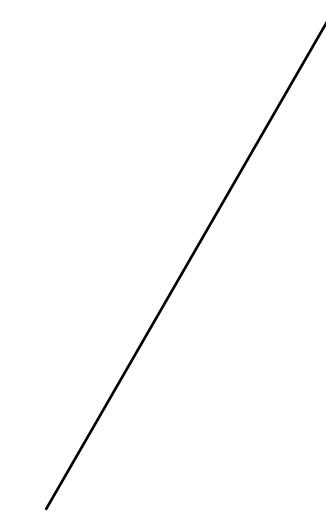




3

2022

PERSPECTIVES
DES MARCHÉS
MONDIAUX



LA CRAINTE
DU CONNU



Investissements
Russell

SAISIR LE POSS/BLE

russellinvestments.com/ca/fr



La crainte du connu

Les craintes de récession et le resserrement des banques centrales alimentent la volatilité des marchés. Les marchés boursiers sont survendus et l'inflation de base aux États-Unis a probablement atteint un sommet. Cela devrait aider les marchés à se stabiliser et éventuellement à se redresser au cours du second semestre 2022.



Le rythme et l'ampleur du resserrement de la Réserve fédérale (Fed) crée le risque d'une récession d'ici le second semestre de 2023.

Andrew Pease, Responsable mondial de la stratégie d'investissement



Introduction

Le premier semestre de l'année a été difficile avec l'indice MSCI All Country World en baisse de 21,7 % et l'indice de référence Bloomberg Global Treasury perdant environ 9 % au 17 juin. Les marchés ont dû faire face à une longue liste de préoccupations. Il s'agit notamment de nouveaux confinements COVID-19 et d'un ralentissement économique en Chine, de la guerre russo-ukrainienne, de la flambée de l'inflation et du resserrement de la banque centrale.

Ces questions sont au moins bien comprises maintenant par les marchés. Au début de l'année, l'ampleur de la poussée de l'inflation et l'agressivité des banques centrales n'étaient pas claires. On ne s'attendait guère à ce que la Russie lance une invasion à grande échelle de l'Ukraine. La guerre est maintenant arrivée, l'inflation de base semble atteindre un pic aux États-Unis et les marchés anticipent des trajectoires de resserrement relativement agressives pour la plupart des banques centrales.

Notre indice composite du sentiment, qui mesure le sentiment des investisseurs pour l'indice S&P 500® au moyen d'une gamme d'indicateurs techniques, de positionnement et d'enquête, se lit comme profondément survendu. Cela rassure dans une certaine mesure sur le fait que les marchés ont tenu compte des mauvaises nouvelles jusqu'à présent et pourraient se redresser si l'inflation et la croissance s'avèrent meilleures que ce que l'on craint actuellement.

Bien sûr, il est possible que les investisseurs paniquent et atteignent un point de capitulation où ils vendent tout. Nous l'avons vu en mars 2020 lors du dégagement associé à la COVID-19. La leçon à tirer des précédentes corrections du marché est toutefois que les périodes de panique peuvent offrir les meilleures opportunités aux investisseurs à plus long terme.

La principale incertitude concerne les perspectives de l'économie américaine. Le rythme et l'ampleur du resserrement de la Réserve fédérale (Fed) crée le risque d'une récession d'ici le second semestre de 2023. Une profonde récession pourrait déclencher un marché baissier plus important. Nous pensons qu'un ralentissement ou une légère récession sont les deux résultats les plus probables. Les bilans des ménages et des entreprises aux États-Unis sont en bon état et devraient les protéger contre un ralentissement plus sévère.

Le risque à la hausse pour l'économie et les marchés américains vient de la possibilité que l'inflation de base aux États-Unis ait atteint un sommet. Ceci, combiné à un certain assouplissement du marché de l'emploi, pourrait permettre à la Fed de devenir moins agressive au second semestre.

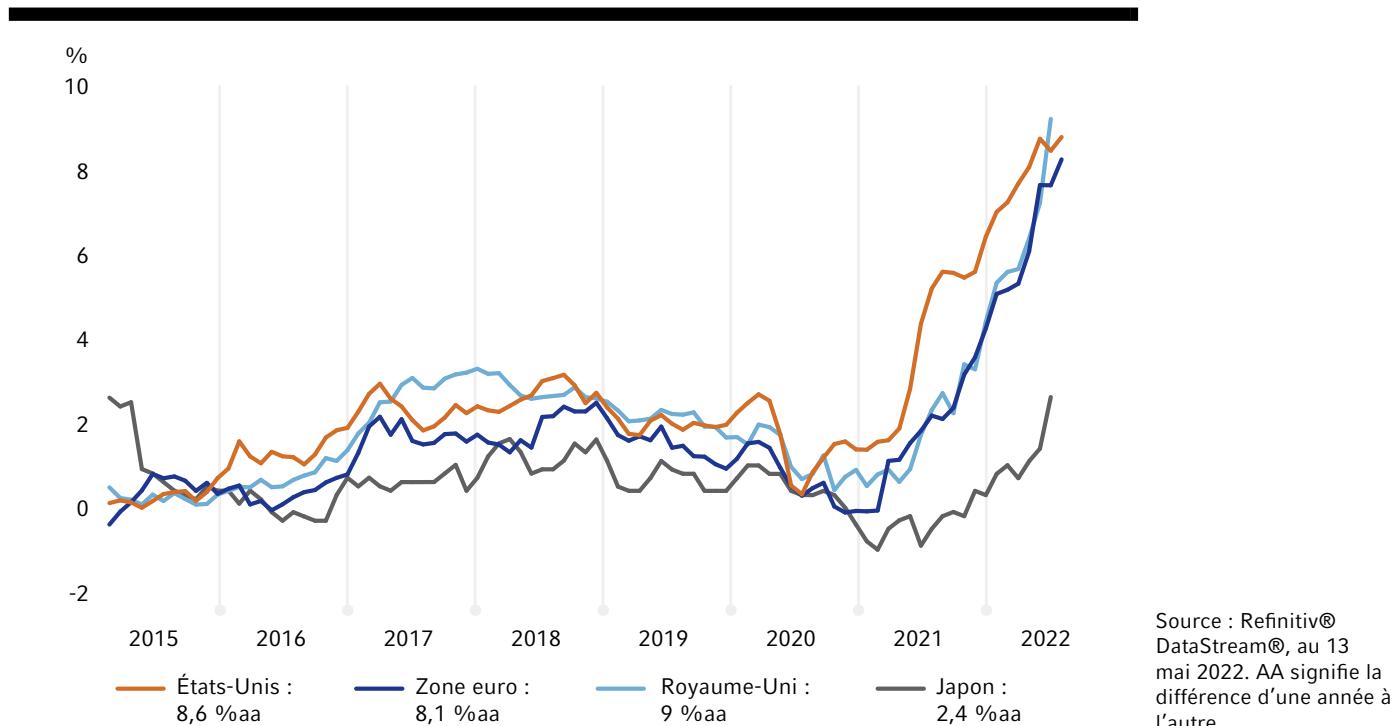
En fin de compte, les investisseurs s'inquiètent de la hausse de l'inflation, du ralentissement de la croissance et de la possibilité qu'une Fed agressive provoque une grave récession. Nous pensons que l'inflation de base aux États-Unis pourrait baisser sur le reste de l'année, mais la question clé est de savoir dans quelle mesure. Une baisse soutenue apaiserait les craintes d'un resserrement excessif de la Fed et d'une profonde récession. Jusqu'à ce que cela devienne apparent, cependant, les marchés resteront probablement volatils.

Vers un pic d'inflation

L'inflation a bondi en 2021 alors que la demande de biens et de services a repris lorsque les fermetures pandémiques ont été assouplies, mais l'offre a été limitée par des goulots d'étranglement et le lent retour des travailleurs pour occuper les postes vacants.

