

Avril 2023

Les marchés marquent le pas face à la trajectoire incertaine de la croissance et de l'inflation

Peu d'indices laissent présager une récession imminente, mais on se demande encore si les banques centrales parviendront à opérer un atterrissage en douceur de l'économie, qui continue de croître, mais à un rythme anémique. La vigueur du marché du travail donne de fortes raisons d'espérer un atterrissage sans heurt. Cependant, l'inflation reste nettement supérieure à la cible, du fait de la hausse des salaires et des prix du logement. Les marchés obligataires indiquent encore beaucoup de turbulence à venir et refusent de croire que la Réserve fédérale américaine s'abstiendra d'abaisser ses taux cette année, comme le répète pourtant son président Jerome Powell; de leur côté, les marchés boursiers demeurent dans une fourchette de négociation étroite, en attendant que l'orientation de l'économie se précise.

En avril, les indices boursiers américains ont haussé : le S&P 500 a grimpé de 1,8 % pour une progression cumulative annuelle de 9,3 %, tandis que le Nasdaq a gagné 0,25 %. Les marchés boursiers se sont globalement inscrits en hausse en Europe, au Royaume-Uni, au Canada et au Japon, et en baisse en Chine et dans les marchés émergents.

Les marchés des titres à revenu fixe ont aussi clôturé le mois sur une note positive. Les taux de rendement à 10 ans américains et canadiens ont oscillé de plus de 30 pb pour terminer le mois en baisse d'environ 10 pb. L'indice des titres à revenu fixe mondiaux a rapporté 0,5 % et l'indice des titres à revenu fixe canadiens a gagné 1,0 %.

Une récession? Quelle récession?

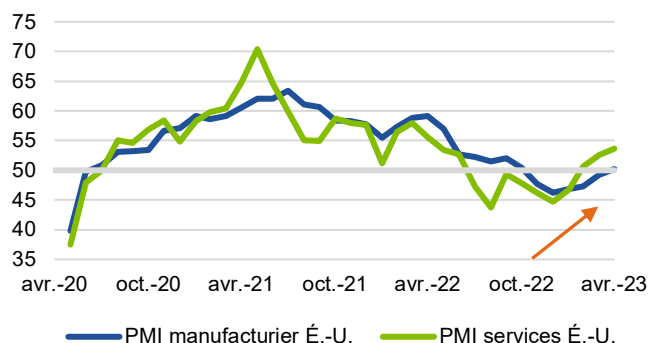
Depuis 2022, le risque de récession est au cœur des préoccupations des investisseurs, qui sont nombreux à croire que le resserrement vigoureux opéré par la Réserve fédérale depuis 12 mois entraînera probablement une récession ou un atterrissage brutal. Pourtant, la vigueur persistante des données économiques remet en cause ce scénario et rend beaucoup plus difficile d'entrevoir une récession dans un proche avenir.

L'économie américaine a continué de croître en 2023, d'après les dernières données de l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier qui montrent que les nouvelles commandes sont revenues en territoire expansionniste et que la production a connu son augmentation la plus rapide depuis mai 2022. D'un trimestre à l'autre, le PIB a progressé de 1,1 % aux États-Unis (moins que prévu toutefois) et de 1,8 % au Canada. Cette donnée positive a contribué à

stimuler la création d'emplois, laquelle s'est renforcée selon les données les plus récentes.

Aux États-Unis, le secteur des services a aussi connu sa plus forte expansion des 12 derniers mois grâce à une demande intérieure robuste. Bon pour l'emploi, ce dynamisme contribue toutefois au maintien de pressions inflationnistes élevées.

Indices PMI du secteur manufacturier et des services aux États-Unis

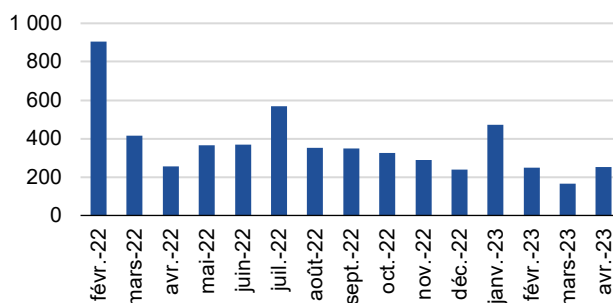


Source : Bloomberg.

