

Les craintes de récession s'accroissent au moment où les banques centrales sont forcées de faire du rattrapage face à l'inflation!

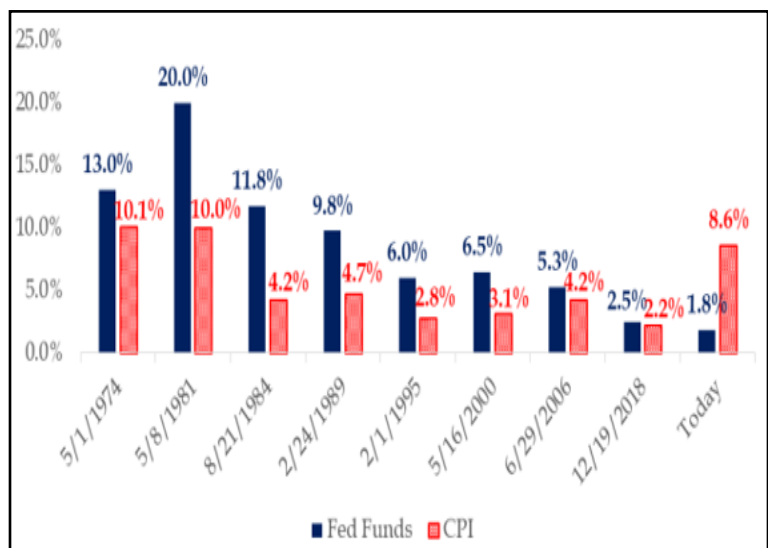
APERÇU

Alors que l'économie donne de plus en plus de signaux d'alarme, d'aucuns voient se profiler le spectre de la bulle des technos, de la crise immobilière de 2008 et du krach de la COVID. Les investisseurs commencent à imaginer les fissures s'étendre aux fondations de l'économie. L'inflation est au plus haut en 40 ans, tandis que les pénuries d'approvisionnement et les chocs de prix s'intensifient sur fond de guerre en Europe orientale. Chacun de ces facteurs suffirait à lui seul à faire chuter la valeur des placements. Ensemble, ils en conduisent beaucoup à se demander ce qui s'en vient et comment s'y préparer. Le cœur du débat est de savoir si l'inflation a accéléré au point où seule une récession permettra de la maîtriser. Sous un angle connexe, on s'interroge sur le temps qu'il faudra à la Fed pour mener à bien sa mission de ramener l'inflation proche de la cible de 2 % à 2,5 %. Il y a lieu de rappeler que depuis les années 1970, le resserrement de la politique de la Fed n'a pris fin qu'après que le taux des fonds fédéraux a dépassé le taux d'inflation mesuré par l'IPC. Le taux des fonds fédéraux étant d'à peine 1,6 % alors que l'IPC grimpe de 8,6 %, nous sommes loin du compte. Il semble raisonnable de penser que l'inflation plafonnera bientôt, mais il est peu probable que la Fed mette fin à son resserrement de sitôt.

Qu'il y ait ou non une récession, nous sommes manifestement engagés dans un marché baissier. Pour la première fois en plusieurs décennies, un dégagement boursier s'accompagne d'une hausse des taux d'intérêt, situation inédite pour la plupart des intervenants actuels du secteur financier. Dans ce contexte, les valorisations reviennent au cœur des placements. Sans être un outil d'anticipation, elles jouent un rôle essentiel dans le choix des actions qui offrent des perspectives de rendement convaincantes à long terme. De ce point de vue, les valorisations américaines commencent à paraître un peu plus défendables à l'aune de leur histoire, puisqu'en multiple des bénéfices prévus, le S&P 500 est revenu au milieu de la fourchette dans laquelle il oscille depuis la bulle des technos. Il n'y a pas de quoi se précipiter pour acheter, mais ce n'est plus la surévaluation criante d'il y a quelques mois. Les cours pourraient encore baisser, mais l'essentiel du dégagement tiré par les valorisations est terminé. Cependant, d'un point de vue macroéconomique, il semble logique de s'attendre à un repli des bénéfices. Entre autres facteurs, la montée des prix va entamer la demande et les revenus, le relèvement des taux va faire augmenter les coûts de financement, et les demandes salariales vont resserrer les marges. Pour s'en tirer indemnes, les entreprises devraient avoir un pouvoir de fixation des prix suffisant pour répercuter ces hausses sur leurs clients. Or, la Fed mène une campagne concertée pour les en empêcher, et l'une des premières règles qu'on apprend dans notre métier est qu'il ne faut pas « parier contre la Fed ».

