs s'est aggravée après la reprise du marché baissier cet été. Les cours obligataires ont chuté au cours de la dernière année. De fait, les investisseurs s'attendent maintenant à ce que le taux cible des fonds fédéraux de la Réserve fédérale américains (Fed) dépasse les 4,5 %, ce qui signe la fin de l'époque où les sommets atteints par les taux obligataires étaient plus faibles.

Les marchés boursiers ont également baissé. Les actions ont réagi à la hausse des taux d'intérêt, mais les bénéficiaires semblent encore refléter l'optimisme des investisseurs quant à un atterrissage en douceur de l'économie ou à un changement de cap de la politique de la banque centrale à court terme. Le marché du logement est confronté à un nouvel enjeu d'abordabilité en raison de l'augmentation des taux hypothécaires qui découle de la hausse des taux d'intérêt et qui a franchi la barre des 7 % aux États-Unis. Les fluctuations de change ont amplifié le piètre rendement de tous les actifs qui ne sont pas libellés en dollars américains. L'indice du dollar américain a inscrit un gain impressionnant de 19 % depuis le début de l'année, atteignant un sommet qui ne s'était pas vu depuis le mois de mai de 2002. À 144 yens pour un dollar américain, la devise japonaise a plongé à son plus bas niveau depuis 1990, tandis que la livre sterling a touché un creux inégalé et que l'euro s'est déprécié,

passant sous le seuil de la parité avec le dollar américain. Le dollar canadien a perdu 8 % de sa valeur par rapport au dollar américain depuis le début de l'année, mais a quand même réussi à tenir le coup.

Il ne fait aucun doute que la volatilité augmente et plusieurs indicateurs de risque semblent tendus (voir le graphique 1). De plus grandes fluctuations intrajournalières des taux d'intérêt ont été observées, les écarts acheteur-vendeur des obligations se sont creusés, et les baisses des marchés boursiers sont plus prononcées. Ce sont les conséquences d'une moins grande liquidité. La masse monétaire mondiale en dollars américains recule en glissement annuel (voir le graphique 2). Les banques centrales ne se contentent pas de relever leurs taux d'intérêt, elles réduisent également la taille de leur bilan. La hausse des prix freine l'épargne, tandis que le ralentissement de l'activité économique entrave la circulation des capitaux. Lorsque les liquidités en dollars américains diminuent, le risque d'événement inattendu augmente.

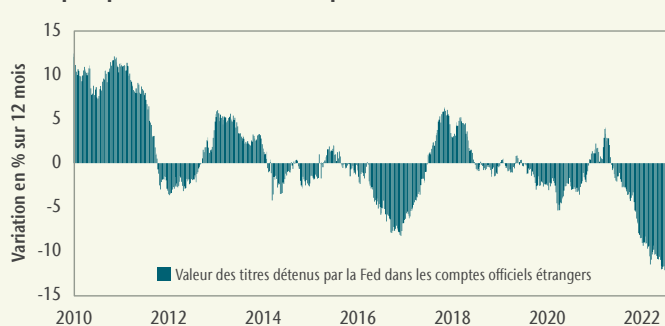
L'intensification de la volatilité du marché s'accompagne désormais de signes plus nombreux d'instabilité. À la fin du mois de septembre, la Banque d'Angleterre a été contrainte de se porter à la rescousse du marché des obligations gouvernementales du Royaume-Uni. Une brusque remontée des taux des obligations d'État a mis sous haute pression les fonds de retraite qui ont eu beaucoup recours à ces titres comme levier financier. De façon théorique, ces stratégies à effet de levier avaient comme objectif de servir de couverture contre les fluctuations de taux d'intérêt qui pourraient

Graphique 1 : Nervosité plus grande sur les marchés financiers



Remarque : L'indice FSI (Financial Stress Index) de l'Office of Financial Research mesure la nervosité sur les marchés financiers mondiaux. Lorsque l'indice FSI est supérieur à zéro, la nervosité est plus élevée que la moyenne. À l'inverse, lorsque l'indice FSI est inférieur à zéro, la nervosité est moins élevée que la moyenne. Sources : OFR et Macrobond

Graphique 2 : Retrait des liquidités à l'échelle mondiale



Sources : Gavekal Research et Macrobond

entraîner des disparités entre le passif et l'actif. Or, le nombre sans précédent d'appels de marge sur les obligations dont la valeur avait rapidement chuté a déclenché des opérations de vente, alors que le marché comptait peu d'acheteurs. De telles stratégies (placements axés sur le passif) sont sûres, mais elles reposent sur un important effet de levier et se sont avérées plus risquées que prévu.

