

Rapport stratégique

Bureau du chef des placements • Janvier 2022

Première hausse de la Fed à l'horizon – Qu'est-ce qui attend les marchés ?

Faits saillants

- › Avec une inflation qui est à son plus haut depuis 40 ans et un marché du travail qui n'est sans doute déjà pas très loin d'atteindre son objectif de plein emploi, la Fed signale maintenant la fin de la période de taux d'intérêt au plancher causée par la pandémie. En effet, une première hausse est maintenant anticipée dès la réunion du 16 mars prochain. Par conséquent, la question à savoir comment les marchés vont réagir à cette hausse initiale est au cœur des préoccupations. Dans ce rapport, nous examinons les performances de diverses classes d'actifs et stratégies d'investissement lorsque la Fed débute un nouveau cycle de resserrement monétaire au cours des 30 dernières années (1994, 1999, 2004, 2015 et 2016).
- › Sur un horizon de 12 mois, les actions américaines ne sont généralement pas découragées par le début d'un nouveau cycle de resserrement monétaire, supportées par une forte croissance des bénéfices. Cependant, les premiers mois suivant la hausse ont tendance à être assez volatils. En ce qui concerne les obligations du Trésor américain, les taux 10 ans augmentent généralement jusqu'à la première hausse de taux, mais pas beaucoup par la suite, avec un aplatissement important de la courbe au cours des cinq périodes analysées. Il est intéressant de noter que le dollar américain semble atteindre un pic juste au moment où la Fed agit pour la première fois, avant de se déprécier rapidement au cours des mois qui suivent.
- › Au sein des actions, les États-Unis ont souvent sous-performé, tandis que le Canada s'en tire généralement assez bien à la suite d'une première hausse de taux de la Fed. En ce qui concerne les facteurs, aucune tendance persistante n'a été détectée en examinant les stratégies de style valeur contre croissance, de petites capitalisations contre grandes capitalisations ou encore des secteurs cycliques contre secteurs défensifs. En ce qui a trait aux titres à revenu fixe, les obligations à haut rendement surpassent en moyenne leurs alternatives plus sûres aux États-Unis. Au Canada, la comparaison des obligations de courte durée à celles de longue durée n'a pas été concluante. Enfin, nous observons qu'en termes de rendement total, les actions surpassent les obligations la majorité du temps.
- › Bien entendu, les circonstances uniques de la situation actuelle pourraient très bien faire en sorte que le pivot de la Fed déclenche une réaction de marché totalement différente de ce que nous avons observé par le passé. Les hausses de taux ne sont qu'un des nombreux facteurs derrière la performance des marchés et ces dernières n'étaient pas nécessairement le facteur prédominant lors des périodes analysées. Néanmoins, l'analyse de données historiques n'est jamais en vain, car elle peut au mieux révéler des tendances persistantes ou au moins fournir une estimation de l'éventail des résultats possibles.

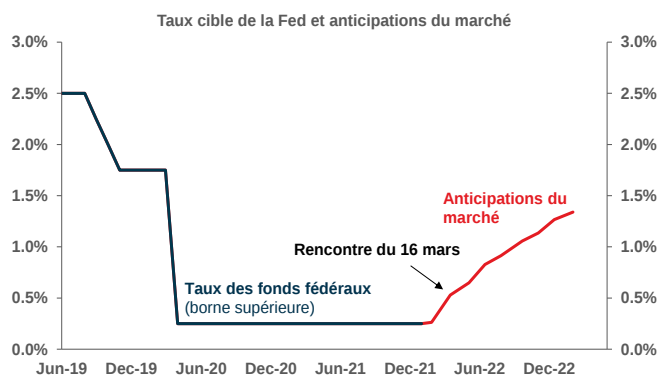
Louis Lajoie
Stratège en investissement
Bureau du chef des placements

Mikhael Deutsch-Heng
Associé, stratégie d'investissement
Bureau du chef des placements

Première hausse de la Fed à l'horizon

Après presque deux ans de politique monétaire ultra-accommodante de la part de la Réserve fédérale, le prochain cycle de resserrement est maintenant à nos portes. Avec une inflation à son plus haut depuis 40 ans et un marché du travail qui n'est sans doute déjà pas très loin d'atteindre l'objectif du plein emploi, les responsables de la Fed ont récemment signalé la fin de la période de taux d'intérêt au plancher induite par la pandémie. Au moment d'écrire ces lignes, près de quatre hausses sont prévues au cours des 12 prochains mois, avec la première prévue pour la réunion du 16 mars prochain (**graphique 1**).