Un marché du travail toujours vigoureux

Le marché du travail américain reste solide. En avril, un gain de 253 000 emplois a encore fait baisser le taux de chômage, qui est passé de 3,5 % au creux pluridécennal de 3,4 %. Les demandes d'assurance-chômage ont légèrement augmenté, passant de 229 000 à 242 000.

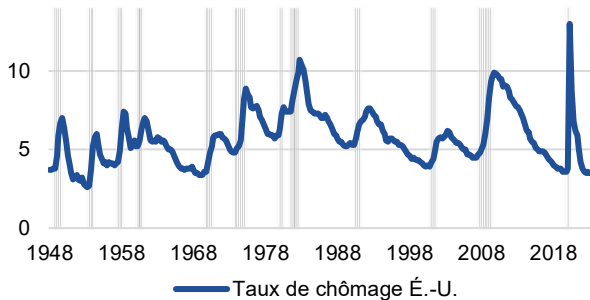
Variation de l'emploi non agricole américain, en glissement mensuel



Source : Bloomberg.

Historiquement, les périodes de faible chômage ont généralement été suivies d'une récession, et les récessions ont habituellement débuté au moment où le chômage commençait à monter. On peut se demander si ce scénario sera différent cette fois-ci.

Historique du taux de chômage et des récessions



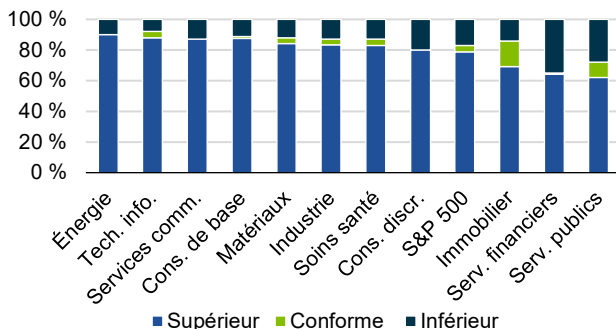
Source : Bloomberg.

Conclusion : Actuellement, les données n'indiquent pas l'existence ou l'imminence d'une récession. Cependant, nous prévoyons encore que le resserrement monétaire rigoureux des 12 derniers mois pèsera sur l'économie, réduira la demande des consommateurs et donnera lieu à des conditions de crédit plus restrictives entre la fin de 2023 et le début de 2024. Ceci pourrait avoir un impact significatif sur les marchés, même si l'économie ne chute pas à un niveau correspondant à la définition technique d'une récession.

Des bénéfices meilleurs que prévu

Les attentes à l'égard des bénéfices du premier trimestre de 2023 étaient plutôt faibles, au terme de nombreuses révisions à la baisse motivées par l'hypothèse d'un ralentissement de l'économie provoqué par la hausse des taux d'intérêt, la persistance de l'inflation et l'épuisement des consommateurs. Or, fin avril, alors que 53 % des sociétés du S&P 500 avaient déclaré leurs résultats, 78 % d'entre elles annonçaient un bénéfice supérieur aux attentes et 68 % signalaient des revenus plus élevés que prévu. La baisse réelle des bénéfices s'est établie à 3,3 %, contre un recul attendu de 6,7 %.

