

## **Élections américaines de mi-mandat et marchés : Perspectives de David Donabedian, CFA, sur les placements**

### **SANCHIA EDWARDS**

Bonjour tout le monde. Bienvenue à cet événement virtuel de Gestion privée CIBC portant sur les élections de mi-mandat aux États-Unis et les marchés dans un aperçu de David Donabedian. Ici Sanchia Edwards, directrice générale, Bureau national, Gestion privée CIBC Wood Gundy.

Bienvenue à nos clients, nos invités et nos conseillers. Aujourd'hui, je m'entretiens avec David Donabedian, chef des placements de CIBC Private Wealth US, qui supervise les stratégies de placement interne et le programme de sélection de gestionnaires externes. Dave est un expert en placements de premier plan.

Il est fréquemment appelé à intervenir sur des réseaux de télévision comme CNBC, Bloomberg Television et à publier des articles dans des publications comme *Barron's* et *The Wall Street Journal*. Avant d'assumer ses fonctions actuelles, il était directeur général et économiste en chef à Atlantic Trust où il siégeait au comité de répartition d'actifs multigestionnaires et de politique d'investissement. Il est titulaire de deux grades universitaires de la Wharton School de l'Université de Pennsylvanie ainsi que d'un MBA de l'Université Columbia. Il est également titulaire du titre CFA et membre du CFA Institute. Bienvenue Dave.

### **DAVID DONABEDIAN**

Ça me fait plaisir, Sanchia.

### **SANCHIA EDWARDS**

Dave a aimablement accepté de répondre à quelques questions au sujet de la volatilité récente sur les marchés, de la possibilité d'une récession et de l'impact des élections de mi-mandat aux États-Unis sur les marchés mondiaux. Dave intervient à titre d'expert sur la situation du marché aux États-Unis. C'est la possibilité pour nous d'entendre ces aperçus d'un point de vue canadien afin de contextualiser l'actualité chez nous et à l'étranger.

Entrons tout de suite dans le vif du sujet. Première question, une question que se posent beaucoup de gens, qu'est-ce qui se passe depuis 2022? Pourquoi l'année 2022 est-elle la pire année depuis 1969 en ce qui concerne le rendement des actions et des obligations?

### **DAVID DONABEDIAN**

C'est une excellente question. Les excellentes questions ont souvent des réponses compliquées, mais en l'occurrence, la réponse est assez simple. Pourquoi cette année a été tellement mauvaise, c'est à cause de l'inflation. Pour la plus grande partie de la dernière décennie aux États-Unis, au Canada, l'inflation tournait autour de 2 % mais depuis deux ans, l'inflation a accéléré pour atteindre un sommet depuis 40 ans. L'une des questions qu'il importe de souligner, c'est que l'inflation n'a pas augmenté légèrement, elle n'est pas passée de 2 à 3%, elle est passée de 2 à 8; elle a quadruplé!

Pourquoi? La réponse encore une fois est assez simple : c'est la COVID et les mesures prises par les gouvernements en réponse à la COVID. Remontez deux ans et demi en arrière. Ce ne sont pas de bons souvenirs, mais quand la COVID a frappé, la Réserve fédérale a injecté des billions de dollars dans l'économie et dans les marchés américains afin d'éviter le chaos financier et une des pressions économiques potentielles, ce inquiétait à l'époque. Le congrès américain et deux présidents américains successifs ont pris des mesures budgétaires radicales et injecté encore d'autres billions dans les poches des Américains et des entreprises américaines. Compte tenu de la situation, c'était peut-être ce qu'il fallait faire en pleine crise, mais l'économie a été inondée

d'argent. L'une des définitions officieuses de la récession, c'est qu'il y a trop d'argent qui est utilisé pour acheter trop peu de biens. Il y a donc eu une récession, une situation plutôt qui a appelé des politiques tout à fait exceptionnelles, lesquelles sont en train d'être débouclées, ce qui entraîne l'inflation.

