

## Gérer l'inflation, les taux élevés, les changements géopolitiques et une probable récession

### APERÇU

Très préoccupés par l'inflation, les taux d'intérêt, le ralentissement de la croissance économique et une grande incertitude politique, les marchés mondiaux sont à un carrefour. Ces dernières semaines, leur humeur est brusquement passée du sommet d'optimisme de 2021 à un profond pessimisme. Les indicateurs de confiance frôlent désormais leurs creux de 2009, situation remarquable puisque l'économie est en bien meilleur état qu'en 2009, alors que les États-Unis chancelaient sur l'effet de graves déséquilibres financiers et d'une implosion du marché de l'habitation. Ces indicateurs témoignent aussi de l'anticipation de difficultés économiques et font penser que les prévisions consensuelles de bénéfiques pourraient être révisées à la baisse (tout en restant positives) durant les prochains trimestres.

Le président de la Réserve fédérale (Fed) Jerome Powell a enfin clarifié sa position, d'abord au sommet de Jackson Hole, puis après le relèvement de taux en septembre : « nous lutterons contre l'inflation jusqu'à ce que le travail soit fait ». Après un été où les marchés s'étaient bizarrement convaincus de l'imminence d'un pic d'inflation et d'un possible virage vers un allègement monétaire, le comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) a annoncé une nouvelle hausse de 75 pb du taux directeur. De plus, le comité a clairement signifié qu'il ne se contenterait pas d'un plafonnement de l'inflation et qu'il ne reproduirait pas la stratégie fautive des relèvements de taux par à-coups qui avait mené à la stagflation des années 1970. La Fed comprend que la stabilisation des prix ne se fera pas sans douleur, mais considère que l'effort en vaut la peine.

La tendance baissière du taux des obligations du Trésor à 10 ans qui persistait depuis que la Fed avait terrassé l'inflation sous Paul Volcker est chose du passé. Si Jerome Powell et la Fed réussissent à répéter l'exploit de Volcker comme ils l'espèrent, nous verrons peut-être émerger une autre vague baissière, mais il s'agira d'une nouvelle tendance plutôt que d'une reprise de celle que nous avons connue. D'un point de vue technique, le taux à 10 ans a rompu avec son évolution à la baisse et se situe bien au-dessus de sa moyenne mobile sur 200 jours qui mesure sa tendance à long terme. Il avait excédé un peu plus cette tendance à long terme en 1994, soit (et ce n'est pas un hasard) la dernière fois que la Fed, sous Alan Greenspan, avait surpris le marché avec une série de hausses vigoureuses des taux d'intérêt. Il n'en demeure pas moins significatif que le principal indicateur financier dépasse sa tendance dans une proportion jamais vue depuis 28 ans. L'ampleur des pertes provoquées par ce dégagement est un autre indice de la cassure qui vient de survenir. Fin septembre, l'année 2022 s'inscrivait déjà comme la pire en six décennies pour les investisseurs obligataires.

Les autorités américaines ont toujours considéré qu'elles avaient un droit de regard sur toutes les opérations en dollars US puisque celles-ci sont réglées par l'entremise de succursales bancaires situées aux États-Unis. Cette prétention d'extraterritorialité n'a jamais été du goût de nombreux pays, à commencer par la Chine et la Russie, d'où la crainte qu'elle entraîne à terme le déclin du système de paiement basé sur le dollar américain. Dans la foulée des sanctions imposées à la Russie plus tôt cette année, il se peut bien que tous les chemins ne mènent plus à Rome! En termes financiers, cela signifie que de plus en plus de pays cherchent à contourner les contrôles américains associés aux opérations en dollars. Ayant brisé les ponts avec les économies occidentales, la Russie tâche désormais de nouer de nouveaux liens commerciaux avec le reste du monde et se dote d'un nouveau système de paiement indépendant du dollar. Ceci cadre bien avec les aspirations géopolitiques (et économiques) de la Chine qui désire particulièrement payer ses importations, notamment pétrolières, en renminbi comme elle le fait déjà avec la Russie. La Chine cherche d'ailleurs à vendre l'idée à l'Arabie saoudite. Outre la Russie et la Chine, ce nouveau système revêt un attrait certain pour d'autres pays comme l'Iran, la Turquie et peut-être l'Inde, pour lesquels il changerait la donne. Bref, il est écrit dans le ciel que le réseau du dollar US va se contracter. Le mouvement est amorcé et va s'accélérer, entraînant une réduction des opérations réglées dans cette monnaie.

