

Le président de la Fed Jerome Powell déclare que « le moment est venu pour la politique monétaire de s'ajuster », tandis que la Chine injecte une dose de relance choc dans son économie

APERÇU

La Fed a franchi le pas. Son président Jerome Powell a lancé la nouvelle phase de sa campagne visant à faire atterrir l'économie américaine en réduisant les taux d'intérêt d'un demi-point de pourcentage en septembre. Ce geste audacieux soulève de nouvelles questions auxquelles la banque centrale n'a pu facilement répondre. Mais il confirme la volonté de M. Powell d'empêcher les hausses de taux antérieures de faire basculer l'économie en récession à présent que l'inflation reflue. Selon M. Powell, l'intervention vise à « recalibrer la politique au fil du temps vers une position plus neutre ». Et, tout en évitant (comme à son habitude) de s'engager sur des cibles précises, il a concédé que « le taux neutre est probablement nettement plus élevé qu'il ne l'était » avant la pandémie. On aime, semble-t-il, comparer la politique monétaire à l'escalade d'une montagne, surtout en ce qui concerne la façon de redescendre. L'analogie est gênante, car la descente est plus dangereuse que la montée. C'est là que les accidents arrivent!

Certains segments de l'économie américaine traînent la patte depuis deux ans, notamment la fabrication et le logement. Pourtant, malgré le marasme des secteurs des biens, la croissance américaine a, dans l'ensemble, nettement dépassé celle des autres pays du monde. Le virage monétaire de la Fed indique que cette surperformance tire à sa fin : autrement dit, les États-Unis sont maintenant confrontés au même genre de problème que les autres pays. Pour réussir leur atterrissage en douceur, les États-Unis devront commencer par redresser les secteurs en difficulté de leur économie avant que la dégradation du marché du travail entraîne un ralentissement excessif des dépenses de services. La bonne nouvelle est que la baisse des taux et la dépréciation du billet vert sont associées à une probabilité croissante de voir le secteur manufacturier toucher un plancher.

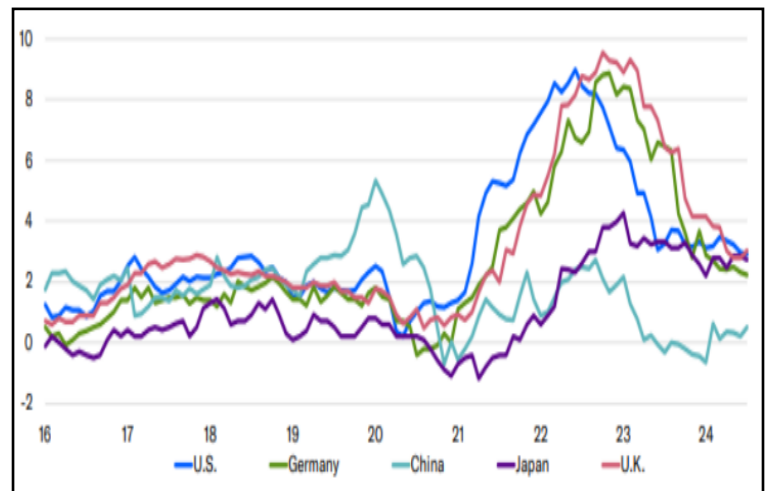
Les trois économies dominantes du monde entrent dans une nouvelle phase combative, les États-Unis reprenant de plus en plus à leur compte les armes commerciales employées par la Chine. Cela menace d'aggraver les tensions internationales et remet en question plusieurs décennies de libre-échange, tout plaçant l'Europe devant des décisions difficiles. Comme le dit Simon Evenett, « l'ancien président Trump a laissé le génie du protectionnisme sortir de sa bouteille, et personne n'a osé le remettre dedans ». Joe Biden a ensuite fait entrer les États-Unis dans une nouvelle ère de politique industrielle marqué par la dernière série de droits sur les importations chinoises. Le commerce international, évalué à 31 billions de dollars, a supporté bien des chocs ces dernières années, dont la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis. Tout repose maintenant sur l'Union européenne (UE), tiraillée entre son rôle de gardien des règles

multilatérales et la crainte de perdre des millions d'emplois et des milliards de dollars d'investissements, alors que les États-Unis et la Chine manient les subventions et les tarifs, avec les perturbations que cela cause au marché.