Surprises au niveau des bénéfices du S&P 500 par secteur



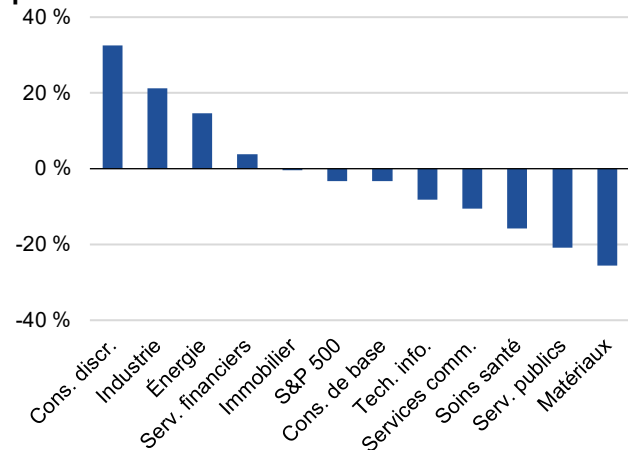
Source : FactSet.

Forte dispersion sectorielle de la croissance des bénéfices

Seuls quatre des 11 secteurs du S&P 500 ont vu leurs bénéfices augmenter durant le trimestre, à commencer par la consommation discrétionnaire avec une hausse de 32,6 % (chiffre biaisé par le rendement remarquable de sociétés comme Amazon qui a dépassé les attentes de 70 %). Les bénéfices ont augmenté de 21,2 % dans le secteur de l'industrie et de 14,6 % dans celui de l'énergie. À l'opposé, les bénéfices ont baissé de 25,7 % dans les matériaux, de 20,9 % dans les services publics et de 15,8 % dans les soins de santé.

Le secteur bancaire a aussi fait preuve de résilience au premier trimestre, malgré les craintes croissantes entourant la stabilité des dépôts. À l'exception de Goldman Sachs, les grandes banques américaines ont affiché un bénéfice solide. Les petites banques régionales ont continué de subir le contrecoup de l'effondrement de la Silicon Valley Bank et de la Signature Bank of New York. Les résultats de la First Republic Bank ayant révélé des sorties de fonds de plus de 100 milliards de dollars US, cette banque a été rachetée par la JPMorgan Chase Bank, dans le cadre d'une opération orchestrée par les autorités de réglementation américaines.

Croissance des bénéfices déclarés du S&P 500 par secteur



Source : Bloomberg.

Des indices plus concentrés que jamais

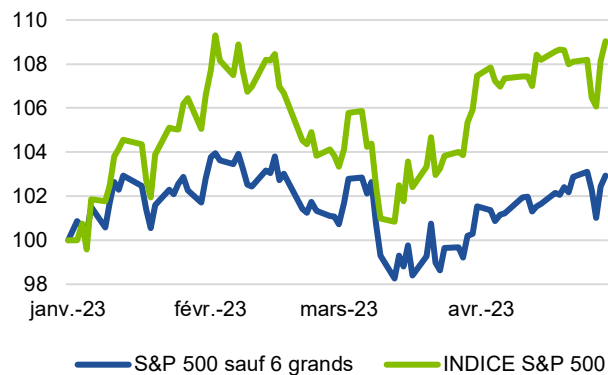
Au-delà des secteurs, la remontée du marché observée depuis le début de l'année a surtout été le fait d'une poignée de sociétés technologiques à très forte capitalisation, y compris Microsoft, Apple, Nvidia, Tesla, Meta, Amazon et Alphabet, qui ont toutes surclassé les prévisions au premier trimestre. Microsoft et Meta ont affiché le plus fort rendement selon le cours après la publication de leurs bénéfices. Nvidia a atteint un rendement impressionnant de 90 % durant le trimestre, suivie de près par Meta à 76 %.

Le cours d'Alphabet a peu bougé après l'annonce des résultats meilleurs que prévu, et celui d'Amazon a baissé le lendemain de la publication des bénéfices (malgré un gain substantiel mais bref après la clôture du marché) vu la mise en garde à propos des revenus d'AWS au deuxième trimestre.