À l'échelle mondiale, les raffineries peinent à répondre à la demande de diesel et d'essence, exacerbant la hausse des prix et aggravant les pénuries. La demande mondiale de carburants a rebondi à son niveau d'avant la pandémie, mais les fermetures occasionnées par la pandémie, les sanctions contre la Russie et les quotas d'exportation chinois limitent la capacité des raffineurs de combler cette demande. Il y a deux ans, la pandémie a déprimé les marges de fabrication des carburants, d'où la fermeture de nombreuses raffineries. Maintenant que la situation s'est inversée, l'offre pourrait rester tendue durant les deux prochaines années. Les raffineries américaines fonctionnent à plein régime pour répondre à la demande, l'utilisation de la capacité dépassant actuellement 92 %, un sommet saisonnier depuis 2017. Parallèlement, les actions du secteur de l'énergie ont lourdement chuté durant la deuxième moitié de juin. Ce recul n'est pas imputable à l'espoir d'un rebond imminent de l'offre énergétique, mais plutôt à la crainte d'un essoufflement de la demande au moment où les grandes économies s'approchent de la récession. Ceci illustre la tension inhérente à tous les marchés haussiers « malthusiens » : les investisseurs redoutent que la hausse du coût de l'énergie ou d'autres produits de base finisse par étouffer l'expansion économique qui alimente cette hausse. Actuellement, les indicateurs précurseurs de l'OCDE montrent que la menace de récession grandit. Par contre, les stocks énergétiques sont dangereusement bas en Europe, tandis qu'en Chine, l'essor des voyages fera bondir la demande d'énergie lorsque les restrictions liées à la COVID ne seront plus perçues comme une menace.

LIMITE SUPÉRIEURE DU TAUX CIBLE DES FONDS FÉDÉRAUX ET IPC À LA FIN DES CYCLES DE RESSELEMENT PRÉCÉDENTS



ÉTATS-UNIS

L'accentuation récente de l'inflation et des attentes d'inflation a amené la Réserve fédérale à envoyer un message clair aux marchés. En relevant le taux des fonds fédéraux de 75 pb à la mi-juin, elle a signifié haut et fort qu'elle entendait mener une politique restrictive d'ici la fin de l'année pour rétablir la stabilité des prix. Vu le peu de progrès accomplis sur ce plan ces derniers mois, elle a l'intention de relever les taux plus vigoureusement tant que l'inflation ne donnera pas de signes évidents de repli. La demande restant forte et supérieure à l'offre, la Fed part du principe que si l'offre ne peut augmenter pour correspondre à la demande, la demande doit diminuer pour correspondre à l'offre. Le président Powell a aussi affirmé qu'il demeurerait possible d'arriver à ce résultat sans provoquer de récession, en misant principalement sur le bilan solide (et la disposition à dépenser) des consommateurs et sur le grand nombre d'emplois à pourvoir pour atténuer l'impact des hausses de taux sur l'économie américaine. Cependant, il a aussi souligné que des facteurs indépendants de sa volonté (touchant les chaînes d'approvisionnement et la géopolitique) détermineraient la capacité de la Fed de ramener l'inflation à 2 % sans affaiblir le marché du travail. Le relèvement des taux de la Fed est également motivé par la surchauffe du marché du logement. À cet égard, on se demande s'il est possible de rééquilibrer ce marché sans provoquer d'accident, et quelles composantes du système financier seraient les plus vulnérables. La hausse des taux affecte déjà le secteur du logement. Les demandes de prêts hypothécaires, qui ont tendance à devancer des données comme l'octroi de permis de construire et les ventes de logements, ont fortement chuté. Le marché du logement étant un indicateur avancé de l'évolution d'autres secteurs (comme la consommation discrétionnaire), son repli est un signe inquiétant pour l'ensemble de l'économie américaine.