Jusqu'ici, seul le Royaume-Uni a été touché par ces problèmes. C'est probablement parce que le recours au levier financier y est plus répandu qu'ailleurs, en partie du fait que les autorités réglementaires encourageaient les fonds de retraite à utiliser de telles stratégies pour atteindre leurs objectifs de capitalisation. Par ailleurs, la taille du marché des fonds de pension du Royaume-Uni est supérieure à celle de presque tous les autres marchés développés (118,5 % du PIB, contre environ 96 %, dans le cas du Canada et des États-Unis, selon le rapport *Global Pension Statistics de 2020* de l'OCDE). Pour l'instant, le risque semble contenu et la Banque d'Angleterre n'a pas eu besoin d'acheter d'autres obligations après les quelques jours au cours desquels elle est intervenue.

Les banques centrales sont prêtes à sacrifier la demande accumulée dans l'économie ainsi que les emplois, et à accepter que les conditions financières se détériorent, envoyant ainsi un signal sans équivoque de leur détermination à vouloir maîtriser l'inflation. Un tel épisode nous rappelle que des risques inconnus peuvent surgir de façon tout à fait inattendue, et que les banques centrales ont non seulement le mandat de contrôler l'inflation, mais aussi de veiller à la stabilité financière.

On ne peut s'empêcher de faire la distinction entre les risques qui représentent une menace à la stabilité financière et les épisodes de volatilité des marchés, ce qui marque clairement le seuil à partir duquel les autorités monétaires interviendront pour soutenir le système en péril. Dans la foulée de l'intervention de la Banque d'Angleterre, il est toutefois possible de discerner certains signes hâtifs de prudence des autorités monétaires. La Banque de réserve d'Australie et la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, sans oublier la Banque d'Angleterre (la semaine avant la débâcle des fonds de pension), ont relevé leurs taux d'intérêt dans une moindre mesure que ce qui était anticipé par les marchés. De façon plutôt inusitée, le FMI et l'ONU ont exprimé publiquement leurs préoccupations quant à la rapidité avec laquelle les banques centrales relèvent les taux d'intérêt et ont souligné qu'il faudrait un certain temps avant que ces hausses fassent pleinement effet, indiquant qu'elles avaient peut-être déjà assez resserré les conditions monétaires. Tout compte fait, nous croyons que le dysfonctionnement du

marché pourrait entraîner un ralentissement de la cadence à laquelle les liquidités sont retirées.

Même si les banques centrales ralentissent ou interrompent leur cycle de hausses des taux au cours des prochains mois, nous sommes encore bien loin d'un changement de politique qui conduirait à des baisses de taux tant que l'inflation restera supérieure à la cible. Les banques centrales continueront d'intervenir avec détermination. Dans l'intervalle, nous demeurons à l'affût de tout signe d'instabilité imprévu et de ses conséquences, tout en mettant l'accent sur les perspectives fondamentales.

MARCHÉS FINANCIERS

Les rendements sont souvent médiocres au mois de septembre, mais le dernier mois a été pire que d'habitude, à l'image de cette année qui peut déjà être qualifiée de mauvaise. Malgré les gains impressionnants de 18 % enregistrés depuis leurs creux atteints au milieu de juin, les marchés boursiers ont terminé le troisième trimestre en territoire négatif. Il s'agit du troisième recul trimestriel consécutif, et la première fois que l'indice S&P 500 affiche une telle séquence de baisses depuis les années 2008-2009, faut-il le souligner. Après avoir plongé de 9,2 % en septembre, le S&P 500 affiche maintenant une baisse de 23,9 % pour l'année. Les actions mondiales ont quant à elles chuté de 8,4 %, tandis que l'indice composé S&P/TSX s'en est mieux sorti, mais il s'est tout de même replié de 4,3 % durant le mois. Les craintes de récession, les banques centrales qui semblent prêtes à tout pour resserrer leur politique, la diminution des valorisations de concert avec la hausse des taux, de même que les chocs dans le secteur de l'énergie sont autant de facteurs à l'origine de ces baisses sur les marchés. En ce début de période de publication des résultats du troisième trimestre, on anticipe toujours une croissance des bénéfices d'environ 8 % sur 12 mois pour 2023, et toute indication aura une portée encore plus grande compte tenu du pessimisme ambiant.