### LES TAUX PÈSENT SUR LES MULTIPLES



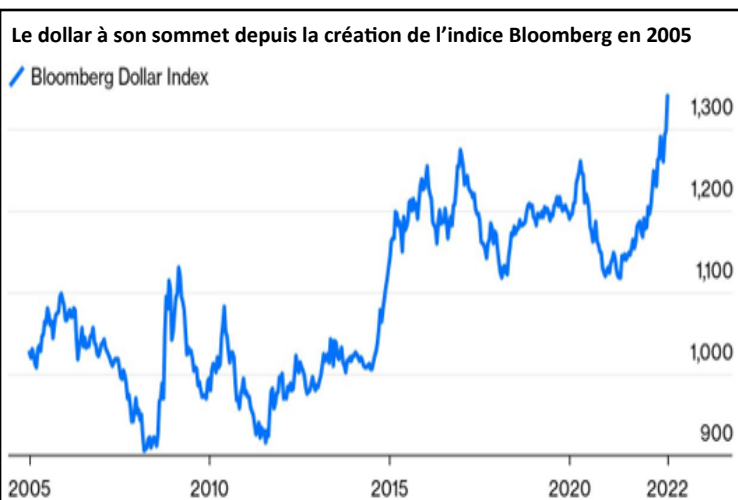
## ÉTATS-UNIS

L'automne arrive et le président Biden voit l'horizon s'éclaircir après avoir réussi à dénouer l'impasse législative qui paralysait le Congrès depuis un an. Son administration met les bouchées doubles pour faire avancer ses initiatives réglementaires et sa politique étrangère, à l'approche des élections de mi-mandat qui s'annoncent plus serrées que prévu. Dans une allocution aussi brève que percutante au sommet de Jackson Hole, le président de la Fed Jerome Powell a clairement signifié que la Réserve fédérale était résolue à endiguer une inflation atteignant un sommet pluridécennal, tout en sachant que la hausse des taux d'intérêt, le ralentissement de la croissance et le tassement du marché du travail feraient mal aux entreprises et aux ménages. La Fed n'a d'ailleurs pas à hésiter, dans un contexte où le marché du travail reste robuste (les inscriptions au chômage ne cessent de baisser), les salaires augmentent de 5,2 % (en août), les coûts de logement des consommateurs urbains montent encore et l'indice des faillites d'entreprises touche un creux pluridécennal aux États-Unis. Le niveau des taux d'intérêt est certes important, mais la durée de la politique restrictive l'est tout autant. La Fed pourrait maintenir la ligne dure pendant longtemps, mais certains signes indiquent déjà que sa politique commence à porter fruit. Aux États-Unis, le marché de l'habitation (secteur sensible aux taux d'intérêt et indicateur avancé) faiblit nettement, avec une accessibilité au plus bas. Les emplois non agricoles continuent d'augmenter, mais les chiffres du début de l'été ont été révisés à la baisse. De plus, les problèmes de chaîne d'approvisionnement semblent s'évaporer. Étonnamment, le dernier sondage de l'Université du Michigan sur l'attitude des consommateurs dénote un regain d'optimisme, en partant toutefois d'un niveau très bas. Pour le comprendre, il suffit de regarder le prix du pétrole.