1 | Première hausse à l'horizon selon les marchés



Bureau du chef des placements (données via Bloomberg). Anticipations dérivées des Fed Funds Futures en date du 21 janvier 2022.

Par conséquent, la question à savoir comment les marchés vont réagir à cette hausse initiale est au cœur des préoccupations. Si les performances passées ne sont pas une garantie des résultats futurs, les données historiques peuvent certainement aider à identifier des tendances pertinentes. Dans ce rapport, nous examinons les performances de diverses classes d'actifs et stratégies d'investissement lorsque la Fed débute un nouveau cycle de resserrement monétaire.

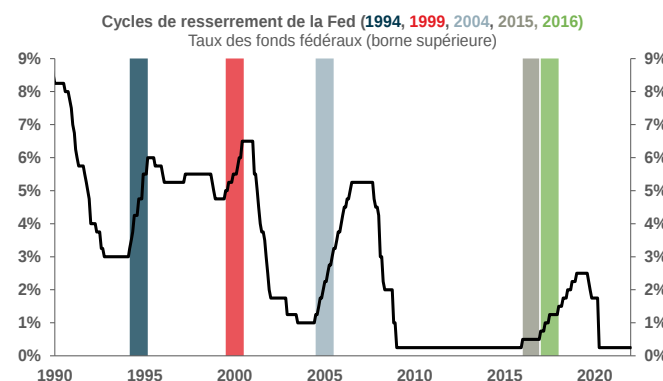
Identifier les cycles de resserrement passés

Nous avons d'abord identifié quatre débuts de cycle de resserrement au cours des 30 dernières années : 1994, 1999, 2004 et 2015. Nous nous

intéressons à la performance des marchés pendant les 12 mois qui suivent ces premières hausses de taux. Cet horizon temporel est généralement assez long pour inclure de multiples hausses de taux supplémentaires, et donc un resserrement progressif des conditions financières au-delà de l'impact de la hausse initiale, ce qui devrait également se produire cette année.

Dans ces circonstances, le cycle débutant en 2015 s'est avéré légèrement problématique. Rappelons qu'après avoir effectué une première hausse en décembre 2015, la Fed a ensuite attendu une année entière avant de relever à nouveau ses taux. Nous pourrions donc considérer que le dernier cycle de resserrement a véritablement débuté en décembre 2016. Évidemment, au moment de la hausse de 2015, les marchés ne pouvaient savoir à l'avance que la Fed ne bougerait pas pendant les 12 mois suivants. Finalement, nous avons décidé de conserver les deux « premières hausses » dans notre analyse – avec l'avantage supplémentaire de disposer de deux observations relativement récentes au lieu d'une – pour un total de cinq périodes de resserrement analysées (**graphique 2**).

2 | Cinq “premières hausses” identifiées depuis 1990



Bureau du chef des placements (données via Bloomberg).

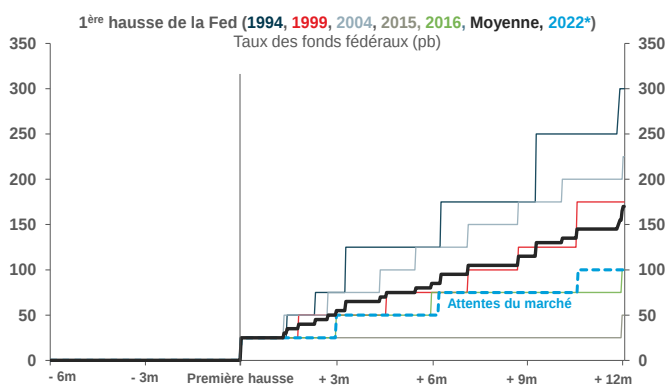
Bien sûr, les circonstances associées à chacun de ces cycles sont uniques et il est toujours délicat de faire des comparaisons directes entre différentes périodes. Par exemple, l'assouplissement quantitatif de la Fed a certainement eu un impact profond sur les marchés financiers depuis sa première apparition en 2008, tandis que la bulle

