

Justin Truong, CFA

Directeur principal, Stratège en placements

Points saillants



Les actions accentuent leurs reculs en raison d'une hausse marquée des taux obligataires. Le délestage des obligations se poursuit dans un contexte de ton ferme persistant de la Réserve fédérale américaine.



Les tensions géopolitiques, les préoccupations en matière de croissance économique et des politiques monétaires mondiales divergentes ont poussé le dollar américain à un sommet en 20 ans.



Les résultats du T1 en matière de bénéfices ont été meilleurs que prévu, mais les marchés ont mis l'accent sur une orientation instable et des risques macroéconomiques continus.



L'inflation de l'IPC américain s'accélère, mais la donnée de base s'atténue, indiquant potentiellement un pic de l'inflation de base.

Nulle part où se cacher

Les marchés boursiers mondiaux ont connu leur pire mois depuis le début de la pandémie en mars 2020. Le principal vent contraire auquel les actifs risqués sont confrontés a été une augmentation marquée des taux obligataires, affectant les actions et accentuant le délestage des obligations. L'indice obligataire universel FTSE Canada a chuté d'un autre 3,5 %, entrant en territoire de correction en cumul annuel. La progression des taux a été particulièrement défavorable pour les actions de croissance. L'indice composé Nasdaq, fortement pondéré dans les technologies, a plongé de 13 %, avril étant par conséquent le pire mois pour l'indice depuis la Grande crise financière en octobre 2008. Les marchés misent maintenant sur des hausses de 50 points de base lors des quatre prochaines réunions de la Réserve fédérale américaine (Fed) après de nombreuses remarques fermes de la part des membres du Comité de la Fed. L'augmentation des taux d'intérêt, parallèlement aux préoccupations continues géopolitiques et en matière de croissance, a poussé la volatilité à la hausse. L'indice VIX surpassant le niveau de 30 points pour la première fois en un an.

Les bénéfices des sociétés sont relégués au second plan

Nous avons dépassé le point milieu de la période des bénéfices du T1 du S&P 500, et les résultats demeurent robustes, 81 % des sociétés ayant surpassé leurs estimations par une moyenne de 3,1 % jusqu'à maintenant. Toutefois, les investisseurs ignorent les résultats meilleurs que prévu et mettent plutôt l'accent sur une orientation hésitante et la longue liste des risques macroéconomiques. Les résultats du T1 des actions FAANG, autrefois les chouchous du marché, étaient très attendus à l'aube de la présente période de divulgation des bénéfices. Toutefois, mais les géants technologiques qui ont déjà semblé invincibles n'ont pas été en mesure de se soustraire au massacre sur les marchés boursiers. Meta mise à part, les prévisions ont été maussades, particulièrement celles d'Amazon. L'action a chuté de 15 % après que la société ait fait part de pressions à la hausse sur les coûts et ait prévu une croissance sombre du chiffre d'affaires pour le T2 en raison du ralentissement des ventes en ligne. Apple, qui s'est le mieux tirée du délestage de cette année visant les FAANG, a reculé malgré des résultats record en matière de bénéfices et de revenus. L'avertissement de la société à l'égard d'une frappe de 8 milliards \$ US découlant des enjeux actuels touchant les chaînes d'approvisionnement en raison des confinements en Chine a tiré l'action vers le bas. Avec la Fed se changeant rapidement depuis un

Titres à revenu fixe canadiens	Niveau	Mois	CA
Indice obligataire universel FTSE Canada	1 069	-3,5 %	-10,2 %
Indice obligataire de sociétés FTSE Canada	1 248	-3,2 %	-9,4 %
Bloomberg Canada High Yield	160	-1,5%	-4,0%
Actions mondiales	Niveau	Mois	CA
Indice composé S&P/TSX	20 762	-5,2 %	-2,2 %
S&P/TSX petites cap.	781	-6,5 %	0,9 %
S&P 500	4 132	-8,8 %	-13,3 %
NASDAQ	12 335	-13,3 %	-21,2 %
Russell 2000	1 864	-10,0 %	-17,0 %
FTSE 100 du R.-U.	7 545	0,4 %	2,2 %
Euro Stoxx 50	3 803	-2,6 %	-11,5 %
Nikkei 225	26 848	-3,5 %	-6,8 %
MSCI China (\$ US)	69	-4,1 %	-17,7 %
MSCI ME (\$ US)	1 076	-5,7 %	-12,6 %
Devises et produits de base	Niveau	Mois	CA
\$ CA	0,778 \$	-2,8 %	-1,7 %
Indice dollar amér.	102,96	4,7 %	7,6 %
Pétrole (West Texas)	104,69 \$	4,4 %	36,0 %
Gaz naturel	7,24 \$	27,1 %	102,4 %
Or	1 897 \$	-2,1 %	3,7 %
Cuivre	4,41 \$	-7,3 %	-0,8 %
Taux d'intérêt canadiens	Niveau	Mois	CA
Bon du Trésor à 3 mois	1,39	79	123
Obl. du gouv. du Canada à 2 ans	2,62	33	167
Obl. du gouv. du Canada à 10 ans	2,86	46	144
Obl. du gouv. du Canada à 30 ans	2,80	42	112
Rendements sectoriels canadiens	Mois	CA	
Énergie	2,7 %	30,8 %	
Matériaux	-4,8 %	13,9 %	
Industrie	-8,0 %	-4,7 %	
Cons. disc.	-2,9 %	-10,8 %	
Tech. de l'inf.	-19,9 %	-48,3 %	
Soins de santé	-17,8 %	-24,9 %	
Finance	-6,7 %	-5,4 %	
Cons. de base	0,4 %	5,4 %	
Serv. de comm.	-1,4 %	6,2 %	
Serv. aux coll.	-1,5 %	2,4 %	
Immobilier	-6,3 %	-11,4 %	