Cette année, la flambée des prix de l'énergie due à la guerre russo-ukrainienne et les nouvelles perturbations de la chaîne d'approvisionnement dues aux confinements très strictes en Chine pour contrer la COVID-19 ont poussé l'inflation encore plus haut. Aux États-Unis, la vigueur du marché du travail a fait grimper les salaires, créant davantage de pressions inflationnistes.

Taux d'inflation mondiaux



L'inflation globale pourrait encore augmenter si les sanctions internationales sur les exportations russes de pétrole entraînent une augmentation supplémentaire des prix de l'énergie. Toutefois, l'inflation de base, qui exclut les coûts des aliments et de l'énergie, a peut-être déjà atteint un sommet aux États-Unis.

Le graphique ci-dessous montre les contributions à l'inflation de base annuelle aux États-Unis. Les prix des biens durables, tels que les automobiles, les appareils électroménagers et les ordinateurs, ont été la principale cause de la hausse de l'inflation de base. La demande pour ces biens a augmenté pendant la pandémie tandis que les blocages de la chaîne d'approvisionnement ont limité l'offre. Les prix des biens durables avaient tendance à baisser avant la pandémie

et cela devrait reprendre à mesure que les chaînes d'approvisionnement se normalisent et que la demande passe des biens aux services. La baisse des prix des biens devrait compenser la hausse des prix des services et placer l'inflation de base sur une tendance baissière.

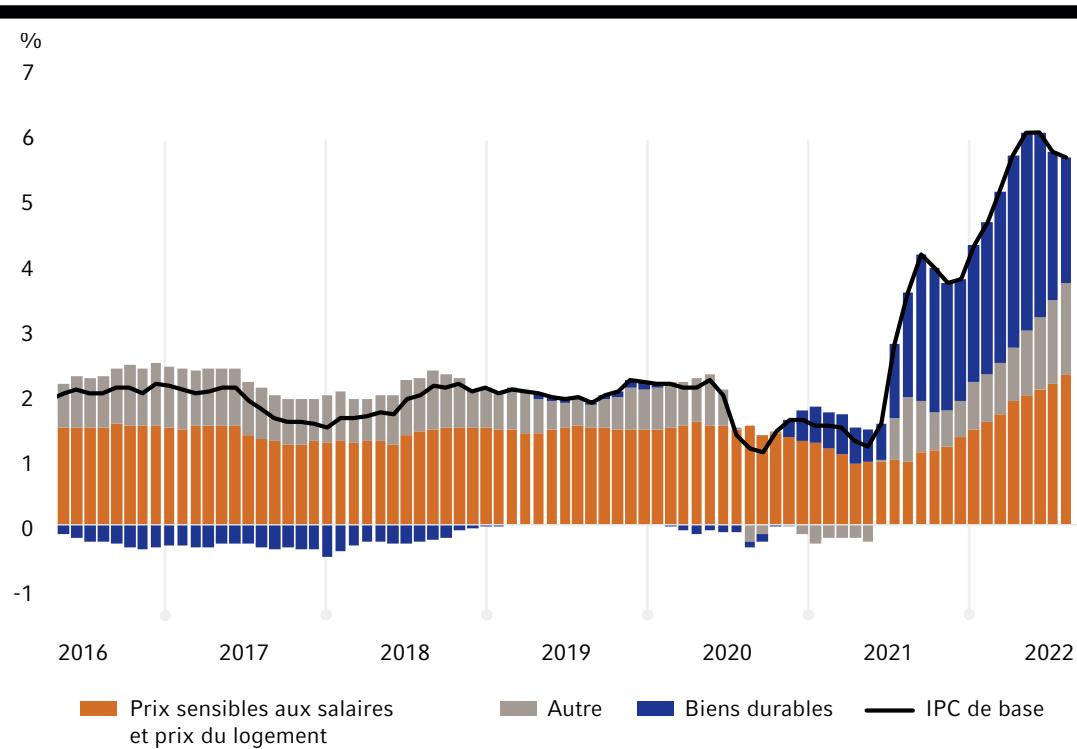
Le problème pour la Fed, cependant, est que l'inflation a tendance à être persistante¹ dans les secteurs des services sensibles aux salaires et pour le logement. L'inflation de base devrait baisser, mais potentiellement pas suffisamment pour empêcher la Fed de poursuivre son resserrement agressif. La trajectoire des prix des services dépendra largement du ralentissement du marché de l'emploi et de l'atténuation des pressions salariales.

¹ L'inflation constante est une situation économique indésirable où il y a une combinaison d'une inflation obstinément élevée (et souvent d'une croissance stagnante). Une inflation constante est souvent associée à des facteurs de poussée des coûts, qui entraînent une hausse du taux d'inflation mais entraînent également une baisse des dépenses et de la croissance économique.

Un certain refroidissement du marché du travail semble probable. Des salaires élevés devraient encourager les travailleurs à réintégrer le marché de l'emploi, en particulier les travailleurs les moins bien rémunérés qui ont été les plus réticents à y revenir et qui ont obtenu les gains salariaux les

plus importants. Le passage de la Fed à des taux d'intérêt plus élevés devrait également ralentir la demande globale et le marché de l'emploi. La capacité de la Fed à réussir cet exercice d'équilibre sera l'un des principaux points de mire des prochains mois.

Contribution à l'inflation de base de l'IPC



Source : Refinitiv® DataStream®, au 15 mai 2022. L'IPC est l'indice des prix à la consommation.

Le graphique montre la variation en % d'une année à l'autre.

La baisse des prix des biens devrait compenser la hausse des prix des services et placer l'inflation de base sur une tendance baissière.

Andrew Pease

Faible, plus faible ou plus élevé?

Le rythme et l'ampleur du resserrement de la Fed signifient qu'une récession aux États-Unis d'ici le second semestre de l'année prochaine ne peut être exclue. Le marché des titres à revenu fixe s'attend à ce que le taux des fonds fédéraux atteigne 3,75 % d'ici le milieu de 2023, ce qui en ferait l'un des épisodes de resserrement les plus rapides.

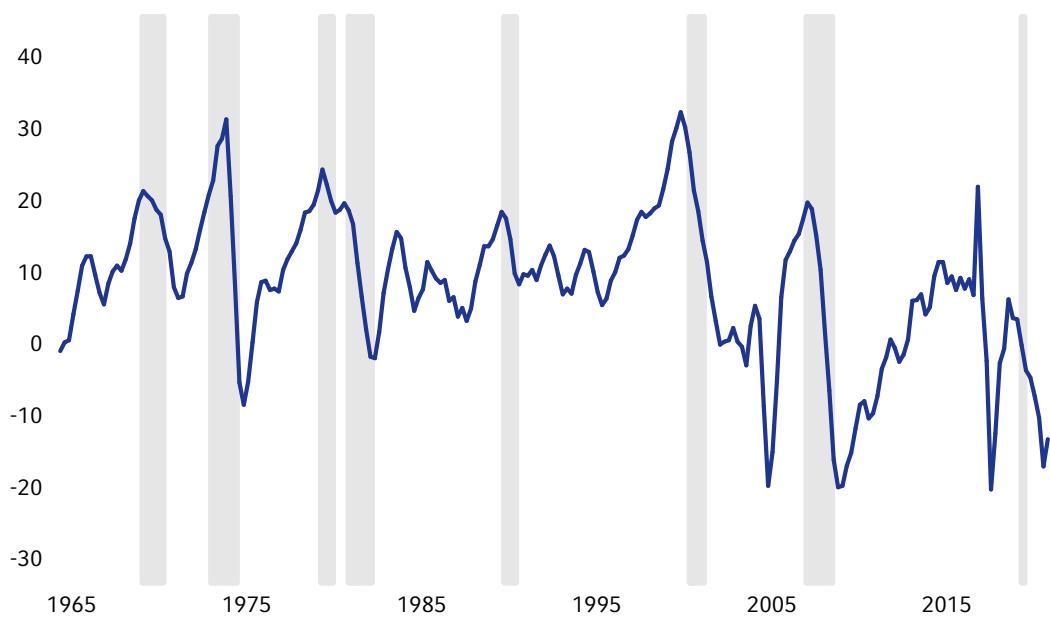
Le président de la Fed, Jerome Powell, a récemment fait valoir que la Fed avait un bilan raisonnablement bon en matière d'atterrissements en douceur où la récession serait évitée, ou d'atterrissements en douceur là où le ralentissement était léger et court. Bien sûr, la Fed visera toujours un atterrissage en douceur lors du resserrement de sa politique. La Fed pourrait cependant avoir une chance d'éviter une récession majeure cette fois étant donné l'absence de déséquilibres significatifs dans les secteurs des entreprises et des ménages.