technologique de la fin des années 1990 a affecté les performances du marché pendant le cycle de 1999. Pourtant, chacune de ces périodes analysées partagent une caractéristique commune : elles commencent toutes par la Fed qui relève le taux des fonds fédéraux de 25 points de base pour la première fois en 12 mois.

Pour comparer ces cinq périodes, nous commençons par normaliser toutes les séries temporelles à zéro juste avant la première hausse. Les taux sont exprimés en points de base, tandis que toutes les autres séries sont exprimées en pourcentage de variation. Une simple moyenne arithmétique des cinq périodes est ensuite calculée pour mieux illustrer les tendances sous-jacentes. Pour ajouter des données actuelles à notre comparaison, nous élargissons notre horizon pour inclure les six mois précédant la première hausse. Nous faisons également l'hypothèse que les marchés ont raison et que le prochain cycle de resserrement monétaire débutera bel et bien le 16 mars 2022.

En regardant le taux des fonds fédéraux, nous remarquons qu'en 2015-16, la Fed n'a pas procédé à un resserrement aussi agressif que par le passé. Il est intéressant de noter que la trajectoire des taux présentement anticipée par les marchés pour 2022 rappelle le cycle de 2016, lorsque la banque centrale a procédé à quatre hausses en un an – un autre argument pour inclure cette période à notre analyse (**graphique 3**).

3 | Trajectoire prévue en ligne avec le cycle de 2016

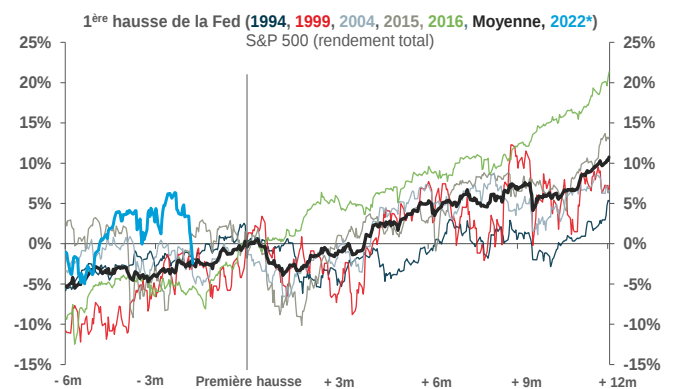


Bureau du chef des placements (données via Bloomberg). Les données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne et correspondent à la trajectoire prévue du taux des fonds fédéraux, dérivée des Fed Funds Futures en date du 21 janvier 2022.

Actions

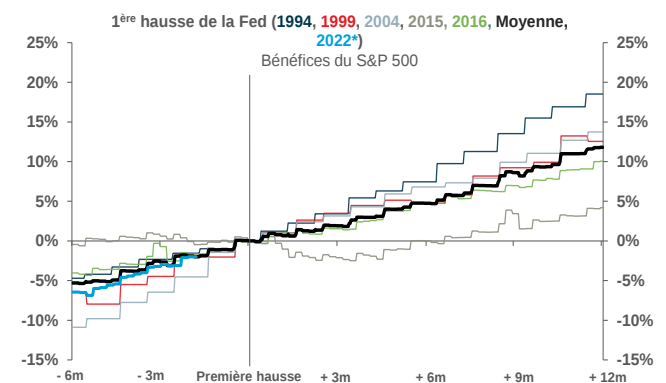
Les actions américaines sont, en général, assez volatiles dans les mois qui suivent la première hausse de taux, avec des pertes d'au moins 5 % observées dans tous les cas sauf un (2016, lorsque les marchés anticipaient les baisses d'impôts du président Trump). Toutefois, à la fin de l'horizon de 12 mois, les rendements totaux étaient toujours en territoire positif (**graphique 4**), supportés par les bénéfices (**graphique 5**). Cependant, les perspectives sont moins bonnes pour les valorisations, qui demeurent volatiles tout au long de notre horizon (**graphique 6, page suivante**). Une dynamique similaire semble se dessiner pour le cycle actuel, avec une croissance des bénéfices qui devrait être solide en 2022, mais un début d'année qui est difficile pour les valorisations.