### **SANCHIA EDWARDS**

Il est facile d'oublier l'ampleur de ces mesures de relance budgétaire, il nous semble parfois que cela se passait il y a très longtemps. Il y a une chose qu'on entend dire très souvent au Canada, c'est la question de savoir si nous entrons en récession et comment nous le saurons.

### **DAVID DONABEDIAN**

Une autre question très importante et de grande envergure. Je peux commencer par une citation d'un célèbre économiste de MIT il y a bien longtemps, en parlant des États-Unis, il a dit que les expansions économiques ne meurent pas de leur belle mort, elles sont assassinées par la Réserve fédérale. Depuis 50 ans, à l'exception de la brève récession de la COVID, c'est exactement ce qui s'est produit. Autrement dit, la Réserve fédérale relevant les taux d'intérêt, c'est là le précurseur des récessions. Alors on peut cocher cette case-ci, malheureusement, il y en a d'autres, d'autres signes que l'économie est sans doute appelée à entrer en récession. Il s'agit d'indicateurs prospectifs qui préfigurent les récessions.

Donc un marché boursier baissier, malheureusement, c'est une case que nous pouvons cocher, hélas. Ensuite, l'inversion de la courbe du rendement, c'est-à-dire que les taux d'intérêt à court terme sont supérieurs aux taux d'intérêt à long terme. Cette situation est largement en place. Et le troisième phénomène, la baisse de la paye nette. Je crois que c'est important dans l'économie, parce qu'on entend beaucoup dire que on n'est pas obligé de s'inquiéter d'une récession parce que chaque mois de nouveaux emplois sont créés, le taux de chômage est faible. Oui, tout cela est vrai, mais nous savons à l'étude des cycles passés, que ces indicateurs de l'emploi sont les derniers à être affectés par une récession économique. Ce sont des indicateurs rétrospectifs à la vérité.

Un meilleur indicateur prospectif, typiquement, quand on considère le marché du travail, c'est ce qui arrive au salaire, à la paye des gens qui travaillent. Là, il y a un certain amollissement sur le marché du travail, nous savons que les salaires augmentent, ça fait partie de l'inflation. Globalement, l'inflation augmente plus rapidement que les salaires pour la plupart des gens. Donc le pouvoir d'achat des chèques de paye est en baisse. Quand on considère ce facteur-là et les autres que j'ai évoqués, malheureusement les conditions sont réunies pour qu'une récession s'installe. Le calendrier est toujours délicat, mais nous envisagerions le premier semestre 2023.

### **SANCHIA EDWARDS**

Alors si récession il y aura, beaucoup de gens aimeraient bien savoir quand la Fed cessera d'augmenter les taux d'intérêt?

### **DAVID DONABEDIAN**

C'est une source de volatilité énorme sur les marchés depuis le début de l'année. Quel est le lien entre l'inflation et les décisions de la Fed, de la Banque du Canada et des autres banques centrales? Quand considéreront-elles qu'elles en auront fait assez?

Un peu de contexte : encore au mois de mars la Réserve fédérale avait un taux directeur de zéro. Zéro! Mais une fois que la Fed a appuyé sur le bouton panique de l'inflation, elle a relevé les taux six fois, jusqu'à 3 et 3/4 à 4%. C'est l'une des périodes d'augmentation des taux les plus rapides pour la Fed de toute l'histoire. Des politiques semblables ont été adoptées par la Banque du Canada, la BCE et ainsi de suite. La Fed, à mon avis, n'a pas terminé de relever les taux.

Considérez les huit derniers cycles d'affaires pour voir quand la Fed a cessé de relever les taux pour lutter contre l'inflation, il y a une tendance très claire qui se fait jour. La Fed cesse d'augmenter les taux uniquement lorsque le taux des fonds qu'elle contrôle est supérieur au taux d'inflation. Mais nous n'en sommes pas là, de loin. Le taux d'intérêt de la Fed, le taux directeur est inférieur à 4 % et l'inflation frise les 8 %. Ou bien l'inflation va s'effondrer demain, ou bien la Fed n'a pas fini d'augmenter les taux d'intérêt. Nous pensons que c'est la seconde hypothèse qui va prévaloir. Politiquement, la Fed s'est liée à la mission de lutte contre l'inflation, quoi qu'il en coûte. La Fed ne dira jamais publiquement qu'elle espère une récession. Je pense qu'elle s'attend à ce que cela prenne une récession pour faire baisser l'inflation et nous pensons que c'est exactement ce qui va se produire.