CANADA

Le PIB devrait continuer de croître malgré la persistance de goulots d'approvisionnement, les pénuries, l'inflation élevée et le retrait des mesures d'accommodement monétaire, mais cette croissance ralentit. Après un excellent début d'année, la croissance s'appuiera sur le bilan solide des ménages, le revenu du travail, le prix élevé des produits de base et le redémarrage des services entravés par la pandémie. Elle pourrait cependant être plus lente dans le secteur manufacturier, qui affronte encore des obstacles de taille. L'inflation, qui a atteint 7,7 % en mai, s'est

accélérée et étendue ces derniers mois et restera élevée à court terme, avant de ralentir plus tard cette année et en 2023. La hausse de mai, la plus forte depuis 1983, a surtout touché l'alimentation, l'essence et l'hébergement. Cette situation incitera sans doute la Banque du Canada (BdC) à emboîter le pas à la Réserve fédérale américaine en relevant ses taux de 75 pb en juillet. Comme d'autres banques centrales, elle voit son combat contre l'inflation compliqué par le fait que les sources de l'inflation proviennent surtout du côté de l'offre sur lequel elle a très peu de contrôle. Elle poursuivra ses efforts visant à freiner la demande intérieure dans l'espoir de maintenir les attentes d'inflation bien ancrées et d'éviter l'apparition de pressions sur les salaires. Les investissements des entreprises devraient rester robustes, soutenus par les prix élevés des produits de base et par un marché du travail tendu. Selon les enquêtes, les entreprises veulent investir davantage pour : 1) alléger les contraintes de main-d'œuvre par les technologies numériques et l'automatisation, 2) pallier le manque de capacités physiques ou les problèmes de transport et de logistique, et 3) aller de l'avant avec leurs plans d'investissement à long terme maintenant que l'incertitude liée à la pandémie se résorbe.

EUROPE

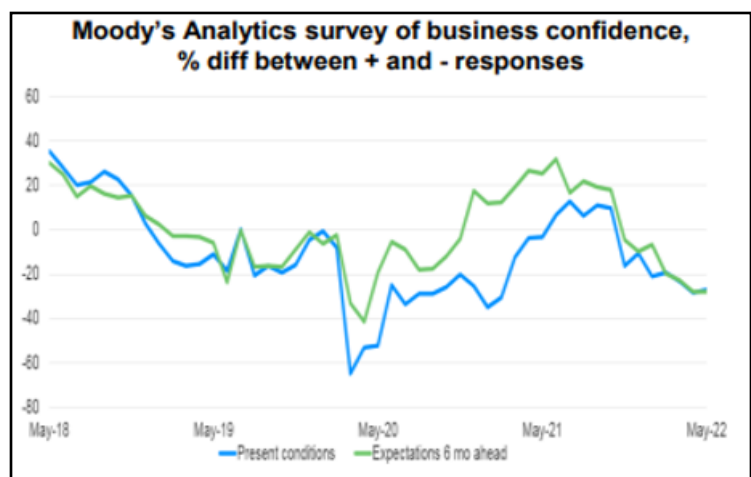
Dans la zone euro, l'activité ralentit plus vite qu'on l'aurait cru. L'indice composé des directeurs d'achats (PMI), qui comprend le secteur manufacturier et celui des services, a baissé à un niveau nettement inférieur aux attentes. Que cela soit imputable à la hausse des taux, à la Chine, au conflit russo-ukrainien ou à l'ensemble de ces facteurs, on craint de nouveau pour la croissance. L'inflation est aussi devenue plus préoccupante, facteur significatif puisque son retour a émié la crédibilité des banques centrales qui servait de point d'ancrage aux marchés depuis une génération. C'est pourquoi les investisseurs scrutent à la loupe les déclarations et les gestes de la Banque centrale européenne (BCE), en redoutant qu'un resserrement de la politique monétaire fasse peser un poids financier sur l'économie des pays européens très endettés, à commencer par l'Italie. À l'occasion de la conférence annuelle de la BCE en juin, la présidente Christine Lagarde a relativisé les craintes de récession dans la zone euro, tout en indiquant que son équipe était prête à relever les taux plus rapidement s'il le fallait. Elle a nettement révisé à la baisse les prévisions de croissance des deux prochaines années, tout en affirmant s'attendre encore à une croissance