allié pour devenir un ennemi de ces actions technologiques sensibles aux taux d'intérêt à dérivations longue, le début morose de cette année laisse entendre que les investisseurs accordent plus d'importance aux facteurs fondamentaux sous-jacents avant de placer leur mise.

La hausse des taux menace le principe TINA (« there is no alternative »)

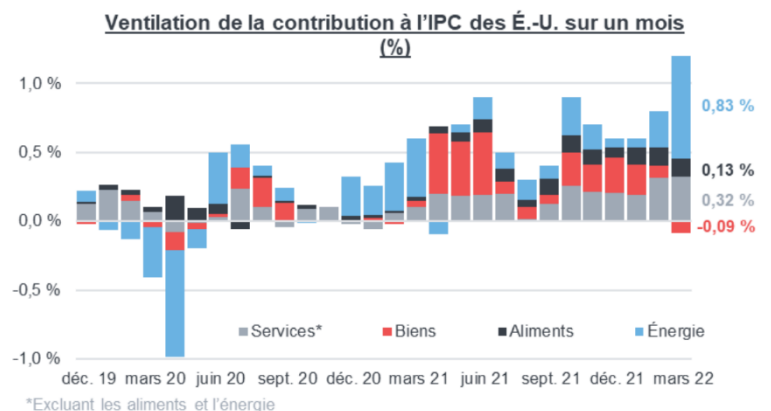
Le taux des obligations du Trésor américain protégées contre l'inflation à 10 ans (TIPS) est entré en territoire positif pour la première fois depuis le début de la pandémie il y a deux ans. Cette mesure est également connue sous le nom de rendement réel, puisqu'elle mesure le coût réel d'emprunt pour les sociétés compte non tenu de l'inflation attendue. Les actions de croissance sont particulièrement vulnérables à la hausse des taux réels puisque leurs valorisations élevées s'appuient sur un taux d'actualisation favorablement faible. Les négociateurs ayant rehaussé leurs prédictions de hausse « expéditive » des taux par la Réserve fédérale américaine (Fed) ont déclenché l'augmentation d'environ 1 % des taux réels en seulement six semaines, et le taux nominal des bons du Trésor américain à 10 ans s'approche maintenant de 3 %. La montée en flèche des taux réels est importante puisqu'elle menace de détrôner le principe « There Is No Alternative » (TINA) (« Il n'y a pas de solution de rechange »), un pilier essentiel de soutien pour les actifs risqués à la source des flux entrants robustes dans les actions. Lorsque les taux réels sont négatifs, les investisseurs évitent d'investir en trésorerie ou dans des obligations souveraines puisqu'ils fixeraient un rendement négatif après ajustement pour l'inflation. Comme nous l'avons constaté au cours de la dernière décennie, historiquement, de faibles taux réels ont obligé les investisseurs à s'aventurer plus profondément dans le spectre du risque, d'où le terme TINA. Selon le plus récent Sommaire des prévisions de la Fed, le Comité fixe le taux neutre pour les fonds fédéraux à environ 2,4 %. Les attentes actuelles du marché prévoyant près de dix hausses des taux laissent entendre que la Fed sera obligée à rehausser les taux d'intérêt d'environ 50 points de base au-delà du niveau neutre d'ici la fin de la présente année afin de contrôler l'inflation. À titre de rappel pour nos lecteurs, à l'heure actuelle, les taux d'intérêt se situent à seulement 0,25 % à 0,50 %! Nous croyons toujours que la Réserve fédérale américaine éprouvera des difficultés à atteindre ce niveau sans en quelque sorte intervenir dans le système financier, compte tenu de la pile de dettes aux échelons des consommateurs, des sociétés et des gouvernements. Rappelons-nous que pendant le cycle de hausse de 2015 à 2018, après avoir fixé les taux d'intérêt à environ 2,5 %, M. Powell a succombé aux pressions externes et a abaissé les taux d'intérêt dès le premier signe d'affaiblissement de l'économie. Nous devons admettre qu'aujourd'hui, la différence clé réside dans l'inflation. Toutefois, le rapport de mars sur l'IPC américain (voir le Graphique en tête d'affiche) nous rend plus optimistes quant au fait que l'inflation atteindra un pic au cours des quelques mois à venir. Cela devrait justifier du moins une pause pour la Fed au cours de la deuxième moitié de cette

année, offrant un peu de répit pour les investisseurs malmenés dans les titres à revenu fixe et de croissance.