Le milieu politique européen a été ébranlé le mois dernier après que l'ancien président de la Banque centrale européenne Mario Draghi eut publié son rapport très attendu sur la stagnation économique, aggravée par la concurrence des exportations chinoises et la fin de l'énergie russe bon marché. Sans surprise, son appel à une nouvelle émission de dette commune s'est déjà heurté à l'opposition de l'Allemagne. Le point essentiel du rapport est que « l'UE devrait chercher à se rapprocher de l'exemple américain en matière de croissance de la productivité et d'innovation ». Soulignant l'importance du secteur technologique, M. Draghi a fait remarquer que celui-ci était responsable de la quasi-totalité de la surperformance de la productivité américaine des 20 dernières années. Il plaide que « l'Europe ne peut se permettre de rester bloquée » dans les industries du passé.

Pardonnons aux banques centrales des pays émergents de sentir soulagées après la baisse de taux massive de la Fed. Leurs économies ont déjà été récompensées pour avoir géré proactivement la flambée inflationniste de l'après-pandémie. Les assouplissements subséquents ont été limités par la hausse des taux ailleurs dans le monde. Il serait imprudent pour les banques centrales des pays émergents de ne pas être sur la même longueur d'onde que celles des pays développés, étant donné leurs monnaies faibles et potentiellement volatiles.

LA DÉSINFLATION DANS LE MONDE – IPC – VARIATION EN % DES ANNÉES PRÉCÉDENTES



Source: Multiple Sources, BLS, Moody's Analytics

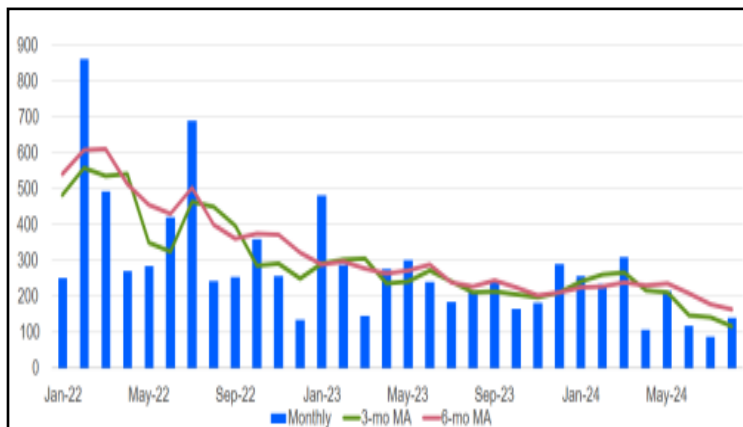
ÉTATS-UNIS

La cadence et l'ampleur des futures baisses de taux de la Fed restent à déterminer. Jerome Powell a mis en garde les investisseurs contre l'idée qu'une réduction d'un demi-point de pourcentage devrait être le choix par défaut de la Fed à sa prochaine réunion. La récente baisse faisait surtout office de « rattrapage », car, si les décideurs avaient disposé des données sur l'emploi de juillet à leur dernière réunion, ils auraient probablement abaissé les taux à ce moment. Pour l'heure, le scénario d'un « atterrissage en douceur » semble intact. Selon les plus récents sondages, l'économie américaine continue de croître et le risque de récession est faible, malgré les signes de ralentissement plus rapide que prévu du marché du travail. Par ailleurs, le secteur des services emploie la majeure partie des Américains, et les consommateurs américains sont la « bête de somme » de l'économie. Même si le crédit à la consommation poursuit son expansion, la légère dégradation des chiffres de l'emploi américain implique que la trajectoire des dépenses a ralenti. Mais tant que cette dégradation ne devient pas plus marquée, les dépenses continueront de profiter d'un soutien fondamental. Certaines des plus grandes banques américaines semblent d'accord : d'après leurs commentaires, les consommateurs continuent de dépenser et d'emprunter, aidés par la vigueur du marché de l'emploi et les hausses salariales. Elles soulignent toutefois que la poussée de l'inflation et des taux d'intérêt a exercé une pression croissante sur les budgets, en particulier ceux des ménages à faible revenu. Ainsi, les banques font état d'une augmentation du nombre d'emprunteurs qui reportent un solde de carte de crédit d'un mois à l'autre. Les consommateurs, dont la situation financière est déjà précaire, sont particulièrement sous pression. Par ailleurs, le secteur manufacturier continue de fléchir. Il représente heureusement une part beaucoup plus faible de l'économie, mais souffre d'un marasme prolongé en raison des taux d'intérêt élevés et de l'évolution des habitudes de dépenses des ménages.