Les finances des ménages sont en bonne santé. La dette des ménages par rapport au produit intérieur brut (PIB) aux États-Unis est la plus faible depuis 20 ans et les ménages sont toujours assis sur plus de 2 billions de dollars d'épargne excédentaire accumulée pendant la pandémie.

Les finances des entreprises sont également saines. Le graphique ci-dessous montre le déficit de financement des entreprises, extrait de la base de données des comptes financiers de la Fed. Le déficit de financement est la différence entre les fonds internes (principalement les profits non distribués) et les dépenses d'investissement en capital. Une lecture positive signifie que le secteur des entreprises a besoin de fonds externes, tels que la dette et de nouvelles actions, pour financer les dépenses en capital (capex). Chaque récession des 50 dernières années a été précédée d'un important déficit de financement positif où le secteur des entreprises s'est surdéveloppé et a été contraint de réduire de manière agressive pendant la récession. Cette fois, le déficit de financement est profondément négatif, ce qui indique que le secteur des entreprises accumule des réserves, même après avoir payé les dépenses d'investissement.

Déficit de financement des entreprises américaines

% des dépenses en capital (moyenne sur trois trimestres)



Déficit de financement = dépenses en capital moins fonds internes.

Source : Réserve fédérale américaine : Les barres grises indiquent les récessions.

Le déficit de financement n'empêchera pas nécessairement une récession si la Fed agit de manière agressive. Il plaide cependant contre une récession profonde et prolongée.

La Fed pourrait cependant avoir une chance d'éviter une récession majeure cette fois étant donné l'absence de déséquilibres significatifs dans les secteurs des entreprises et des ménage.

Andrew Pease

Perspectives du marché canadien

L'économie canadienne profite des prix élevés des marchandises et de l'investissement résidentiel. Bien que la vigueur des marchandises puisse continuer de soutenir les conditions économiques globales, la hausse des taux d'intérêt a un impact négatif sur le marché de l'habitation. Un soulagement n'est pas attendu de sitôt puisque la banque centrale du pays devrait relever ses taux jusqu'à ce que l'inflation approche d'un niveau plus tolérable, ce qui exercera une pression sur les conditions de logement et les perspectives économiques. Les obligations devraient en profiter, car les risques de récession commencent à l'emporter sur l'inflation. Bien que les actions puissent rester sous pression à la vente en raison des risques de récession croissants, les perspectives pour les marchandises nous poussent à continuer de préférer les actions canadiennes par rapport aux actions américaines.

Sommet de l'immobilier

L'économie canadienne devrait dépasser celle des États-Unis cette année, peut-être de loin. Les prévisions consensuelles de l'industrie pour la croissance du produit intérieur brut (PIB) canadien se situent autour de 3,5 % à 4,0 %, tandis que la Réserve fédérale (Fed) prévoit une croissance de l'économie américaine de 1,7 % en 2022. La hausse du prix du pétrole brut et la vigueur générale d'autres marchandises essentielles à l'économie canadienne, comme la potasse et le blé, ont stimulé les perspectives économiques. Ce qui est déroutant, cependant, c'est le dollar canadien. Il s'est négocié dans une fourchette d'environ 0,78-0,80 \$ CAD/USD au cours de l'année écoulée, malgré des conditions économiques et politiques qui suggéreraient un renforcement. Les marchés des devises voient-ils des problèmes sous la surface?

Nous croyons que le marché canadien de l'habitation est le talon d'Achille de l'économie. Bien que nos préoccupations aient été prématurées à divers moments au fil des ans, cela est peut-être en train de changer. La vigueur du marché canadien de l'habitation a perduré malgré les valorisations excessives et l'endettement toujours plus grand des ménages en raison des taux d'intérêt toujours bas. Ce n'est plus le cas. La Banque du Canada (BdC) est devenue belliciste avant la Fed. Elle a mis fin à l'assouplissement quantitatif, a commencé le resserrement quantitatif et a lancé des hausses de taux avant son homologue américain. Cela a contribué à une forte hausse des rendements,

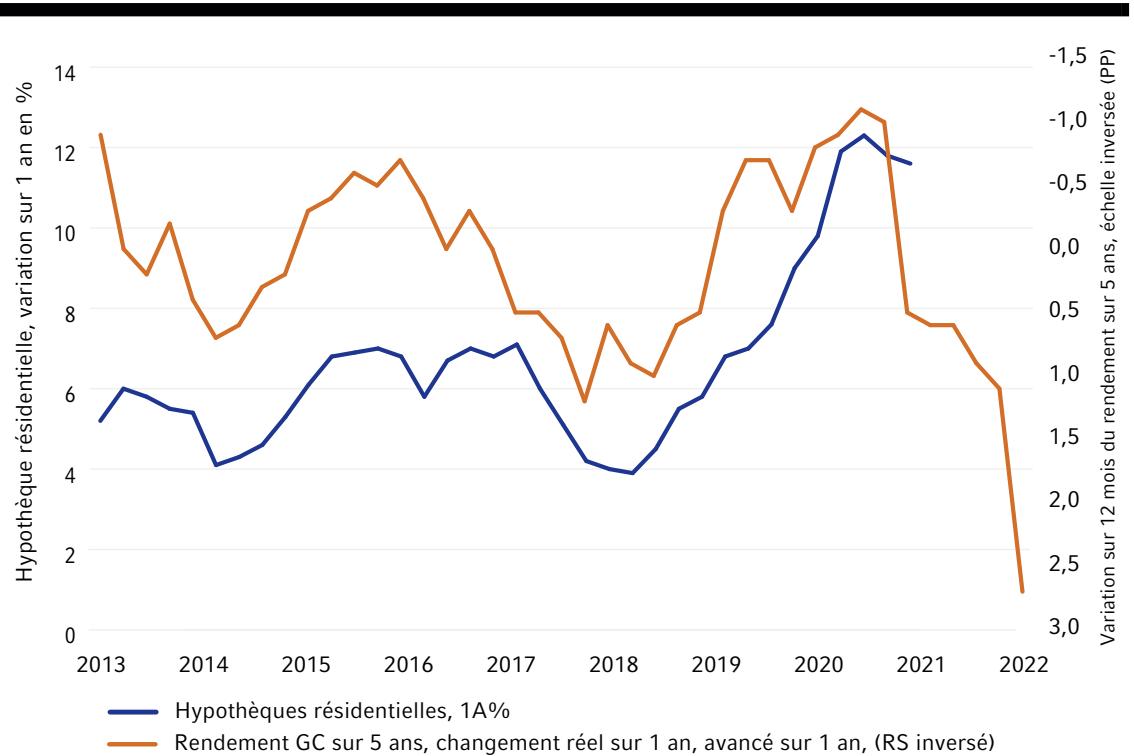
en particulier dans le segment 5-10 ans de la courbe des rendements. Le rendement de référence du Canada sur cinq ans a augmenté de plus de 250 points de base (pb) au cours de la dernière année, la plus forte variation annuelle depuis le milieu des années 1990. Comme le montre le graphique 1, les variations de rendement (axe inversé pour établir la relation) sont en tête de la variation des prêts hypothécaires résidentiels d'environ un an. Cette relation indique une correction du logement à venir.