4 | Rendements volatils mais ultimement positifs...



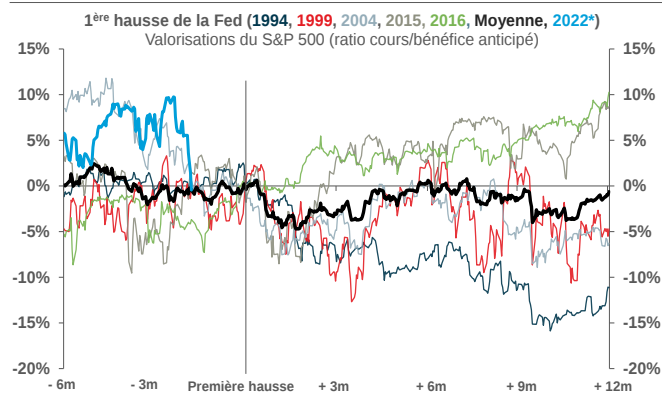
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

5 | ... supportés par la croissance des bénéfices...



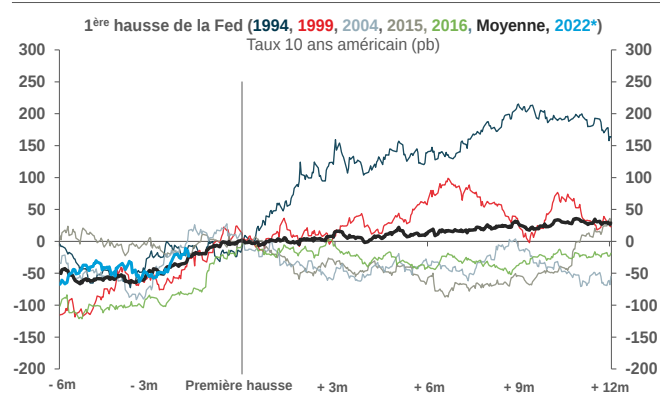
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

6 | ... plutôt que par les valorisations



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

7 | Croissance des taux 10 ans avant la 1^{ère} hausse...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

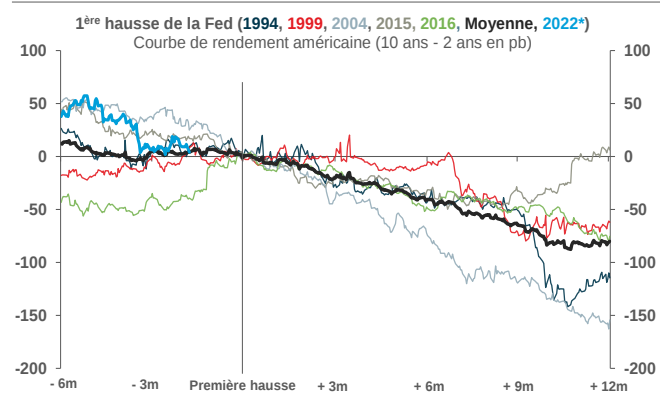
Taux obligataires américains

En ce qui concerne les obligations gouvernementales américaines, les taux 10 ans augmentent généralement au cours des mois précédant la première hausse de taux, mais restent assez stables par la suite (**graphique 7**).

L'exception à la règle est le cycle de 1994, où les taux ont continué d'augmenter de façon substantielle. Rappelons toutefois que la Fed avait procédé à une hausse de 300 points de base au total au cours de cette période (et souvent par surprise), ce qui en fait sans doute le cycle qui présente le moins de similitudes avec le contexte actuel.