Quand on considère le calendrier selon lequel la Fed pourrait cesser d'augmenter les taux, nous pensons qu'en décembre, la Fed va relever les taux encore, peut-être un demi pourcent plutôt que les  $\frac{3}{4}$  récemment. On achèverait l'année aux États-Unis avec des taux d'intérêt à court terme autour de quatre et demi pourcent. Mais nous pensons que ce n'est pas fini. La Fed devra augmenter les taux quelque peu plus début 2023. Si je disais quand la série d'augmentations de taux prendrait fin, je dirais que ce serait autour de 5 % et sans doute au printemps. C'est à ce moment-là qu'il y aurait suffisamment de progrès dans la baisse de l'inflation et suffisamment faiblesse dans l'économie pour que la Fed cesse.

### **SANCHIA EDWARDS**

Merci pour ces considérations. Compte tenu de la volatilité sur les marchés, à votre avis, quand allons-nous toucher le fond et que faudra-t-il pour que le marché baissier prenne fin, pour que le marché recommence à monter.

### **DAVID DONABEDIAN**

À ce jour, il y a eu trois phases bien distinctes sur le marché baissier. Tout d'abord la phase de panique face à l'inflation. En début d'année, il est devenu évident que l'inflation n'allait pas disparaître et que les banques centrales allaient devoir lutter contre elle en resserrant la masse monétaire.

Et puis il y a eu la remontée inévitable qui se produit toujours dans un marché baissier. Les investisseurs ont commencé d'être optimistes. On pensait que le marché était survendu, que la Fed approchait de la fin de la série d'augmentations de taux.

Puis il y a eu la troisième phase : retour à la réalité. Tous les facteurs qui avaient alimenté ce marché haussier, cette hausse en plein marché baissier étaient basés sur des hypothèses fausses. Et voilà où nous en sommes.

Nous en sommes à la quatrième et dernière phase d'un marché baissier, c'est-à-dire le processus de recherche du creux. Ça a commencé en octobre, ça se prolonge en novembre. Cette phase pourrait prendre peut-être deux mois, s'accompagnerait de beaucoup de volatilité, mais elle montre également que nous sommes beaucoup plus proches de la fin que du début du marché baissier. Quand allons-nous toucher le fond? Tout dépend de la question de savoir si les valorisations sont suffisamment bon marché pour que les investisseurs s'estiment en mesure de plonger au plus profond, même s'ils ne sont pas certains que le marché a touché le fond. Nous savons que dans un marché baissier les valorisations baissent à l'excès parce que c'est un environnement difficile, il y a le pessimisme des investisseurs qui est élevé. Donc quand on considère les valorisations sur les marchés aujourd'hui, elles ne sont pas suffisamment érodées. Dans les cinq derniers marchés baissiers, les marchés touchaient le fond avec un ratio cours-bénéfices de 10 à 14 fois les bénéfices, la moyenne étant entre 11 et 12. Vous voyez qu'aujourd'hui, nous sommes encore autour de 15 fois les bénéfices, donc le marché ne paraît pas si bon marché malgré les dégâts déjà enregistrés. Nous ne sommes pas encore à une phase où il est plus qu'évident d'acheter, mais

nous sommes plus près du creux et l'année 2023 paraît offrir toutes les conditions pour un rebond des actions aux États-Unis, au Canada et dans d'autres pays, ce qui pose la question : « Quelles sont les conditions qui doivent être réunies pour qu'un marché haussier durable entre en jeu? ». Nous avons identifié trois catalyseurs.