Qu'est-ce que cela signifie pour l'économie? L'expérience américaine nous a appris que l'éclatement d'une bulle immobilière peut être extrêmement douloureux pour l'économie nationale et incite à la vigilance. Cependant, l'inflation est trop élevée pour que la Banque du Canada relâche son agressivité, ce qui, à son tour, devrait exercer une pression sur l'immobilier. Néanmoins, si les assises du marché de l'habitation montrent de formidables fissures qui compromettent la structure économique, nous croyons que la BdC sera forcée de changer sa position. Notre préoccupation est que de tels dommages d'abord mineurs et gérables deviennent une préoccupation fondamentale. Sur la base des récents commentaires du gouverneur de la BdC, Tiff Macklem, la banque centrale semble déterminée à relever son taux cible vers 3 %, la limite supérieure de sa fourchette neutre, voire plus, pour faire baisser la demande et paralyser l'inflation. Ceci, bien sûr, augmente la probabilité que les fissures se transforment en lignes de faille.

Malgré nos inquiétudes, nous prenons la BdC au mot et nous nous attendons à ce que le taux directeur se dirige vers 3 %, et une hausse des taux de 75 points de base semble une quasi-certitude lors de la prochaine réunion politique. À mesure que le taux directeur passe rapidement en territoire restrictif, les risques de baisse pour l'économie dus à l'endettement des ménages augmentent. Quoi qu'il en soit, comme le montre le graphique 2, les Canadiens sont douloureusement plus endettés que leurs homologues américains. Par exemple, le ratio de la dette au revenu disponible se situe au 100e centile — un record au Canada, alors qu'il est seulement au 18e centile aux États-Unis. C'est une histoire directionnelle similaire pour le ratio de la dette au PIB. Mais les Canadiens n'ont pas encore ressenti la douleur en raison du faible coût du service de la dette, qui les a encouragés à s'endetter davantage. Le ratio du service de la dette se situe à peu près autour de la moyenne à long terme dans le 55e centile, mais même cela est nettement plus exigeant que pour les ménages américains. Avec la hausse des taux, les frais de service de la dette augmenteront progressivement et exerceront une pression sur les finances des ménages déjà tendues. Par conséquent, nous croyons que la Fed a plus de capacité de resserrement que la BdC.

Du point de vue de l'allocation d'actifs, nous pensons que les obligations reprendront finalement leur rôle de lest dans le portefeuille à mesure que les risques de récession seront davantage ancrés dans la psyché du marché. Avec un rendement des obligations canadiennes à 10 ans d'environ 3,5 % au 21 juin 2022, non seulement il s'agit d'un rendement plus attrayant, mais le potentiel de rendement total est amélioré dans un environnement de récession sans risque.

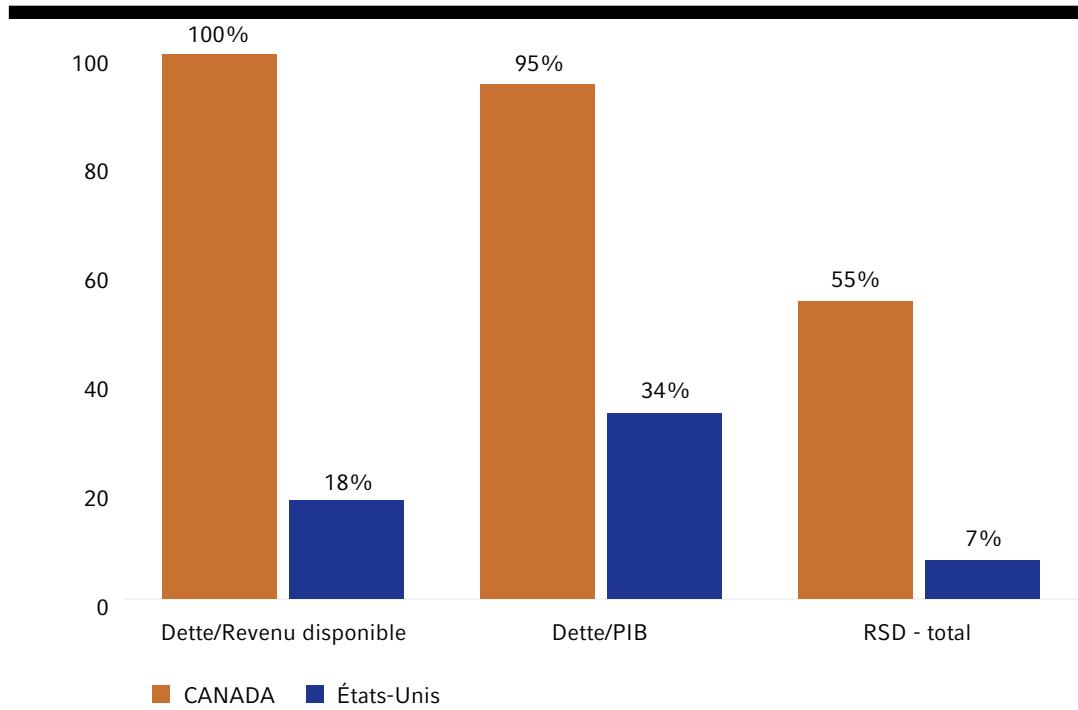
Graphique 1: Variation des rendements c. variation de la croissance des prêts hypothécaires résidentiels



Source : Refinitiv®
DataStream®,
Investissements Russell. Au
7 juin 2022.

GC=Gouvernement du
Canada

Graphique 2: Classement percentile des statistiques sur le logement : Canada c. États-Unis



Source : Refinitiv®
DataStream®,
Investissements Russell.
Données du Canada du T1
1990 au T1 2022, Données
américaines du premier
trimestre 2005 au quatrième
trimestre 2021.

PIB = produit intérieur brut;
RSD = ratio du service de
la dette

Perspectives des actions canadiennes : Rattraper le Sud

L'écart de rendement entre les actions américaines et canadiennes qui favorisait fortement les États-Unis se rétrécit rapidement. Par exemple, en dollars canadiens, le rendement annualisé sur trois ans des actions canadiennes est de 8,1 %, similaire à celle des actions américaines à 8,8 % au 20 juin 2022. L'écart de rendement annualisé en faveur des États-Unis était de plus de 7 points de pourcentage au fin 2021. Malgré ce rattrapage, les actions canadiennes se négocient à escompte par rapport aux actions américaines. Par exemple, le graphique 3 montre que les actions canadiennes se négocient avec une décote d'environ 35 % sur une base de valorisation cours/valeur comptable. Nous croyons que les actions canadiennes continueront de surperformer en raison des tendances favorables pour les marchandises. Le plus grand risque pourrait être une perspective de logement plus vacillante qui se répercute sur l'ensemble de l'économie et les marchés financiers du pays. Pour une évaluation plus complète, nous nous penchons sur les composantes de base de notre processus décisionnel en matière d'investissement que sont le cycle, la valorisation et le sentiment :

Cycle: La BdC discute ouvertement de la hausse des taux à des niveaux restrictifs, ce qui signifie que les risques augmenteront au cours des 12 prochains mois, malgré une croissance supérieure à la tendance prévue en 2022. L'habitation est le secteur le plus à risque

quant aux perspectives, et des signes inquiétants apparaissent, comme nous l'avons vu ci-dessus; par conséquent, nous évaluons le cycle légèrement négatif sur un horizon de 12 mois.

Valeur: Bien que le ratio cours/bénéfices ne soit pas menaçant d'un point de vue historique, les marges de profit sont proches des sommets du cycle à environ 13,6 % et au-dessus de la moyenne à long terme de 10,8 %. Maintenir des marges de profit élevées avec la hausse des coûts des intrants sera un défi; par conséquent, nous évaluons la valeur comme légèrement négative dans l'ensemble.