En plus de dominer les rendements cumulatifs annuels en raison de leurs bénéfices robustes, les sociétés à très forte capitalisation ont une influence démesurée sur l'indice. Les sept plus grandes sociétés de cette catégorie représentent 22 % de la capitalisation du S&P 500 et 47 % de celle du Nasdaq, et elles ont produit 82 % des gains du S&P 500 depuis le début de l'année. Rappelons que les 10 principaux titres du S&P 500 constituent désormais 26,6 % de la capitalisation de l'indice. Apple, la plus grande société du S&P 500, a une capitalisation boursière de 3 600 milliards de dollars CA, soit plus que la capitalisation totale de l'indice composé S&P/TSX canadien.

Ces sociétés très fortement capitalisées continuent d'asseoir leur domination sur l'indice S&P 500 pondéré selon la capitalisation, d'où un risque accru de concentration. On s'inquiète aussi de leur valorisation élevée, au moment où certains titres continuent de grimper malgré une diminution des revenus et des attentes de croissance.

Rendement cumulatif annuel des cours du S&P 500 avec et sans les six sociétés les plus fortement capitalisées



Source : Bloomberg.

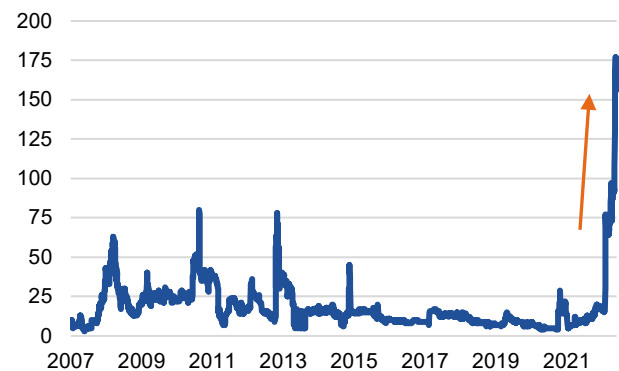
Conclusion : Les indices boursiers risquent de fausser le portrait de la santé du marché. Dans le cas du S&P 500, les 495 titres autres que les plus fortement capitalisés affichent des perspectives de croissance et un rendement des cours bien inférieurs à l'ensemble de l'indice pour le trimestre.

Impasse dans le débat sur le plafond de la dette américaine

Aux États-Unis, une entente bipartite pour relever le plafond de la dette moyennant de modestes

compressions budgétaires demeure le scénario le plus probable. Cependant, les recettes fiscales décevantes d'avril ont raccourci l'échéance du relèvement du plafond, et la « date fatidique » pourrait survenir dès le début de juin. Le coût de l'assurance contre un défaut sur la dette publique américaine a dépassé ses sommets de 2011, 2013 et 2008. De même, la recherche d'une valeur refuge a fait bondir le prix de l'or au-dessus de 2 000 \$. D'après Moody's, même un bref défaut pourrait réduire le PIB réel de 0,6 %, entraîner la perte de près de deux millions d'emplois et faire monter le chômage à 5 % aux États-Unis. De plus, une dégradation de la fiabilité et de la liquidité du marché des valeurs du Trésor risquerait de hausser les coûts d'emprunt du gouvernement fédéral américain de 750 milliards de dollars durant la prochaine décennie.

Swaps sur défaillance sur un an aux États-Unis



Source : Bloomberg.

Conclusion : Nous pensons que le Congrès américain parviendra à une entente avant l'échéance de relèvement du plafond de la dette. Un défaut sur la dette publique est donc peu probable. Cependant, s'il devait survenir, un tel événement provoquerait une onde de choc sur les marchés et risquerait de faire plonger les actions et les obligations. Cela justifie d'autant plus de donner aux portefeuilles un positionnement défensif comprenant des positions tactiques à court terme dans les liquidités.

Perspectives des catégories d'actif

Actions dans l'ensemble – d'une position neutre à une position sous-pondérée : La baisse des revenus et le risque élevé de récession ne sont pas reflétés dans les valorisations actuelles, qui sont donc vulnérables à une correction.

Actions canadiennes – position neutre : Valorisations attrayantes contrebalancées par une croissance moindre. L'économie souffre d'une plus grande sensibilité aux taux d'intérêt et le marché est concentré dans les secteurs des services financiers et de l'énergie.