CANADA

Le taux d'inflation au Canada a reflué pour s'établir à 2 % en août, renouant enfin avec la cible de la Banque du Canada après une lutte acharnée contre la flambée des prix. Le gouverneur de la banque centrale, Tiff Macklem, est à ce point persuadé que sa politique monétaire a eu raison de l'inflation qu'il a modifié le processus décisionnel de l'institution. Les décideurs fixent

NET RALENTISSEMENT DE LA CRÉATION D'EMPLOIS – VARIATION MENSUELLE DE LA CROISSANCE DES EMPLOIS NON AGRICOLES



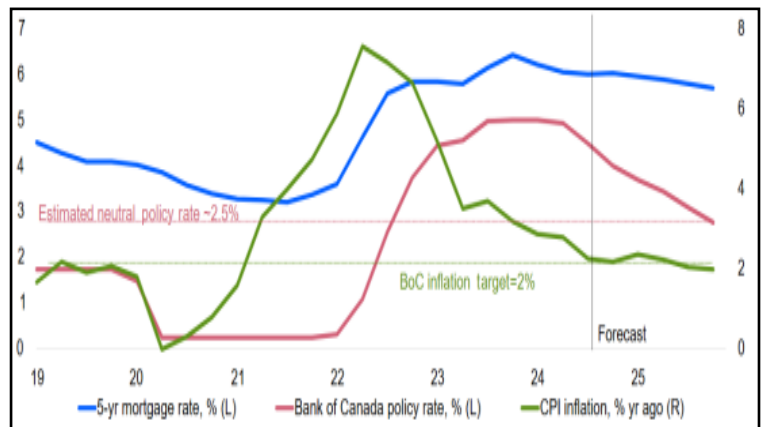
Source: BLS, Moody's Analytics

maintenant le taux directeur de manière à empêcher les pressions sur les prix de trop ralentir, et leurs préoccupations actuelles sont le déclin de la croissance, l'épuisement des consommateurs et la montée du chômage. Même si, selon eux, une bonne partie de cette dernière est imputable aux nouveaux arrivants, elle compte toujours parmi les indicateurs d'une économie qui faiblit peut-être excessivement. La demande refoulée de biens comme les automobiles et les voyages s'essouffle, car les familles affectent une plus grande partie de leur revenu au remboursement de leurs dettes, ce qui laisse moins d'argent pour les dépenses discrétionnaires. Cependant, M. Macklem a également rejeté l'idée avancée par certains selon laquelle la banque centrale a adopté une trajectoire prédéfinie de réduction des taux. Le fardeau de la dette des ménages canadiens diminue, signe que les gens hésitent à contracter des prêts à taux élevé (selon Statistique Canada). Le ratio de la dette au revenu disponible des ménages a de nouveau reculé au deuxième trimestre, pour un cinquième trimestre de suite. Par ailleurs, le secteur technologique devrait continuer de briller, stimulé par les progrès de l'intelligence artificielle (IA), des technologies propres et de la transformation numérique. En septembre, l'activité manufacturière s'est renforcée pour la première fois en 17 mois au Canada, car la demande du marché s'est améliorée et la baisse des coûts d'emprunt a dopé la confiance dans les perspectives économiques.

EUROPE

Soucieuse de relancer une économie vacillante, la Banque centrale européenne (BCE) a réduit son taux directeur d'un quart de point de pourcentage en septembre, sa deuxième baisse en trois mois. Cette intervention cadre avec celles des principales banques centrales, qui consacrent moins d'efforts à la lutte contre l'inflation et davantage au soutien de la croissance. La présidente de la BCE Christine Lagarde a déclaré en conférence de presse que les taux d'intérêt de la zone euro étaient « manifestement » sur une « trajectoire descendante », mais que le rythme et l'ampleur des futures baisses de taux restaient à déterminer. Cependant, à la fin de septembre, l'Allemagne a annoncé que son taux d'inflation avait reflué davantage sous le taux cible de 2 % fixé par la BCE. Les données allemandes ont été dévoilées après que l'inflation eut reculé plus rapidement que prévu en France et en Espagne, ce qui pourrait exercer une pression croissante sur les décideurs pour qu'ils votent en faveur d'une baisse de taux également en octobre.