Sentiment: L'indice composé S&P/TSX a reculé d'environ 13 % par rapport à son sommet de la fin mars, ce qui a rendu la dynamique des actions négative. Le revers de la médaille est que la confiance des investisseurs en a souffert, et nos indicateurs à contre-courant indiquent des conditions légèrement survendues; par conséquent, le sentiment est légèrement positif.

Conclusion: Le cycle économique est positif pour l'instant, mais les risques s'accumulent sur un horizon de 12 mois, les marges de profit sont à risque en raison de la hausse des coûts des intrants. Cependant, le sentiment est légèrement positif en raison d'un net recul. Dans l'ensemble, nous sommes neutres envers les actions canadiennes mais les préférons aux actions américaines.

Graphique 3 : Ratio du cours des actions canadiennes/valeur comptable par rapport au cours des actions américaines/valeur comptable



Source : Refinitiv®
DataStream®,
Investissements Russell. À
partir de mai 2022. P/B =
prix au livre

MLT = moyenne à long
terme

Aperçus régionaux

États-Unis

Un dépassement important et prolongé de l'inflation a créé de sérieux défis pour les perspectives américaines. La politique monétaire semble désormais sur le point de basculer en territoire restrictif d'ici septembre. Le changement de politique de la Fed est justifié par l'élargissement de l'expérience de l'inflation dans des catégories « plus rigides », mais ce changement comporte des risques importants pour l'économie et les marchés.

Deux des indicateurs que nous recherchons pour déterminer si nous sommes entrés dans la fin de cycle – un épuisement des capacités inutilisées et une politique monétaire restrictive – semblent désormais être en place d'ici la fin de l'année. La Fed pense qu'elle peut organiser un atterrissage en douceur, mais l'histoire économique suggère qu'il ne sera pas facile à réaliser. Nous estimons que les risques de récession à environ 30 % jusqu'à la mi-2023 sont déjà plus élevés que la normale, et ils devraient encore augmenter à mesure que la mesure de la Fed de retirer le plat de bonbons² se concrétise dans les mois à venir.

La bonne nouvelle est que l'important dégagement d'actions américaines depuis le début de l'année a intégré nombre de ces risques dans le prix. Les multiples de valorisation des actions américaines ne sont plus aussi riches. Et notre indicateur de sentiment à contre-courant esquisse une psychologie de marché devenue très pessimiste - un signal tactique positif dans notre processus de prise de décision d'investissement. Compte tenu des inquiétudes liées au cycle et du sentiment qui tire fortement dans différentes directions, nous préférons une approche équilibrée de l'exposition aux actions américaines dans les portefeuilles. En revanche, les obligations d'état des États-Unis semblent de plus en plus attrayantes, à la fois en termes de rendement attendu et de potentiel de diversification, avec un rendement des obligations des États-Unis à 10 ans de 3,5 % qui se négocie bien au-dessus de notre estimation de la juste valeur et au-dessus de l'objectif d'inflation de la banque centrale.



² Dans le jargon de la politique monétaire, « retirer le bol de bonbon » fait référence à une action de la banque centrale pour réduire les mesures de relance budgétaire qu'elle a offertes à l'économie.

Zone Euro

Les nuages entourant les perspectives de la zone euro continuent de s'assombrir. La guerre russo-ukrainienne ne montre aucun signe de résolution, les pressions inflationnistes augmentent, la Banque centrale européenne (BCE) est devenue belliciste et le risque périphérique est de nouveau au centre des préoccupations alors que les écarts obligataires italiens s'élargissent.

Le risque le plus important est que la Russie réponde à l'embargo de l'Union européenne sur les exportations de pétrole russe en coupant l'approvisionnement en gaz vers l'Europe. La forte dépendance de l'Europe vis-à-vis du gaz russe signifie que des représailles et une forte hausse des prix du gaz entraîneraient presque certainement la région dans une récession.

La Banque centrale européenne (BCE) est récemment devenue belliciste, signalant qu'une hausse des taux de 25 points de base est probable en juillet et qu'elle met fin à ses programmes d'assouplissement quantitatif. Les marchés à terme s'attendent à ce que le taux directeur de la BCE passe de -0,5 % actuellement à 2,0 % d'ici le milieu de 2023. L'inflation globale dans la zone euro a atteint 8,1 % en mai 2022, en ligne avec l'inflation de base (qui exclut les prix de l'alimentation et de l'énergie) aux États-Unis. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, cependant, il est plus modéré à 3,8 % contre environ 6 % aux États-Unis et au Royaume-Uni. Cela devrait permettre à la BCE de resserrer sa politique moins que la Fed ou la Banque d'Angleterre (BoE).

L'autre problème de la BCE est le retour du risque de la dette italienne avec l'écart entre les obligations d'État italiennes et allemandes qui s'est fortement creusé au cours des deux derniers mois. Cette menace a incité une réunion d'urgence du conseil d'administration de la BCE à souligner que la banque centrale augmenterait les achats d'obligations italiennes, si nécessaire, pour contrer la « fragmentation » dans la transmission de la politique de la BCE à travers la zone euro. La réunion de la BCE a fait baisser les écarts italiens de 40 points de base, mais l'épisode rappelle la fragilité de la zone euro lorsque la croissance ralentit et que la solvabilité est remise en question.

À condition que les prix de l'énergie restent modérés et que la récession soit évitée, les économies européennes ont le potentiel de maintenir une croissance économique tendancielle. Ces perspectives devraient permettre à l'indice MSCI EMU, qui reflète l'Union économique et monétaire européenne, de se redresser. L'exposition de l'Europe aux services financiers et aux secteurs sensibles aux fluctuations cycliques, comme l'industrie, les matériaux et l'énergie, et l'exposition relativement faible à la technologie devraient être un avantage, car l'activité économique se redresse et les risques géopolitiques s'atténuent.



Royaume-Uni

L'économie britannique commence à s'affaiblir et le PIB devrait avoir diminué au deuxième trimestre. L'inflation reste élevée, avec l'indice des prix à la consommation (IPC) de base s'approche de 6 % sur l'année jusqu'en mai. Le taux de chômage, à 3,8 % en avril, est le plus bas depuis près de 50 ans. Depuis décembre, la Banque d'Angleterre a relevé les taux d'intérêt à cinq reprises pour porter le taux de base à 1,25 %. Les marchés à terme prévoient que le taux culminera à 3,5 % d'ici le milieu de l'année prochaine.

L'économie britannique devrait continuer de ralentir, les ménages faisant face à la hausse des taux hypothécaires, aux prix élevés de l'énergie et à l'augmentation de 1,25 % de la taxe d'assurance nationale qui est entrée en vigueur

en avril. La Banque d'Angleterre a récemment assoupli sa rhétorique belliciste et fait face à un difficile exercice d'équilibre entre la maîtrise des anticipations d'inflation et la prévention d'un ralentissement économique brutal.

Le FTSE 100 continue de représenter le principal marché boursier le plus performant cette année. La plupart des entreprises de l'indice génèrent leurs revenus en dehors du Royaume-Uni. Avec une forte exposition aux prix des marchandises et aux valeurs financières qui bénéficient de taux d'intérêt plus élevés, et presque aucune exposition aux valeurs technologiques sous pression, le Royaume-Uni est le moins cher des principaux marchés boursiers et de l'indice FTSE 100 et offre un rendement en dividendes de 3,9 % en juin 2022.



Japon

L'économie japonaise continue de faire face au défi de la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, exacerbée par la forte dépréciation du yen japonais. Cette baisse du yen devrait améliorer les secteurs de l'économie axés sur l'exportation au cours du second semestre de l'année, même si l'impact positif sur les exportations s'est estompé au fil du temps en raison des changements structurels de l'économie japonaise.

Le Premier ministre Fumio Kishida a récemment annoncé son plan économique « Grand Design », qui se concentrera sur l'augmentation des salaires et le financement de l'innovation dans l'économie. Nous

surveillerons attentivement ces annonces après l'élection de la chambre haute en juillet.