RETOUR À UN SEMBLANT DE NORMALITÉ



Source: Bloomberg

FIN DE L'EXUBÉRANCE DES ENTREPRISES À L'ÉCHELLE MONDIALE



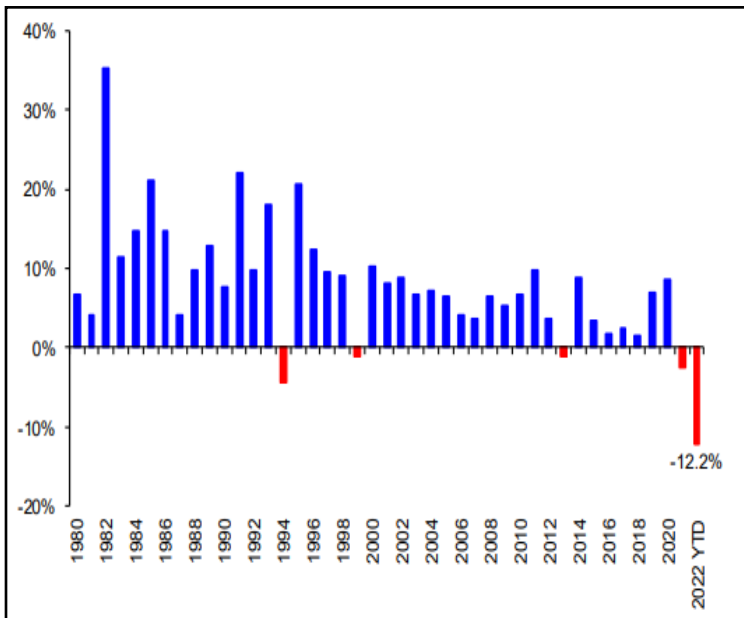
Source: Economap Inc.

positive vu les coussins de protection contre la perte de vitesse de l'économie présents à l'échelle des pays. Au Royaume-Uni, les obstacles macroéconomiques s'accumulent, qu'il s'agisse de la hausse du coût de la vie, de l'effet modérateur du Brexit sur les échanges commerciaux ou du ralentissement du soutien du compte de capital. Les taux évoluent au gré d'une banque centrale volatile, qui voit son attitude conciliante fragilisée par les pressions politiques croissantes des députés, un surcroît de soutien budgétaire et une nouvelle poussée des prix de l'énergie, tout en déclarant qu'elle ne durcirait davantage sa politique que si elle constatait un enracinement de l'inflation dans les pratiques d'établissement des prix des entreprises.