## CANADA

Le resserrement de la politique monétaire de la Banque du Canada commence à freiner l'activité. La hausse des taux hypothécaires a refroidi les ventes et les prix des logements dans les grandes villes du pays. Cette évolution et le ralentissement de la croissance économique pourraient peser sur la valorisation des actions des banques canadiennes, dont le portefeuille de prêts hypothécaires est cependant jugé très peu risqué. Ce groupe ne devrait toutefois afficher que des pertes modestes tout au long du prochain repli du crédit. À l'opposé de ce qui arrive aux États-Unis, la création d'emplois s'essouffle clairement au Canada. Le nombre d'emplois

## EN TERRITOIRE INÉDIT

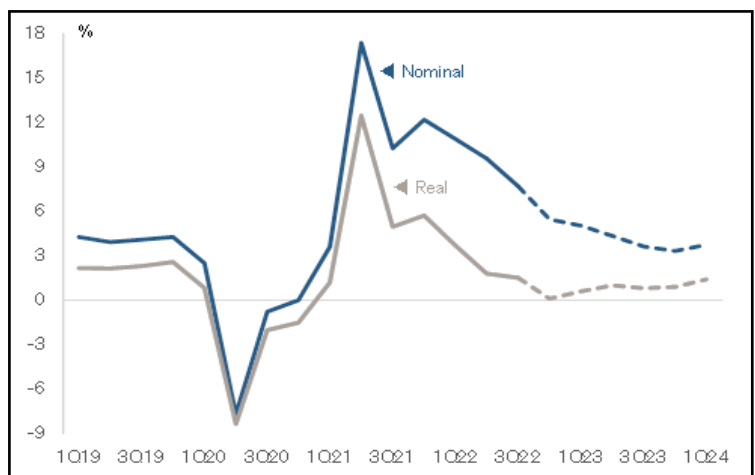


a diminué pour un troisième mois d'affilée en août, faisant monter le taux de chômage à 5,4 %. Depuis mai, le Canada a perdu 114 000 emplois sur trois mois consécutifs, du jamais vu en dehors d'une récession. La banque centrale devrait toutefois garder le cap jusqu'à ce qu'elle soit convaincue d'avoir maté l'inflation. Il reste du travail à faire à ce chapitre, puisque l'inflation des produits alimentaires a atteint un nouveau sommet en août. Cette inflation généralisée qui se prolonge entame le portefeuille des Canadiens qui réduiront sans doute leurs dépenses discrétionnaires. À l'inverse de ce qui se passe dans le monde, les prix du gaz naturel se sont récemment effondrés dans le bassin sédimentaire de l'Ouest canadien (BSOC), principalement sous l'effet conjugué de nombreuses restrictions liées à la maintenance du réseau pipelinier du BSOC et des gazoducs d'exportation connexes. Deux caractéristiques du régime de redevances de l'Alberta contribuent peut-être à la distorsion du marché, mais les prix devraient remonter cet hiver. Sur une note plus positive, l'économie canadienne devrait profiter des perspectives de l'énergie et des produits de base, dont les prix resteront sans doute élevés du fait des problèmes d'approvisionnement et des sécheresses.

## EUROPE

En Europe et au Royaume-Uni, les pressions inflationnistes sont encore plus extrêmes qu'en Amérique du Nord. Le continent souffre davantage de la guerre en Ukraine, en grande partie du fait de sa proximité du conflit et de sa dépendance envers les combustibles fossiles russes. Plus tôt cet été, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé sa première hausse de taux d'intérêt en plus d'une décennie, mettant un terme à l'ère des taux négatifs. En septembre, elle a de nouveau relevé ses taux (de 75 pb) face à l'enracinement des pressions inflationnistes. Au même moment, les 19 États membres de la zone euro ont convenu de mesures coordonnées et ciblées pour protéger les ménages et les entreprises contre la hausse rapide des coûts de l'énergie. Leurs interventions seront arrimées à la politique monétaire de la BCE pour éviter d'intensifier les pressions inflationnistes. Durant l'été, une météo caniculaire a fortement réduit le débit de certains des principaux fleuves d'Europe. Ces fleuves jouant un rôle clé dans le transport des marchandises, depuis les céréales jusqu'au pétrole en passant par les produits chimiques, les coûts d'expédition ont monté en flèche et alimenté une inflation déjà élevée. Le faible débit a aussi limité la production hydroélectrique, amplifiant les problèmes