La Banque du Japon continue de se démarquer des autres banques centrales (à l'exception de la Banque populaire de Chine) en maintenant une politique très accommodante. Nous pensons que la Banque du Japon mettra du temps à relever ses taux d'intérêt, étant donné que l'inflation de base n'est toujours que d'environ 1 %. Avec cette dynamique et le potentiel de prix de l'énergie obstinément élevés pendant plus longtemps, le yen devrait connaître des difficultés malgré une valorisation attrayante.



Chine

Les récents confinements en Chine ont vu l'activité économique ralentir considérablement au cours du deuxième trimestre, mais nous voyons maintenant les premiers signes d'une réouverture provisoire. Le faible niveau de vaccination parmi les personnes âgées en Chine signifie que le risque de nouveaux confinements se poursuivra jusqu'à ce que les taux de vaccination augmentent ou que la production de traitements contre la COVID-19 atteigne une masse critique.

Nos attentes en matière d'assouplissement monétaire et budgétaire ont commencé à se réaliser, la Banque populaire de Chine réduisant

les taux d'intérêt et le gouvernement annonçant davantage de dépenses d'infrastructure. Nous nous attendons à davantage de mesures de relance budgétaire en Chine, très probablement sous la forme de bons de consommation. De nouvelles mesures d'assouplissement devraient aider le marché immobilier sous pression à se stabiliser au second semestre.

Enfin, et c'est important pour les actions des marchés émergents, il y a les perspectives de la réglementation chinoise sur les entreprises technologiques. Le gouvernement a annoncé son intention de réduire l'incertitude entourant la réglementation, ce qui serait un net avantage.



Canada

L'économie canadienne profite des prix élevés des marchandises, avec une croissance du PIB attendue entre 3,5 % et 4,0 % en 2022. Cela a encouragé la Banque du Canada (BdC) à réagir par des hausses de taux agressives pour réduire l'inflation générationnellement élevée. La BdC a relevé son taux directeur de 0,25 % à 1,5 %, et le gouverneur Tiff Macklem a indiqué que les futures hausses de taux devront peut-être être « plus rapides » et « plus importantes », le taux cible pouvant s'établir « quelque peu au-dessus » de la fourchette neutre de 2 % à 3 %.

Le ton incontestablement belliciste de la Banque du Canada (BdC) a été surprenant, d'autant plus que des signes apparaissent indiquant que les fondamentaux du marché de l'habitation se détendent. Notamment, les sondages de

l'industrie indiquent que la hausse des taux met à rude épreuve les finances et la confiance des ménages. Nous croyons que l'instabilité croissante du logement canadien finira par limiter la Banque du Canada. Cependant, des signes plus concluants d'une correction immobilière pourraient devoir apparaître avant que la Banque du Canada puisse changer sa position. Cela augmente le risque que les taux montent au-dessus de la neutralité avant qu'un changement de politique ne se produise. Nous maintenons notre préférence pour les actions canadiennes par rapport aux actions américaines, car elles bénéficient d'une valeur relative plus attrayante et des prix élevés des marchandises.



Australie et Nouvelle-Zélande

L'économie australienne a été l'une de celles qui a profité du conflit ukrainien, compte tenu de sa position d'exportateur de gaz et de blé. Les vents favorables économiques de la réouverture se poursuivent et les dépenses de consommation sont toujours assez fortes. La hausse des taux d'intérêt et la hausse des prix du carburant ont cependant fait chuter la confiance des consommateurs.

La Reserve Bank of Australia (RBA) a relevé ses taux de 0,1 % à 0,85 %, et le marché s'attend à ce que le taux de trésorerie atteigne 4 % au début de l'année prochaine. Nous pensons que c'est trop agressif, compte tenu de l'utilisation massive des prêts hypothécaires à taux variable et de l'impact que cela aura sur le revenu disponible des ménages.

Le marché boursier australien se négocie à escompte par rapport aux actions mondiales, et les obligations d'État australiennes semblent également intéressantes par rapport à leurs homologues mondiaux sur la base de la valorisation. Nous pensons qu'il y a un avantage pour le dollar australien à partir d'ici, compte tenu de l'augmentation des prix des marchandises. Enfin, nous ne pensons pas

que les récentes élections et le changement de gouvernement modifient les perspectives. Les deux grands partis ont fait campagne sur des politiques similaires. Nous nous tournons vers la mise à jour budgétaire de mi-année de novembre pour plus de clarté sur toute nouvelle initiative politique.

Nous sommes plus prudents quant aux perspectives de la Nouvelle-Zélande par rapport à l'Australie. La Nouvelle-Zélande a un impact négatif plus important de la hausse des prix du pétrole en tant qu'importateur net d'énergie, et la Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) a été plus agressive dans l'augmentation des taux d'intérêt que la RBA. L'inflation est nettement plus élevée en Nouvelle-Zélande qu'en Australie. Nous voyons de plus en plus de signes indiquant que le marché immobilier néo-zélandais est sous pression, avec un ralentissement de la croissance des nouveaux prêts hypothécaires et une augmentation significative de l'offre de propriétés à vendre au cours des 12 derniers mois. De nouvelles baisses des prix de l'immobilier et des dépenses de consommation plus faibles semblent probables compte tenu des signaux bellicistes de la RBNZ.



La forte dépendance de l'Europe vis-à-vis du gaz russe signifie que des représailles et une forte hausse des prix du gaz entraîneraient presque certainement la région dans une récession.

Andrew Pease

Préférences de catégories d'actifs

Il n'y a aucun refuge pour les investisseurs cette année, avec des actions mondiales dans un marché baissier et des rendements obligataires en hausse. Notre processus de prise de décision en matière de cycle, de valeur et de sentiment (CVS) nous met toutefois en garde contre le pessimisme excessif. Le sentiment est extrêmement survendu et à des niveaux atteints pour la dernière fois lors de la panique du marché associée à la pandémie de COVID-19 de mars 2020. Notre méthodologie de valorisation marque les obligations d'état américaines comme bon marché.

La valorisation des actions est plus difficile à comparer, compte tenu des incertitudes entourant le retour à la moyenne des multiples cours/bénéfices et des marges de profit. Les entreprises technologiques ont maintenu des marges plus élevées que les entreprises traditionnelles et constituent désormais une grande partie de l'indice américain. Le multiple du cours/bénéfices à terme sur un an pour le S&P 500 à la mi-juin est d'environ 18 fois, contre 26 fois au début de l'année. Le multiple médian depuis 1995 est de 16,8 fois. Il est donc difficile d'évaluer si les actions américaines sont carrément bon marché, même si la valeur s'est clairement améliorée.