La volatilité s'est emparée non seulement des marchés boursiers, mais également des marchés obligataires et de change. Les taux des obligations du Trésor américain, en premier lieu, ont été touchés par l'inflation qui persiste et la détermination exprimée par la Fed à réduire la demande. Les taux des obligations du Trésor à 10 ans ont à nouveau bondi de 63 points de base (pb), un bond toutefois moindre que celui de 190 pb enregistré par les taux des titres du Royaume-Uni. À l'inverse, la hausse a été plutôt contenue au Canada. Les taux des titres à 2 ans et à 10 ans ont augmenté seulement de 13 pb et de 7 pb, respectivement, même si la Banque du Canada a continué de relever les taux aussi vigoureusement que ce qui est attendu.

L'indice des obligations universelles FTSE Canada a quant à lui reculé de 0,5 % au cours du mois. Les fluctuations moins importantes des taux au Canada s'expliquent par les tendances des trois derniers mois illustrant les pertes d'emploi et le recul du taux d'inflation de base. Ailleurs, le resserrement coordonné à l'échelle mondiale, combiné à l'assouplissement des capacités de livraison et à l'amélioration de la situation sur les chaînes, a plombé les prix des matières premières. Le prix du baril de pétrole WTI a chuté de 24,8 % en septembre, passant sous la barre des 80 \$ US (même s'il a quelque peu rebondi au début octobre), à l'instar des prix des métaux industriels, comme le cuivre. Ces données nous indiquent que l'économie s'adapte à la hausse des taux d'intérêt, comme elle le devrait.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Les risques sont à la hausse, compte tenu de la poussée des taux obligataires et de la volatilité qui alimentent le dysfonctionnement du marché. Depuis un an, nous réduisons l'exposition aux risques de nos portefeuilles et c'est dans cette optique que nous avons apporté nos plus récents changements de répartition de l'actif.

La composition de nos portefeuilles équilibrés est prévue pour résister aux épisodes de turbulences des marchés. De plus, la composante d'actions a été à nouveau réduite et est maintenant sous-pondérée. Du côté de cette composante, nous préférons

toujours les actions canadiennes aux actions mondiales. Nous avons augmenté nos placements en obligations et ainsi réduit la sous-pondération des portefeuilles de façon à profiter du taux de 4,2 % des obligations universelles, qui est plus avantageux. De fait, selon une analyse de Strategas Research Partners, compte tenu du niveau des taux à l'heure actuelle, seulement une entreprise sur cinq de l'indice S&P 500 offre un rendement en dividendes supérieur au taux de rendement des obligations du Trésor à 10 ans, ce qui représente la proportion la plus faible depuis près de vingt ans. Nous continuons de surpondérer les liquidités, ce qui est prudent à notre avis en raison de la volatilité. Les portefeuilles fondamentaux d'actions présentent également une orientation plus défensive. Même si les valorisations au Canada sont désormais comparables à celles d'avant les ralentissements précédents, les prévisions de bénéfices sont trop ambitieuses, selon nous. Des révisions à la baisse des bénéfices pourraient accroître la pression sur les perspectives, et c'est pourquoi nous continuons de privilégier les entreprises qui affichent des bénéfices résilients. Dans nos portefeuilles de titres à revenu fixe canadiens, nous avons haussé la sous-pondération des obligations provinciales pour réduire le risque en ce moment. L'économie et les marchés des capitaux seront mis à l'épreuve au cours de la prochaine période et nous verrons comment ils peuvent résister à la pression exercée par la rapidité des hausses de taux d'intérêt des six derniers mois. Les risques sont à la hausse et nous faisons preuve de prudence.