LENT VIRAGE DE LA BANQUE DU CANADA POUR DÉTENDRE LES TAUX AUX CONSOMMATEURS



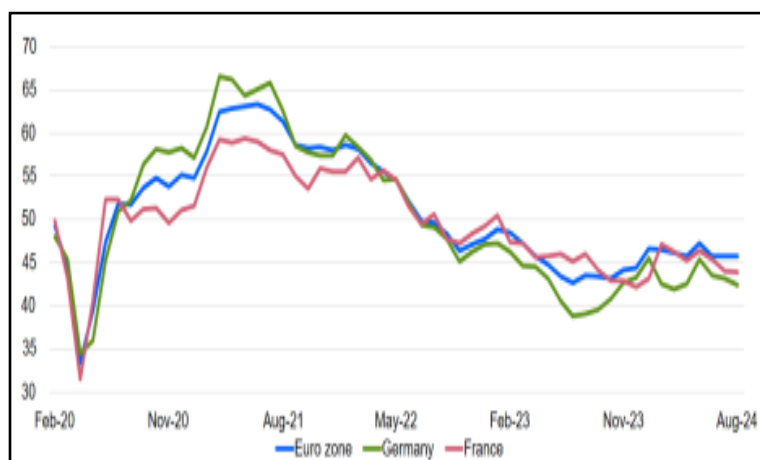
Source: Bank of Canada, Statistics Canada, Moody's Analytics

Dans son communiqué, la banque centrale a aussi révisé à la baisse ses perspectives économiques pour la zone euro, pour les ramener légèrement en deçà de sa prévision de juin. La demande intérieure privée en Europe s'est affaiblie, car les ménages consomment moins, les entreprises ont réduit leurs investissements et les investissements immobiliers ont diminué. Divers facteurs ont affecté la situation économique du Royaume-Uni, mais les données récentes indiquent que la croissance du PIB se stabilise après une période de volatilité causée par le Brexit, la pandémie de COVID-19 et les incertitudes à l'échelle mondiale. Plus prudente que la Fed, la Banque d'Angleterre a laissé son principal taux directeur inchangé. Cependant, il est probable qu'elle opérera une nouvelle baisse (après celle du mois d'août) dans les prochains mois en prévision du retour de l'inflation à la cible de 2 %. La banque centrale continue de s'inquiéter du rythme auquel les prix des services et les salaires augmentent. La livre sterling se situe par ailleurs à son plus haut niveau depuis 2022.

MARCHÉS EN DÉVELOPPEMENT

Le bureau politique du Parti communiste chinois reste déterminé à atteindre ses « objectifs de développement économique et social » pour 2024, notamment sa cible de croissance du PIB. D'un autre côté, le président Xi insiste depuis des années sur le fait que la qualité de la croissance est ce qui importe le plus. Cependant, après avoir souligné les inquiétudes croissantes au sein du gouvernement, la banque centrale est finalement passée à l'action. Face à la crise du marché immobilier, à la faiblesse des prix à la consommation, à la montée des tensions commerciales internationales et à la confiance des consommateurs en berne, elle a annoncé toute une série de mesures visant à soutenir l'économie du pays et à ranimer son marché boursier moribond. Le fait que les mesures monétaires annoncées sont les plus énergiques depuis plusieurs années en dit probablement plus sur l'absence de relance politique en Chine à ce jour. Mais au bout du compte, l'objectif est de « stimuler la croissance », non de « réparer l'économie ». Et bien qu'il soit encore trop tôt pour dire si cette avalanche de mesures réussira à relancer une croissance vacillante, elle a déjà une incidence incontestable sur un des volets de l'économie : les marchés boursiers, en pleine effervescence. Après un début d'année décevant, l'économie japonaise, dopée par la forte consommation d'automobiles et d'autres biens durables, a affiché une croissance étonnante, tirée par la hausse de la consommation des ménages. La Banque du Japon a relevé son taux directeur de 0,25 % en juillet,