## PIB NOMINAL ET RÉEL AVEC LES PRÉVISIONS CONSENSUELLES

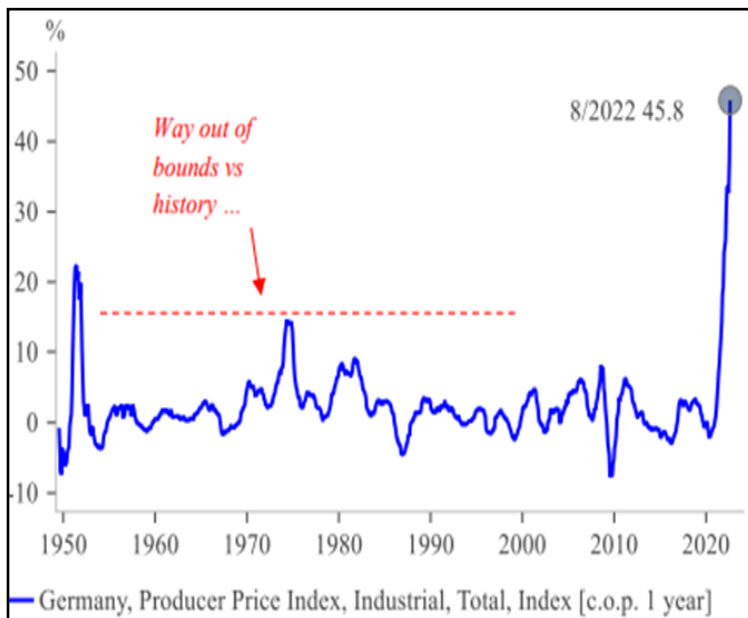


énergétiques du continent. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a averti qu'elle relèverait les taux d'intérêt autant qu'il le faudrait pour atteindre ses cibles d'inflation. De son côté, le nouveau gouvernement a annoncé de fortes baisses d'impôt (48 milliards de dollars US) sans réduction des dépenses. Craignant que cette politique attise l'inflation et compromette la croissance et les finances du pays, les marchés ont vivement réagi, faisant redouter une crise mondiale des titres d'emprunt. Forcée d'agir pour calmer l'anxiété des investisseurs, la Banque d'Angleterre a déclaré qu'elle achèterait des obligations d'État à long terme du Royaume-Uni.

## MARCHÉS EN DÉVELOPPEMENT

En Chine, le parti communiste va tenir son 20e congrès national en octobre. Les priorités fixées à cette occasion orienteront la politique, l'économie et les relations internationales du pays pendant les cinq prochaines années, voire au-delà. La Chine affronte des problèmes (internes et externes) qui ont ralenti sa croissance cette année. À l'externe, la détérioration des relations avec les États-Unis sur fond de tension grandissante au sujet de Taïwan amène le pays à vouloir baser ses échanges commerciaux sur une plateforme monétaire indépendante du dollar US. À l'interne, la Chine souffre de l'impact des confinements tournants, de la chute de l'activité immobilière et de la perte de confiance des ménages et des entreprises privées. Du côté de l'immobilier, il appert que des entités de financement des gouvernements locaux empruntent des fonds pour faire d'immenses achats de terrains afin d'injecter des liquidités dans des villes et provinces durement touchées par l'effondrement des promoteurs immobiliers privés. Parallèlement, la Chine et la Russie jouent un rôle de pointe dans la constitution de la « nouvelle alliance », structure visant à disputer la domination mondiale à l'alliance occidentale. Les dirigeants chinois ont consacré beaucoup de temps à cet effort. Tout le bruit entourant le resserrement de la politique des banques centrales du monde a détourné l'attention des tensions grandissantes que subissent les économies naissantes. On aurait tort de négliger les problèmes de ces marchés, puisque les 15 principales économies naissantes représentent 18 % de l'indice diversifié mondial des