MARCHÉS EN DÉVELOPPEMENT

La Chine s'apprête à vivre des temps extraordinairement difficiles. Le président Xi sera probablement réélu pour un troisième mandat, mais le leadership reste divisé. L'économie est en grande difficulté, tant du fait des confinements que des politiques menées depuis un an environ. La confiance des entreprises et des ménages a été ébranlée et mettra des mois à se rétablir malgré les programmes de relance actuellement dévoilés. Le PIB ne se redressera pas cette année et pourrait être plus faible que prévu l'an prochain. Le pays devra aussi composer avec un contexte international ardu dans lequel les problèmes s'amplifient : le ralentissement de l'économie mondiale nuira aux exportations, tandis que les relations semblent se détériorer avec les États-Unis, l'Europe et d'autres partenaires commerciaux. Pourtant, après avoir ignoré la tendance des taux mondiaux durant l'essentiel de la dernière année, les obligations chinoises à 10 ans tentent actuellement un discret virage haussier. Cette évolution significative pourrait indiquer que le marché pense que le pire du ralentissement (et des restrictions liées à la COVID) est passé en Chine. Au Japon, la banque centrale n'a absolument rien fait, comme tout le monde s'y attendait. Le gouverneur Kuroda a rejeté l'idée d'une nouvelle révision de sa politique et affirmé que la durabilité de la cible de contrôle de la courbe des taux à 25 pb pour les obligations d'État japonaises à 10 ans n'était pas menacée. Il a ajouté qu'il ne serait pas opportun de resserrer la politique monétaire puisque cela risquerait d'entraîner une

INDICE DES OBLIGATIONS UNIVERSELLES FTSE CANADA (RG) 30 JUIN 2022



Source: Scotiabank

contraction de l'économie. Jusqu'à maintenant, la Banque du Japon n'a pas tenu compte de la faiblesse du yen dont les effets transitoires sur l'inflation n'arrivent pas à la hauteur de son objectif d'inflation à moyen terme.

PRODUITS DE BASE

La confiance des investisseurs dans les actions du secteur de l'énergie a été ébranlée par la baisse des cours dans la foulée du repli récent des prix du pétrole brut. Or, fondamentalement, rien n'a changé, et le complexe pétrolier demeure engagé dans un cycle pluriannuel de tension structurelle qui ira aussi loin que l'amènera la demande. D'aucuns croient également que les risques d'augmentation de l'offre ont largement diminué. Les achats de pétrole brut physique d'Afrique du Nord et de la mer du Nord (barils de dernier recours) demeurent incroyablement robustes. Ces indicateurs importants témoignent d'un marché du brut tendu. De plus, le nombre de puits forés mais non complétés dans les zones pétrolières américaines est au plus bas depuis le milieu de 2014 et inférieur de 57 % à son sommet. Les producteurs n'ont pas l'intention d'aller au-delà de leurs programmes de maintenance et de croissance modeste, bien que le prix du pétrole dépasse maintenant de 25 \$ ou plus le niveau budgété. Des conditions serrées sur le plan des services et de la disponibilité des matières premières incitent les dirigeants à réviser leurs plans pour 2022. Si les conditions macroéconomiques tiennent bon, nous nous attendons à une certaine croissance en 2023. Du côté du cuivre, le recul des prix (22 %) s'explique par la crainte d'une récession provoquée par la Fed. À court terme, la poursuite du resserrement de la politique des banques centrales maintiendra sans doute une pression baissière sur la demande et les prix, malgré la diminution de l'offre en raison de grèves et de manifestations en Amérique du Sud. Depuis juin, l'Ukraine, grenier de l'Europe, cherche des itinéraires de rechange pour exporter ses récoltes, face au blocus russe des ports de la mer Noire qui attise la crainte d'une hausse des prix mondiaux des aliments et fait redouter des famines. Les producteurs font passer leurs céréales par les pays européens voisins, ce qui les oblige à les transporter par chemin de fer, par route et par voie navigable.