LES INDICES PMI MANUFACTURIERS INDIQUENT D'AUTRES CONTRACTIONS



Source: S&P Global, Moody's Analytics

geste motivé par sa confiance croissante en l'économie du pays, et indiqué son intention de réduire ses achats massifs d'obligations d'État. Le gouverneur Kazuo Ueda a toutefois repoussé la probabilité d'un nouveau tour de vis en octobre. Par ailleurs, la confiance des grands fabricants japonais s'est maintenue durant les trois mois terminés en septembre, les entreprises évaluant les conséquences du ralentissement de l'économie chinoise et de l'appréciation du yen.

PRODUITS DE BASE

Pour les métaux communs, l'enjeu le plus immédiat était l'activité manufacturière mondiale. Les enquêtes auprès des directeurs d'achats ont confirmé la présence de turbulences dans les secteurs manufacturiers américain, européen et chinois. Les utilisateurs industriels ont continué de réduire leurs stocks, ce qui a exacerbé les vents contraires. Malgré cela, les fondamentaux n'ont pas été trop mauvais, et la Chine semble enfin véritablement décidée à sortir son économie de la spirale déflationniste et à l'orienter vers la cible de croissance officielle du gouvernement. Le pays a dévoilé de nouvelles mesures de relance monétaire (les plus ambitieuses depuis la pandémie), ce qui a donné un coup de pouce aux prix mondiaux des produits de base. Au départ, deux secteurs, à savoir les matériaux et l'énergie, suscitaient l'intérêt des investisseurs. Le premier demeure soutenu par le prix de l'or, qui a atteint des sommets, et ceux du cuivre et du minerai de fer, qui ont grimpé en flèche. L'énergie, en revanche, reflète à présent le contexte macroéconomique de la demande, qui s'est dégradé. Les modèles actualisés de l'offre et de la demande indiquent que les pays de l'OPEP+ devront retarder encore le dénouement des réductions volontaires. En outre, l'Arabie saoudite semble prête à abandonner son objectif officiel d'un baril de pétrole à 100 \$, le royaume étant sur le point de relever sa production afin de regagner des parts de marché, quitte à ce que les prix baissent encore (selon le Financial Times). Cela devrait entraîner une diminution des hypothèses relatives au prix du pétrole pour 2025. Par ailleurs, les perspectives du gaz naturel sont appelées à s'améliorer. La capacité d'acheminement par gazoduc dans le bassin permien va augmenter, la production des centrales électriques alimentées au gaz naturel continue de croître, le rythme des nouveaux projets de GNL s'accélère et les exportations de GNL sont stables, autant de facteurs déterminants pour la santé du marché nord-américain du gaz naturel.

PERTE DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS, 100 = NEUTRE



Source: China National Bureau of Statistics, Moody's Analytics

RECOMMANDATIONS

Après d'innombrables pronostics quant au moment et à l'ampleur des baisses de taux depuis octobre dernier, le processus a enfin débuté. La Réserve fédérale et la Banque du Canada sont clairement sur la voie de l'assouplissement monétaire, et la probabilité d'une véritable récession à l'échelle de l'Amérique du Nord a nettement diminué. Cependant, même si les cycles ne se répètent pas toujours, les investisseurs devraient quelque peu modérer leur enthousiasme. L'histoire montre que les marchés ont tendance à bien mieux se comporter entre la dernière hausse d'un cycle de resserrement de la Fed et la première baisse de taux qu'après la première réduction du taux des fonds fédéraux. Malgré les progrès significatifs au chapitre de l'inflation, l'étroitesse des marchés du travail signifie qu'il faudra plus de temps pour freiner l'inflation des services. L'inflation fondamentale des biens s'est déjà normalisée, mais l'alourdissement des coûts de transport pourrait contrebalancer en partie cette évolution. Les banques centrales continueront d'abaisser leurs taux, mais avec une plus grande divergence de résultats. Les progrès accomplis au chapitre de l'inflation leur laisseront davantage de marge de manœuvre pour équilibrer les objectifs de croissance et d'inflation. Malgré les perspectives de croissance favorables, les marchés boursiers mondiaux demeurent fragiles; de plus, les tensions géopolitiques croissantes aggravent la volatilité, ce qui laisse entendre que le moment n'est pas idéal pour prendre des paris audacieux. Un contexte macroéconomique favorable est habituellement associé à des marchés robustes et justifierait