À la suite de l'intervention de la Fed, la courbe des taux s'aplatit de manière importante, ce qui constitue peut-être la tendance la plus persistante de notre analyse (**graphique 8**). Cette dynamique a déjà pris forme ces derniers mois, à l'image de ce que nous avons vu en 2004 et en 2015. Si nous devons suivre la tendance moyenne, la courbe de rendement (mesurée par l'écart entre les taux 10 ans et les taux 2 ans) s'inverserait dans 12 mois, ce que la banque centrale essaiera probablement d'éviter, notamment en laissant son bilan diminuer à un rythme modéré plus tard dans l'année.

8 | ... suivie d'un aplatissement soutenu de la courbe...

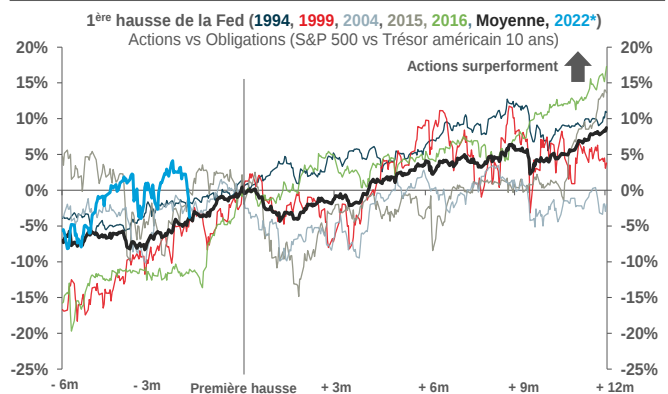


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

Actions vs obligations

Avec des taux 10 ans généralement inchangés à la suite de la hausse initiale de la Fed, la conclusion pour les actions par rapport aux obligations gouvernementales est la même que pour les actions prises isolément : un début difficile, mais ultimement un rendement total positif à la fin de la période de 12 mois (dans quatre cas sur cinq, **graphique 9, page suivante**).

9 | Les actions ont surperformé les obligations 4 fois sur 5

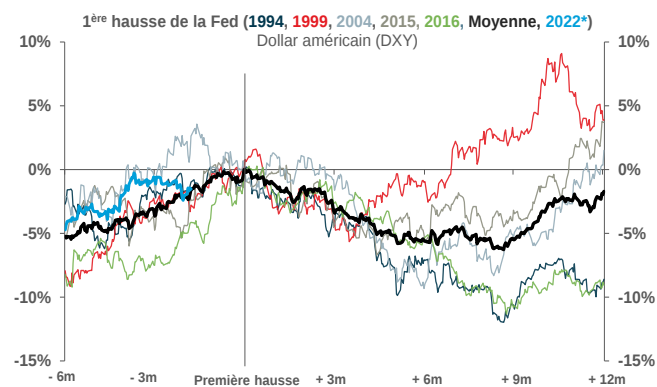


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

Dollar américain

Une tendance intéressante est observée avec le dollar, qui atteint en moyenne un sommet juste au début du cycle de resserrement, avant de se déprécier rapidement au cours des mois suivants. En fait, dans les cinq cas analysés, l'indice DXY était en baisse d'environ 5 % quatre mois après le relèvement initial de la Fed (**graphique 10**). Cela suggère que même si le billet vert peut encore avoir un certain potentiel haussier à court terme, il pourrait redescendre plus tard dans l'année, potentiellement juste au moment où l'activité économique chinoise commence à bénéficier de politiques monétaire et budgétaire plus accommodantes.