## INDICE DES PRIX À LA PRODUCTION D'ALLEMAGNE – % DE VARIATION SUR 12 MOIS



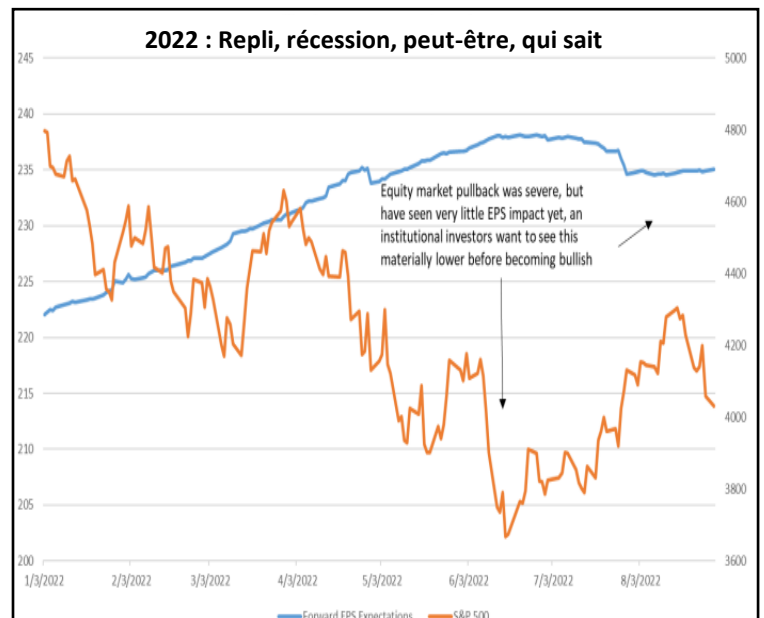
Source: Strategas, Bundesbank, Macrobond

marchés obligataires émergents (EMPI) JP Morgan. Un certain nombre de ces pays ont reçu l'aide du FMI, mais une nouvelle montée des tensions risquerait fort de se propager à l'ensemble des obligations des marchés émergents.

## PRODUITS DE BASE

À leur réunion d'octobre, les pays membres de l'OPEP+ devront décider des munitions qu'ils doivent déployer pour stopper le dégageant à grande échelle qui a fait reculer le prix du brut au-dessous de son niveau d'avant l'invasion dans un contexte dominé par la peur. RBC Marchés des capitaux juge probable que l'organisation abaisse fortement sa production pour signaler qu'il y a un coupe-circuit efficace sur le marché. Pour ces pays, la difficulté consiste à jauger le nombre de barils que la guerre russo-ukrainienne pourrait retrancher du marché et à déterminer à quel point ils veulent aller au-devant d'une importante interruption de production qui pourrait survenir durant les mois qui viennent sur des marchés très tendus. Cet hiver, on s'arrachera les navires capables de transporter du pétrole et du gaz. Tous les navires affichent complet, faisant grimper les tarifs de fret des produits allant du gaz naturel liquéfié (GNL) au pétrole en passant par le naphte importé en Asie du Nord-Est. Les métaux souffrent nettement du ralentissement cyclique en cours. Nous nous attendons à ce que ce repli soit suivi d'une forte reprise, mais ceci prendra du temps puisque la remontée progressive de la demande chinoise est contrebalancée par un accès de faiblesse à court terme en Occident. La Chine met en œuvre des politiques de soutien, mais les restrictions liées à la COVID et le recul du marché immobilier créent encore des problèmes et le redressement pourrait être plus lent que prévu. Parallèlement, le marché mondial des denrées agricoles continue de se resserrer. Comme si les sécheresses en Europe, en Chine et dans la ceinture de maïs ne suffisaient pas, les inondations ont détruit la moitié des récoltes du Pakistan. Le tiers du pays étant submergé, il est peu probable qu'on puisse y semer du blé cet automne, ce qui le forcera à importer davantage de céréales. De plus, le Pakistan produit 5 % du coton du monde et au moins la moitié de cette récolte est désormais perdue.