une orientation vers des actifs plus risqués. Cependant, les valorisations actuelles demeurent élevées et les bénéfices futurs ne correspondront peut-être pas aux projections actuelles. Par conséquent, nous maintenons une position légèrement inférieure au niveau neutre, en prenant nos bénéfices ou en étoffant nos placements en fonction des occasions qui se présentent sur le marché. Nous continuons de privilégier les sociétés offrant une croissance prévisible des revenus et des bénéfices et dont la direction s'engage à relever les dividendes. Le ralentissement de la croissance économique et la modération des chiffres de l'inflation donnent aux banques centrales du monde toute latitude pour continuer ou commencer à assouplir leurs politiques monétaires. Nous verrons les baisses de taux se poursuivre jusqu'à la fin de l'année et l'an prochain. Anticipant ces conditions monétaires plus accommodantes, les taux obligataires ont poursuivi leur décrue, ce qui s'est traduit par une des meilleures performances trimestrielles de l'histoire. Nous prévoyons qu'ils continueront de diminuer au cours des prochains mois et trimestres, mais ces déclinseront probablement plus modestes que ceux déjà observés. Au cours du trimestre, nous avons allongé la durée du fonds revenu fixe, qui reste toutefois bien inférieure à la durée de référence. L'écart de rendement résultant de cette décision a été plus que compensé par les résultats des autres instruments à revenu fixe, en particulier les actions privilégiées. Les écarts de taux continuant d'évoluer vers des niveaux historiquement bas, nous avons de nouveau réduit notre position en obligations de sociétés pour acheter des obligations provinciales.

PRÉVISION POUR 2024

	COURANT 30-septembre-2024	FOURCHETTE 2024	FIN D'ANNÉE 2024
TAUX D'INTÉRÊT			
Banque du Canada, taux au jour le jour	4.25%	3.50% - 5.00%	3.50%
Taux des fonds fédéraux	5.00%	4.50% - 5.50%	4.50%
Canada - Obligations du Trésor à 10 ans	2.95%	2.60% - 3.85%	2.70%
États-Unis - Obligations du Trésor à 10 ans	3.78%	3.40% - 4.65%	3.50%
MATIÈRES DE BASE			
Or (USD/once)	\$2,636	\$1,990 – 2,750	\$2,675
Pétrole (USD/baril)	\$4.55	\$ 3.65 – 5.11	\$4.80
Cuivre (USD/livre)	\$68.17	\$62.00 – 87.00	\$62.00
Gaz naturel	\$2.92	\$1.58-\$3.35	\$3.25
MARCHÉS			
Indice composé S&P/TSX	24,000	20,585 - 24,300	23,500
Indice S&P 500	5,762	4,689 - 5,850	5,400
MSCI World	3,723	3,114 - 3,850	3,650
DOLLAR CANADIEN/DOLLAR US	\$0.7394	\$0.7200 – 0.7550	\$0.7400

L'objectif principal recherché par la Société de gestion d'investissement Heward Inc. en publiant ce document est de fournir des renseignements récents sur la conjoncture des marchés financiers. Ces renseignements peuvent ne pas être assez détaillés pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions de placement complètement informées. Nous nous efforçons d'assurer la fidélité des renseignements présentés mais nous ne pouvons pas en garantir l'exactitude à la date à laquelle ils parviennent au lecteur, ni assurer qu'ils seront encore exacts par la suite. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces renseignements et sur notre jugement à la date des présentes; nous pouvons les changer sans préavis. COPYRIGHT © 2024 de la Société de gestion d'investissement Heward Inc. La reproduction intégrale ou partielle de ces articles, sous quelque forme que ce soit, sans l'autorisation écrite du titulaire des droits d'auteur, est interdite.

2115, rue de la Montagne, Montréal (Québec) H3G 1Z8
tél : 514.985.5757 téléc : 1.800.567.5257
courriel : info@heward.com www.heward.com

SOCIÉTÉ DE GESTION D'INVESTISSEMENT

HEWARD INC.