NIVEAU DE SOUTIEN SOLIDE POUR L'ÉNERGIE



Source: MKM Partners JC O'Hara, CMT, CAIA

RECOMMANDATIONS

Le resserrement de la politique monétaire des banques centrales du monde a fait vivre des moments exceptionnellement difficiles aux investisseurs. Tant les actions que les titres à revenu fixe ont essuyé de lourdes pertes sur fond de pessimisme grandissant quant à la capacité de l'économie mondiale d'échapper à la récession. On dirait presque que l'inflation appartient au passé et que tous se tournent vers le repli éventuel de l'économie! S'il devait y avoir une récession (et nos recherches évaluent ce risque à 40 %), celle-ci devrait être légère. L'anticipation d'une récession a néanmoins fait chuter les multiples du S&P 500, qui sont passés d'un peu plus de 21 à des niveaux plus conformes à leur moyenne à long terme. S'il existe de bons arguments pour prétendre que les cours actuels du marché intègrent pleinement la hausse de l'inflation, il est beaucoup plus difficile d'en dire autant des bénéfices et des indications prospectives de bénéfices. À l'heure actuelle, il est particulièrement ardu de faire la différence entre un rebond s'inscrivant dans un marché baissier et le début d'une remontée plus durable. Cependant, vu les signes grandissants de ralentissement cyclique, l'impact persistant du conflit russo-ukrainien sur l'Europe et le début des répercussions d'une politique monétaire plus restrictive aux États-Unis, nous croyons que pour l'instant, un redressement boursier à court terme ne serait rien de plus qu'un rebond précédant de nouveaux creux dans le cadre d'un marché baissier. D'ici à ce que les choses se

précisent, nous maintiendrons le statu quo en continuant de sous-pondérer les actions. Cependant, nous gérerons activement nos placements, en saisissant les occasions d'acheter/étoffer et de vendre/élaguer des positions. Notre approche reste axée sur les fondamentaux, en privilégiant les sociétés présentant une croissance durable, une direction compétente, un bilan solide et des flux de trésorerie disponibles robustes. Les technologies, la santé et l'énergie demeurent nos secteurs favoris.

Une inflation galopante et le durcissement du ton des banques centrales à l'échelle mondiale ont fait grimper les taux d'intérêt le long de la courbe au deuxième trimestre. La débâcle du marché obligataire amorcée au premier trimestre s'est donc poursuivie de plus belle. Les banques centrales du monde tâchant de rattraper les réalités économiques, les taux à court terme devraient encore monter au deuxième semestre. Cependant, les taux à moyen et à long terme, qui ont déjà intégré un resserrement plus vigoureux de la politique des banques centrales, pourraient marquer une pause autour de leurs niveaux actuels, voire reculer un peu lorsque les pressions inflationnistes commenceront à s'atténuer (au quatrième trimestre ou au début de 2023). Les taux nominaux ayant atteint des niveaux plus intéressants, les perspectives du marché obligataire se sont embellies. Cependant, nous restons prudents à l'égard des titres à revenu fixe, en maintenant une durée inférieure à celle de l'indice et en nous montrant plus sélectifs quant à la qualité du crédit.

PRÉVISION POUR 2022

	COURANT 30-juin-2022	FOURCHETTE 2022	FIN D'ANNÉE 2022
TAUX D'INTÉRÊT			
Banque du Canada, taux au jour le jour	1.50%	0.25%- 3.00%	3.00%
Taux des fonds fédéraux	1.58%	0.12%- 3.00%	3.00%
Canada - Obligations du Trésor à 10 ans	3.218%	1.43% - 3.75%	3.50%
États-Unis - Obligations du Trésor à 10 ans	3.021%	1.61% - 3.75%	3.50%
MATIÈRES DE BASE			
Or (USD/once)	\$1,807.90	\$1,790 – \$2,100	\$1,975
Cuivre (USD/livre)	\$105.73	\$74.00 – \$127.00	\$110.00
Pétrole (USD/baril)	\$ 3.695	\$3.50- \$4.75	\$4.25
MARCHÉS			
Indice composé S&P/TSX	18,861	18,000 - 22,087	20,000
Indice S&P 500	3,786	3,350 - 4,818	3,800
DOLLAR CANADIEN/DOLLAR US	\$0.7768	\$0.776 – 0.80	\$0.80

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 © 2022 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 expresse écrite du titulaire des droits d'auteur, est interdite.

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



SOCIÉTÉ DE GESTION D'INVESTISSEMENT
HEWARD INC.