10 | Le dollar atteint un sommet lors de la 1^{ère} hausse

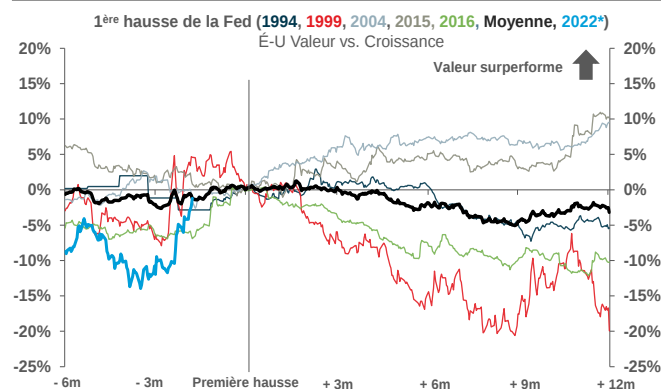


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

Leadership boursier

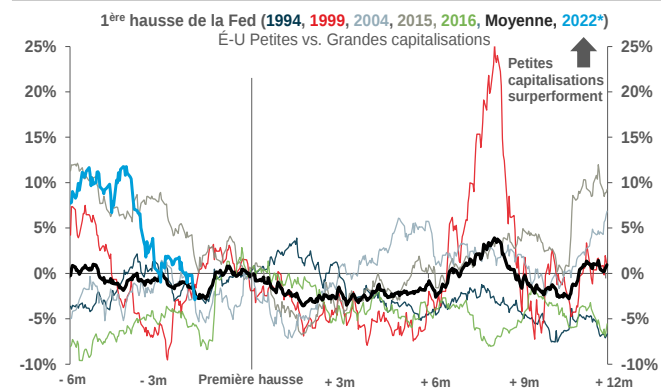
Si des tendances soutenues ont pu être détectées pour le S&P 500, les obligations et le dollar, il n'en est pas de même pour les facteurs et les secteurs du marché boursier. Aucune tendance claire ne se dégage de l'opposition des actions de type « valeur » aux actions de type « croissance » ; les premières ont surperformé d'environ 10 % en 2004 et 2015, mais ont sous-performé au cours des trois autres périodes (**graphique 11**). La situation est la même lorsqu'on regarde la taille des entreprises : ni les petites ni les grandes capitalisations ne semblent profiter systématiquement d'une première hausse de la Fed (**graphique 12**). Enfin, la séparation des actions en secteurs cycliques et défensifs ne donne pas de résultats concluants (**graphique 13, page suivante**).

11 | Pas de tendance claire pour Valeur vs. Croissance...



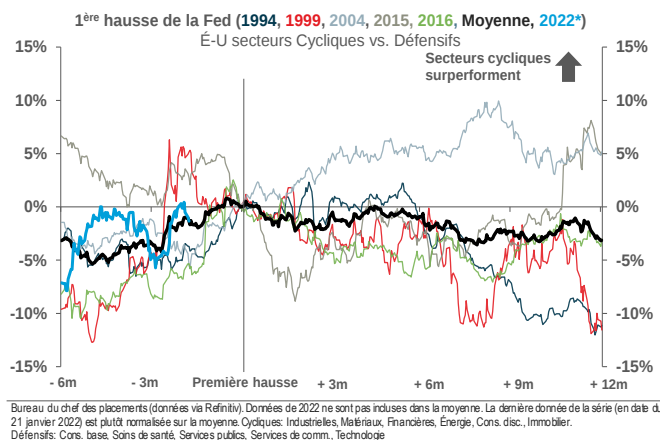
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). S&P Value vs S&P Growth. Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

12 | ... ni pour petites vs. grandes capitalisations



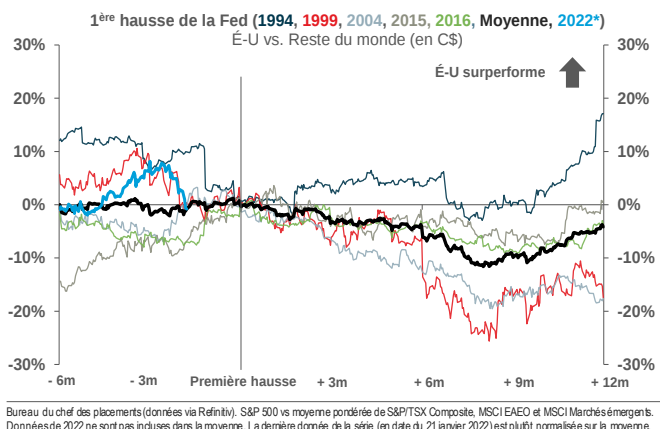
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). Russell 2000 vs S&P 100. Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