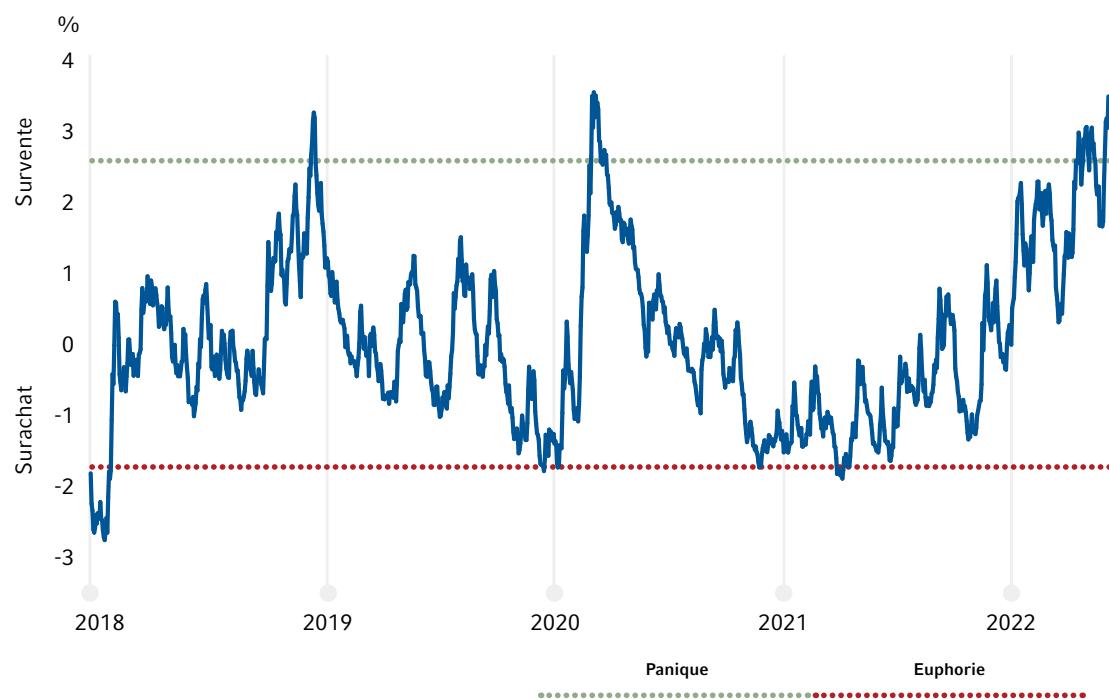
Le défi vient de l'incertitude entourant les perspectives du cycle. Le resserrement agressif de la banque centrale et la menace d'une hausse des prix de l'énergie due à la guerre russo-ukrainienne rendent possible une récession américaine en 2023.

L'argument haussier est que l'inflation de base aux États-Unis a atteint un sommet. Ceci, combiné à un certain ralentissement du marché de l'emploi et à la stabilité des prix de l'énergie, pourrait permettre à la Fed de devenir moins belliciste au

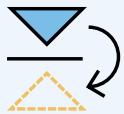
second semestre 2022. Une inflation plus faible stimulera les revenus réels et pourrait déclencher une nouvelle reprise des marchés boursiers. Un sentiment profondément survendu combiné aux attentes maximales du marché concernant la politique belliciste de la Fed pourrait être le catalyseur d'un rebond du marché boursier. Il s'agit d'un scénario attrayant, mais qui pourrait prendre un certain temps à se concrétiser, les banques centrales continuant d'augmenter agressivement les taux d'intérêt.

Le dollar américain (USD) a réalisé de solides gains cette année. Il a profité de l'agressivité de la Fed et de son attrait en tant que valeur refuge en période de volatilité des marchés. Des devises telles que l'euro et le yen apparaissent désormais nettement sous-évaluées à plus long terme. L'argument de la faiblesse du dollar américain au second semestre est similaire à la justification d'une tendance haussière sur les actions et les obligations : les pressions inflationnistes s'atténuent et la Fed devient moins belliciste. La faiblesse du dollar soutiendra le rendement des marchés non américains, notamment les marchés émergents.

Indicateur composite à contre-courant : sentiment pour les marchés boursiers toujours en dessous du niveau de panique



Source : Investissements Russell. Dernière observation : 16 juin 2022. Les indicateurs contraires du sentiment des investisseurs donnent une mesure numérique du pessimisme ou de l'optimisme des acteurs du marché au fil du temps.



Nous privilégions **les actions non américaines** aux actions américaines. Elles sont relativement moins chères et elles bénéficieront de la faiblesse du dollar américain, si la Fed devient moins belliciste.



Les actions des marchés émergents pourraient se redresser s'il y a des mesures de relance importantes en Chine au début de l'année, si la Fed ralentit son rythme de resserrement, si les prix de l'énergie baissent et si le dollar américain s'affaiblit. Pour l'instant, une position neutre est justifiée.



Les titres à haut rendement et le crédit de catégorie investissement commencent à afficher une meilleure valeur avec des écarts supérieurs à leurs moyennes à long terme. Les écarts resteront sous pression à la hausse si les probabilités de récession aux États-Unis augmentent et si le conflit entre la Russie et l'Ukraine s'intensifie. Le haut rendement et la catégorie investissement devraient bien performer si la Fed devient moins belliciste et qu'un atterrissage en douceur de l'économie devient probable. Nous avons une perspective neutre sur les marchés du crédit pour l'instant, mais nous pouvons envisager de devenir plus positifs si une récession aux États-Unis devient moins probable.



Les valorisations des obligations d'État se sont améliorées après la hausse des rendements. Les obligations américaines offrent désormais une bonne valeur, bien que les obligations japonaises, allemandes et britanniques soient encore modérément chères. Un élément positif pour les obligations d'État est que les marchés ont pleinement évalué les perspectives bellicistes de la plupart des banques centrales, ce qui devrait limiter l'ampleur de tout nouveau dégagement.