Actions américaines – position neutre : Ces titres demeureront dans une fourchette de négociation étroite, tiraillés entre des données économiques robustes, une détérioration des perspectives et une inflation tenace.

Actions internationales – position neutre : Les valorisations sont raisonnables après un rebond marqué depuis octobre. Cependant, l'inflation n'est toujours pas maîtrisée et un surcroît de resserrement sera nécessaire.

Actions des marchés émergents – position neutre : La reprise consécutive à la réouverture de la Chine s'essouffle et ne stimule pas autant que prévu l'économie et les marchés boursiers.

Titres à revenu fixe dans l'ensemble – position sous-pondérée : Les taux d'intérêt ne reflètent pas le risque qu'une inflation tenace oblige les banques centrales à maintenir leurs taux élevés plus longtemps que prévu. Les taux obligataires pouvant devoir monter d'ici peu, il est opportun de rechercher la sécurité des liquidités à court terme.

Obligations d'État – position surpondérée : Surpondérer les obligations d'État de meilleure qualité au détriment des obligations à rendement élevé dans une perspective défensive. Cependant, le redressement récent des prix obligataires est peut-être allé trop loin et les taux obligataires pourraient monter d'ici peu.

Obligations de sociétés de catégorie investissement – position neutre : Taux attrayants alors que les écarts devraient demeurer stables.

Obligations à rendement élevé – position sous-pondérée : Favoriser les obligations d'État à titre de couverture contre le risque.

Liquidités : Offrent un rendement attrayant en attendant que la situation se précise.

Synthèse des perspectives de répartition de l'actif

	Négatives	Neutres	Positives	
Actions				
Actions dans l'ensemble				
Actions canadiennes				
Actions américaines				
Actions internationales				
Actions des marchés émergents				
Titres à revenu fixe				
Titres à revenu fixe dans l'ensemble				
Obligations d'État				
Obligations de sociétés de catégorie investissement				
Obligations de sociétés à rend. élevé américaines				
Liquidités				

■ Ce mois-ci

■ Le mois dernier

Ce tableau illustre les perspectives à court terme de l'équipe de répartition de l'actif de NEI concernant plusieurs catégories d'actions et de titres à revenu fixe, au 19 avril 2023. La présence d'une case bleue et l'absence d'une case verte sur la ligne d'une catégorie d'actif signifient que les perspectives concernant celle-ci n'ont pas changé depuis le mois précédent.

Rendement des marchés

Taux de rendement en dollars canadiens (en %)

	1 mois	3 mois	6 mois	CA	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Titres à revenu fixe								
Indice global des oblig. can. Bloomberg RG (\$ US)	0,97	1,12	5,32	4,07	2,54	-2,56	1,27	1,84
Indice global des oblig. mond. Bloomberg RG (couvert en \$ CA)	0,47	0,96	4,53	3,24	-1,19	-2,69	0,73	1,79
Indice des oblig. amér. à rend. élevé plaf. à 2 % par émetteur Bloomberg RG (couvert en \$ CA)	0,96	0,64	5,92	4,41	0,49	4,24	2,47	3,61
Actions								
MSCI Monde tous pays (\$ US)	1,66	3,24	12,04	8,96	8,31	11,16	8,24	11,18
MSCI Monde Croissance RN (\$ US)	1,97	4,06	11,62	9,73	9,50	12,21	9,36	12,00
MSCI Monde valeur RN (en \$ US)	2,13	-0,12	6,96	2,95	8,08	12,52	6,30	9,56
MSCI Canada RN (\$ CA)	3,20	0,16	7,69	7,52	2,46	14,20	7,88	7,66
MSCI É.-U. RN (\$ US)	1,46	3,92	7,38	9,04	7,63	12,77	11,96	14,83
MSCI EAEO RN (\$ US)	3,05	4,87	23,48	11,64	15,06	10,80	4,81	7,94
MSCI Europe RN (\$ US)	4,38	7,70	27,51	15,27	18,89	13,45	5,82	8,53
MSCI Japon RN (\$ US)	0,58	1,99	16,53	6,68	10,69	4,82	2,36	7,35
MSCI Pacifique hors Japon RN (\$ US)	0,40	-4,23	17,19	2,45	4,63	9,03	3,97	6,06
MSCI Marchés émergents RN (\$ US)	-0,92	-3,18	15,70	2,88	-0,79	3,50	0,08	4,89
Devises								
Dollar US	0,22	1,64	-0,57	0,10	6,12	-0,79	1,13	3,03
Euro	1,84	3,32	11,07	3,55	11,06	-0,53	-0,67	1,22
Livre sterling	1,88	3,77	8,55	4,59	6,24	-0,91	-0,70	0,86
Yen	-2,05	-2,92	8,54	-3,00	0,97	-8,47	-3,19	-0,36