Tout d'abord, il faut des indices clairs que l'inflation a atteint son sommet et changé de direction. L'IPC pour octobre aux États-Unis a paru récemment. Il s'agissait d'une rare bonne nouvelle avec un ralentissement de la hausse de l'inflation, mais c'est un mois de données. Il ne s'agit pas d'une tendance. Nous pensons que le resserrement de la masse monétaire va entraîner une baisse de l'inflation. C'est notre prévision, mais ça ne s'est pas encore produit.

Deuxième facteur qui est relié à l'inflation : quand est-ce que nous allons enfin avoir une surprise à la baisse concernant le sommet des taux de la Fed? C'est-à-dire jusqu'à quel point elle augmentera les taux et quand elle cessera. On en a parlé tout à l'heure. À ce jour, cette année, il y a eu de constantes déceptions. Chaque fois que le marché pensait que la Fed allait augmenter les taux, elle les augmentait encore plus, compte tenu de la persistance de l'inflation. Il faut qu'un jour les investisseurs se réveillent le matin en se disant : « La Réserve fédérale et les autres banques centrales ne sont pas obligées de relever les taux autant que je le pensais. » Ça ne s'est pas encore produit, mais nous y arrivons. Les investisseurs s'attendent à ce que la Fed fasse augmenter les taux jusqu'à un niveau réaliste, et on peut arriver à ce point où les investisseurs se diront « La Fed à presque fini. » Ça ne s'est pas encore produit, mais nous sommes en voie d'y parvenir.

Et puis, le troisième catalyseur, ce sont les bénéfiques. Il y a un facteur qui nous préoccupait en début d'année, c'était que les analystes de l'industrie avaient des attentes irréalistes à l'égard des bénéfiques des sociétés, trop optimistes. Donc, même s'il y a une récession qui se profile l'an prochain et les taux d'intérêt sont plus élevés, jusqu'à il y a très peu, les analyses envisageaient une croissance des bénéfiques de 8 à 10% en 2023. Pour nous, cela paraissait plus proche de la superstition que de pronostics réalistes. Mais depuis quelques semaines, les pronostics de bénéfiques sont enfin revus à la baisse. Ça peut paraître une mauvaise nouvelle, les prévisions de bénéfiques qui baissent, mais pour nous, c'est une bonne nouvelle parce que ça veut dire que le marché s'en tient à un scénario plus réaliste.

Globalement, je crois que nous sommes vers les stades ultérieurs d'un marché baissier et nous préparons le terrain pour une hausse des cours des actions au fil de 2023. Un facteur supplémentaire, une autre raison d'avoir de l'espoir, elle peut paraître bizarre, mais c'est la situation politique. Nous venons de vivre le cycle des élections de mi-mandat aux États-Unis. Nous pensons que ce n'est pas le résultat de l'élection qui compte pour les marchés financiers, ce qui est plus important, c'est que les élections de mi-mandat sont terminées. Parce que si vous remontez jusqu'à 1950, le rendement du S&P 500 dans les douze mois qui ont suivi les élections de mi-mandat a toujours été positif, avec une moyenne de 15 %. En dépit d'une année 2022 très difficile et d'une série d'actualités défavorables qui va se prolonger, nous pensons que les marchés américains, canadiens et mondiaux voient se profiler un avenir favorable en 2023.

### **SANCHIA EDWARDS**

Voilà effectivement un avenir que vous présentez comme favorable. Merci pour vos aperçus.

À notre auditoire, nous apprécions que vous ayez été des nôtres aujourd'hui. Nous espérons que cet événement vous a plu et vous a permis de mieux comprendre ce qui se produit en coulisses derrière les actualités des marchés.

À Gestion privée CIBC, nous avons la chance d'avoir accès à des experts de classe mondiale comme Dave qui nous guident dans notre activité. Nous savons que l'année qui vient de s'écouler

a été difficile. Nous sommes ici pour vous soutenir avec nos aperçus et nos orientations pour vous permettre de continuer de parvenir aux objectifs financiers.

Si vous avez des questions, veuillez consulter votre conseiller de gestion privée. Merci pour votre partenariat et au revoir!