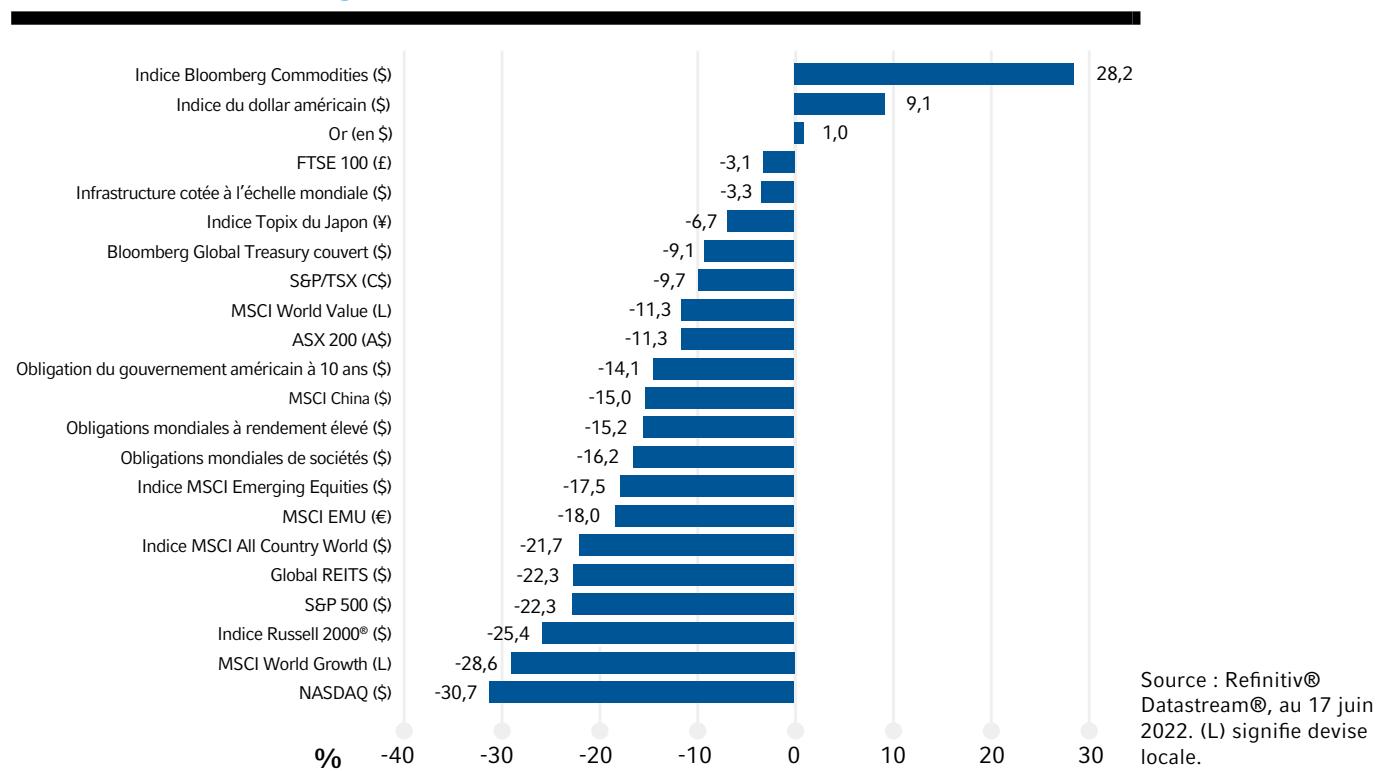


Actifs réels : Infrastructure cotée mondiale a été l'une des catégories d'actifs les plus performantes jusqu'à présent cette année, bénéficiant d'une exposition à l'énergie, tandis que les fiducies de placement immobilier (FPI) ont perdu plus de 20 %. Les deux devraient en bénéficier si les hostilités entre la Russie et l'Ukraine se calment et si les craintes d'inflation persistent, même si l'infrastructure cotée mondiale devrait rendre une partie des gains des infrastructures énergétiques. **Les marchandises** ont été la catégorie d'actifs la plus performante et la seule à afficher un rendement positif. Les prix de l'énergie et de l'agriculture ont bondi suite au conflit russe-ukrainien. Certains de ces gains seront annulés si les hostilités s'apaisent. L'un des risques pour les marchés des marchandises est que l'économie chinoise continue de ralentir. Dans l'ensemble, les arguments en faveur de l'exposition aux marchandises sont toujours positifs, mais une croissance plus faible en raison du resserrement de la politique des banques centrales freinera la demande.



Le **dollar américain** a gagné du terrain cette année grâce au durcissement de l'attitude de la Fed et à son attrait de valeur refuge durant le conflit entre la Russie et l'Ukraine. Il devrait s'affaiblir si les hostilités s'apaisent et si la baisse de l'inflation plus tard dans l'année se traduit par un resserrement moins prononcé de la Fed que ce que les marchés prévoient actuellement. Les principaux bénéficiaires sont probablement **l'euro**, qui est devenu davantage sous-évalué, et le **yen Japonais**, qui s'est affaibli en raison de l'inflation des prix des marchandises et des préoccupations concernant la croissance de la Chine. Nous croyons également que la **livre britannique** et les « monnaies de marchandises » sensibles sur le plan économique – le **dollar canadien**, le **dollar néo-zélandais** et le **dollar australien** – peuvent générer des gains supplémentaires.

Year-to-date returns through June 17, 2022



Source : Refinitiv®
Datastream®, au 17 juin
2022. (L) signifie devise
locale.

Notre processus de prise de décision en matière de cycle, de valeur et de sentiment (CVS) nous met toutefois en garde contre le pessimisme excessif.

Andrew Pease

IMPORTANT INFORMATION

Les opinions exprimées dans ces Perspectives des marchés mondiaux peuvent évoluer en tout temps selon les conditions du marché ou toute autre condition et sont à jour au 27 juin 2022. Bien que tous les documents sont jugés fiables, leur exactitude et leur exhaustivité ne peuvent être garanties.

Aucune partie du contenu de cette publication ne constitue des conseils juridiques, fiscaux, sur les titres ou de placement. Il ne s'agit pas non plus d'une opinion concernant la pertinence d'un placement ni une sollicitation de quelque type que ce soit. Cette information est disponible « telle quelle ». Investissements Russell Canada Limitée ne fait aucune déclaration et n'offre aucune garantie à l'égard de cette information.

Nous vous rappelons que tous les investissements comportent certains niveaux de risque, y compris la perte possible du capital investi. Leurs performances ne sont généralement pas homogènes et peuvent même être négatives. Pour tout type de portefeuille, les tentatives destinées à réduire les risques et à doper les rendements peuvent parfois limiter involontairement les performances.

Il faut savoir que, comme pour tout investissement, l'investissement multi-actifs n'est pas une garantie de profit ni une protection contre les pertes.

Aucun modèle ou groupe de modèles ne peut offrir une estimation précise des performances futures sur les marchés des capitaux. Nous sommes conscients que les techniques d'analyse rationnelle ne peuvent prévoir des comportements financiers extrêmes, tels que les périodes d'euphorie financière ou de panique des investisseurs. Nos modèles reposent sur des hypothèses de comportement financier normal et rationnel. Les modèles de prévision sont par nature incertains et susceptibles de changer à tout moment en raison de nombreux facteurs et peuvent être inexacts. Investissements Russell juge que l'utilité de cette information est primordiale pour l'évaluation des relations relatives des différentes composantes d'un portefeuille mondialement diversifié. Ainsi, les modèles peuvent offrir un aperçu de la prudence dont faire preuve pour surpasser ou sous-pondérer ces composants de temps en temps ou en période de grand bouleversement. Les modèles ne sont explicitement pas conçus pour être des signaux d'anticipation du marché.

Les prévisions sont des prédictions des valeurs de marché et des volumes de négociation établies au moyen de diverses données d'analyse. Ce ne sont pas des projections du marché des valeurs mobilières ni d'un placement en particulier.

Les placements dans les marchés mondiaux, internationaux ou émergents peuvent être fortement marqués par les conjonctures politiques ou économiques et les exigences réglementaires d'un pays donné. Les placements dans des marchés étrangers peuvent comporter des risques liés à la fluctuation des devises, l'instabilité politique et économique ainsi qu'à des normes comptables et à une imposition étrangère diverses. Ces titres peuvent se révéler moins liquides et plus volatils. Les investissements sur les marchés émergents ou en développement impliquent une exposition à des structures économiques généralement moins diversifiées et moins évoluées, ainsi qu'à des systèmes politiques moins

stables que leur exactitude et leur exhaustivité ne peuvent être garanties dans les pays développés.

Les investisseurs obligataires doivent tenir compte des risques liés aux taux d'intérêt, au crédit, et aux opérations de mises en pension et de prises en pension. Des risques plus importants, comme une volatilité accrue, une liquidité restreinte, le remboursement anticipé, le non-paiement et une hausse du taux de défaillance, sont inhérents aux portefeuilles qui investissent dans des obligations à haut rendement («de pacotille») ou dans des titres adossés à des créances hypothécaires, notamment des titres hypothécaires exposés aux hypothèques à risque. pas une garantie de profit ni une protection contre les pertes.

Les rendements cités sont des rendements passés et ne doivent pas être considérés comme une garantie de résultat futur.

L'indice S&P 500®, ou le Standard & Poor's 500, est un indice du marché boursier basé sur les capitalisations boursières de 500 grandes sociétés ayant des actions communes cotées sur le NYSE ou le NASDAQ.

L'indice FTSE 100 est pondéré en fonction de la capitalisation boursière des sociétés de premier ordre cotées au Royaume-Uni.

L'indice Bloomberg Global Treasury suit la dette publique à taux fixe en monnaie locale des pays investment grade, y compris les marchés développés et émergents. L'indice représente le secteur de trésorerie de l'indice Global Aggregate. L'index a été créé en 1992, et l'historique est disponible à partir du 1er janvier 1987.

Il s'agit d'indices de référence non gérés dans lesquels on ne peut investir directement.

Droits d'auteur © Investissements Russell Canada Limitée 2022. Tous droits réservés.

Investissements Russell est le nom commercial d'un groupe d'entreprises dotées d'une administration commune, incluant Investissements Russell Canada Limitée.

La propriété d'Investissements Russell se compose comme suit : une participation majoritaire de fonds gérés par TA Associates et une participation minoritaire de fonds gérés par Reverence Capital Partners. Des employés d'Investissements Russell ainsi que Hamilton Lane, LLC détiennent également des participations minoritaires sans contrôle.

Frank Russell Company est le titulaire des marques de commerce Russell contenues aux présentes et de tous les droits de marque liés aux marques commerciales Russell, et autorise les membres du groupe d'entreprises Investissements Russell à les utiliser sous licence. Les membres du groupe d'entreprises Investissements Russell ne sont en aucune façon affiliés à Frank Russell Company ni à toute autre entité exploitée sous la marque «FTSE RUSSELL».