Source : Données de Morningstar au 30 avril 2023.

Ce contenu est fourni uniquement à titre informatif et éducatif. Il ne constitue pas des conseils particuliers portant notamment sur des questions financières, fiscales, de placement ou des questions semblables. Les points de vue exprimés dans le présent document peuvent faire l'objet de changements sans préavis au gré de l'évolution des marchés au fil du temps. L'information contenue aux présentes est considérée comme fiable, mais NEI ne garantit ni son exhaustivité ni son exactitude. Les opinions exprimées concernant un titre, un secteur ou un marché en particulier ne doivent pas être interprétées comme une intention de réaliser des opérations sur un fonds géré par Placements NEI. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas les rendements futurs, et les risques et incertitudes font souvent en sorte que les résultats réels diffèrent sensiblement de ceux qui figurent dans les informations prospectives ou les prévisions. N'accordez pas une confiance excessive aux informations prospectives.

Les placements dans les fonds communs de placement peuvent être assortis de commissions, de commissions de suivi, de frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et les rendements passés peuvent ne pas se reproduire.

Les renseignements de MSCI sont réservés à un usage interne, et ne doivent donc pas être copiés ou distribués sous quelque forme que ce soit, ni être utilisés en tant que base ou élément d'instruments ou de produits financiers ou d'indices. Aucun des renseignements de MSCI ne doit être considéré comme un conseil en placement ou une recommandation de prendre (ou de s'abstenir de prendre) des décisions de placement et on ne devrait pas s'y fier à cette fin. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de prévisions, de prédictions ou d'analyses de rendement futures. Les renseignements de MSCI sont fournis tels quels et leur utilisateur assume tous les risques découlant de l'utilisation qui en est faite. MSCI, chacune de ses sociétés affiliées et chaque personne qui s'occupe de la collecte, du calcul ou de la création des renseignements de MSCI ou qui y participe (collectivement, les « parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans s'y limiter toute garantie d'originalité, d'exactitude, d'intégralité, d'opportunité, d'absence de contrefaçon, de qualité marchande ou d'adaptation à un usage particulier) à l'égard des renseignements. Sans restreindre ce qui précède, aucune des parties MSCI ne sera tenue responsable de tout dommage direct, indirect, particulier, punitif, consécutif ou autre (y compris la perte de bénéfices).

Patrimoine Aviso inc. (« Aviso ») est une filiale en propriété exclusive de Patrimoine Aviso S.E.C., détenue à 50 % par Desjardins Holding financier inc. et à 50 % par une société en commandite qui appartient aux cinq centrales de caisse de crédit provinciales et au Groupe CUMIS limitée. Les entités suivantes sont des filiales d'Aviso : Valeurs mobilières Credential Qtrade inc. (y compris Valeurs mobilières Credential, Qtrade Investissement direct, Conseiller Qtrade, Portefeuilles accompagnés Qtrade et Services des correspondants d'Aviso), Gestion d'actif Credential inc., Services d'assurance Credential inc., Stratégies financières Credential inc. et Placements NordOuest & Éthiques S.E.C.