## EN POSITION INCONFORTABLE – L'INDICE BAISSÉ, DANS L'ATTENTE DU BPA...



Source: FactSet, Raymond James Research

## RECOMMANDATIONS

L'offensive tous azimuts des banques centrales contre l'inflation ralentit nettement l'activité économique mondiale. Sans être en récession, la Chine ressent l'impact du ralentissement du commerce international et des confinements liés à la COVID. L'Europe entrera presque à coup sûr en récession, si ce n'est déjà fait, et l'Amérique du Nord pourrait n'y échapper que de justesse. De ce fait, les estimations de bénéfices sont probablement trop élevées, d'où le risque d'une nouvelle baisse des marchés. Jusqu'à maintenant, le repli des cours boursiers provient beaucoup plus de la compression des multiples que de l'ajustement des bénéfices. Bien que l'inflation ait peut-être plafonné, elle restera plus forte qu'avant la pandémie pour plusieurs raisons, y compris la hausse des salaires et des loyers. Dans ce contexte, de nombreuses banques centrales sont devenues plus restrictives (souvent plus que prévu), ce qui nous amène à moins redouter les « surprises » au chapitre de l'inflation et à envisager davantage des scénarios possibles de récession. À notre avis, les marchés vont rester turbulents jusqu'à la fin de l'année, les actions étant tiraillées entre l'excès de pessimisme des investisseurs (signe avant-coureur positif) et les conséquences économiques à long terme du resserrement monétaire. À la lumière de nos perspectives macroéconomiques, nous maintenons une pondération des

actions inférieure à celle de l'indice de référence, mais nous saisissons comme toujours les occasions d'acheter, de vendre, d'étoffer ou d'élaguer des positions. La persistance d'une inflation élevée fait penser que les actions à durée courte qui rendent de l'argent aux actionnaires surclasseront les actions à durée longue fortement valorisées. Les inquiétudes géopolitiques, la demande d'énergie et de matériaux et les sécheresses nous font préférer les actions canadiennes aux actions internationales. Malgré les premiers signes d'essoufflement de la croissance économique, les banques centrales continuent de s'attaquer à l'inflation. Les marchés obligataires semblent avoir déjà escompté un plafonnement imminent de l'inflation (particulièrement au Canada); nous nous en approchons, mais il est encore trop tôt pour crier victoire. Les taux à moyen terme restent plus élevés qu'en juin, mais les taux à long terme ont baissé, notamment du côté des obligations d'État. Parallèlement, le creusement des écarts de crédit a continué de faire monter les taux des obligations de sociétés et des actions privilégiées. Cependant, là encore, nous prévoyons un certain répit. Vu nos perspectives, nous avons réduit notre exposition aux actions privilégiées pour étoffer nos positions dans les instruments à court et à moyen terme. Les taux nominaux étant désormais beaucoup plus intéressants, nous nous attendons à des rendements positifs à l'avenir.

## PRÉVISION POUR 2022

	COURANT 30-septembre-2022	FOURCHETTE 2022	FIN D'ANNÉE 2022
<b>TAUX D'INTÉRÊT</b>			
Banque du Canada, taux au jour le jour	3.25%	0.25%- 4.00%	4.00%
Taux des fonds fédéraux	3.25%	0.12%- 4.25%	4.25%
Canada - Obligations du Trésor à 10 ans	3.17%	1.43% - 3.65%	3.25%
États-Unis - Obligations du Trésor à 10 ans	3.81%	1.61% - 4.1%	3.90%
<b>MATIÈRES DE BASE</b>			
Or (USD/once)	\$1,659.70	\$1,627 – \$2,070	\$1,750
Cuivre (USD/livre)	\$79.71	\$74.00 – \$130.00	\$84.00
Pétrole (USD/baril)	\$ 3.395	\$3.00– 5.03	\$3.30
<b>MARCHÉS</b>			
Indice composé S&P/TSX	18,444	17,600 - 22,250	18,000
Indice S&P 500	3,599	3,350 - 4,806	3,500
<b>DOLLAR CANADIEN/DOLLAR US</b>	<b>\$0.7240</b>	<b>\$0.71 – 0.81</b>	<b>\$0.74</b>

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.