La montée du dollar US intensifie les préoccupations en matière de croissance mondiale

Le dollar américain s'est raffermi de manière constante par rapport à toutes les principales devises depuis le début de mars, l'indice du dollar américain grimant à 8 % pour atteindre son niveau le plus élevé en 20 ans. L'explication évidente de cette robustesse est la hausse des taux obligataires américains dans la foulée de la quête de la Fed visant à contrôler l'inflation. Néanmoins, les politiques monétaires étrangères et les craintes à l'égard de la croissance ont également stimulé le changement à la hausse, tout en consolidant parallèlement le statut de valeur refuge du dollar. L'euro, le yen japonais et le yuan chinois se sont considérablement affaiblis par rapport au dollar. Ces trois devises ont un point en commun : leur banque centrale a un penchant accommodant. Cela renforce la divergence entre les rhétoriques mondiales sur la politique monétaire que l'on entend à l'heure actuelle. Les banques centrales qui maintiennent leur position conciliante verront probablement leur devise en payer le prix, alors que la Fed continuera de relever les taux d'intérêt. Si la robustesse du dollar se maintient, cela constituera un autre vent défavorable pour la croissance mondiale, particulièrement pour les économies de marchés émergents qui s'appuient souvent sur des titres de créance libellés en dollars. En effet, l'on pourrait supposer que la robustesse du dollar est exagérée. C'est peut-être le cas. Toutefois, l'on doit se rappeler que dans une négociation de devises, deux opérations ont lieu : vous achetez une devise tout en en vendant simultanément une autre. Même si l'on peut être pessimiste à l'égard du dollar, une alternative viable n'est actuellement pas disponible. Le yuan chinois est pénalisé par les problèmes économiques du pays, les perspectives pour l'euro continueront d'être freinées tant que la guerre en Ukraine persistera, et comme nous l'avons mentionné plus haut, la faiblesse du yen perdurera probablement à moins que la BdJ abandonne sa position accommodante. Cela laisse entendre une hausse de la vigueur du dollar à court terme.

Graphique en tête d'affiche : Attention aux effets de second ordre



L'inflation globale de l'IPC américain s'est établie à un taux effréné de 8,5 % sur 12 mois en mars, légèrement au-delà des attentes et en hausse par rapport à son rythme sur 12 mois de 7,9 %. Cette accélération témoigne des nombreux enjeux qui plombent toujours l'économie mondiale. Toutefois, un examen des données nous permet, ainsi qu'aux marchés, d'être un peu plus optimistes quant aux perspectives d'inflation (le S&P 500 était initialement en hausse d'environ 0,75 % après leur publication). Comme il est indiqué dans notre graphique, la plus grande part des gains mensuels ont été concentrés dans l'énergie (+11,0 % sur un mois), les prix de l'essence (+18,3 % sur un mois) comptant pour plus de la moitié de la progression mensuelle. L'inflation de base (qui exclut les aliments et l'énergie) a été moins élevée que prévu à seulement 0,3 % sur un mois, alors que l'inflation des biens a nettement reculé -0,1 % sur un mois). La donnée sur les biens liés à la pandémie ayant été à la base d'une tranche importante de l'augmentation de l'inflation annuelle semble s'atténuer. Par exemple, les prix des voitures et des camions d'occasion, dont la contribution est d'environ 1 % à l'inflation annualisée, ont reculé de manière marquée ce mois-ci (-3,8 % sur un mois). Si l'on ajoute à cela le recul des frais d'expédition, des éléments probants indiquant un apaisement des pressions exercées sur les chaînes d'approvisionnement et des indications laissant entendre une destruction de la demande en raison de la hausse des prix, les effets de premier ordre de la pandémie semblent s'estomper, et le sommet de l'inflation est peut-être chose du passé. Maintenant, les confinements en Chine, la guerre en Ukraine et les effets de second ordre liés à la réouverture de l'économie constituent les risques clés qui pourraient soutenir une inflation élevée. Les prix des services comptent pour plus de la moitié du panier de l'IPC et ont commencé à progresser, et une spirale des coûts des salaires constitue certainement une possibilité étant donné un marché de l'emploi serré, et le logement (+5,0 % sur 12 mois) demeure une préoccupation importante, puisqu'il compte pour près d'un tiers du panier de l'IPC. Si ces effets de second ordre sont maintenus sous contrôle, l'inflation pourrait se modérer et rehausser la possibilité que la Réserve fédérale américaine réussisse un atterrissage en douceur.