13 | Les secteurs défensifs font mieux en moyenne



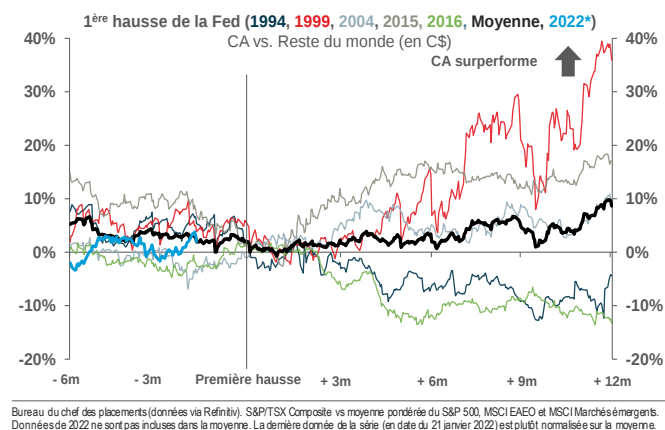
Le leadership géographique conduit à des résultats légèrement plus intéressants. La plupart du temps, les actions américaines ont sous-performé le reste du monde après une hausse initiale, parfois de façon assez significative (**graphique 14**).

14 | Les É-U sous-performent plus souvent qu'autrement...



Le contraire est vrai pour le Canada, qui surperforme le reste du monde trois fois sur cinq. Cependant, une grande partie de l'excellente performance relative de 1999 a été gonflée par Nortel, entraînant une certaine distorsion de la moyenne (**graphique 15**).

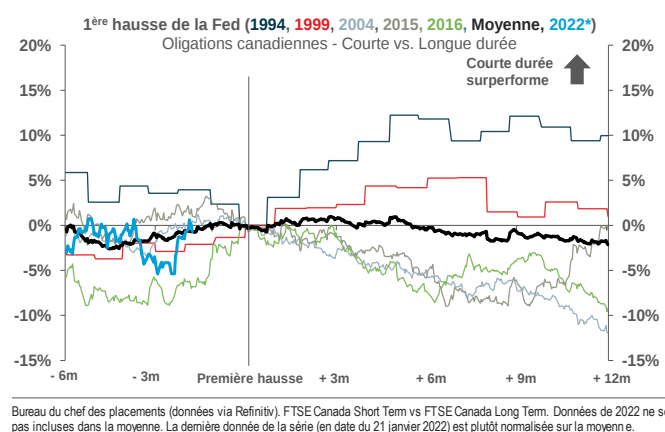
15 | ... alors que le Canada a tendance à bien faire



Leadership obligataire

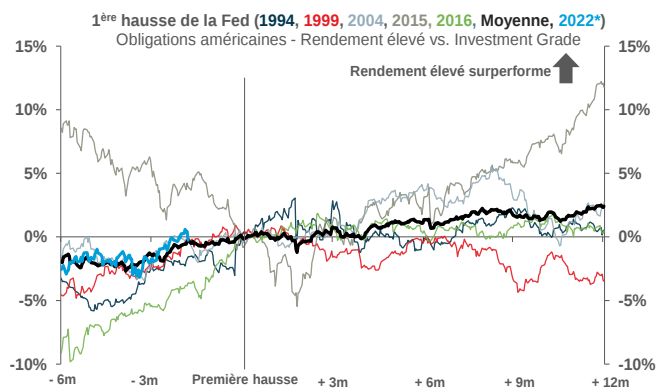
Privilégier les obligations canadiennes de courte durée peu après le relèvement du taux cible de la Fed était autrefois une stratégie viable, permettant d'obtenir des rendements positifs au cours des cycles débutant en 1994 et 1999. Toutefois, plus récemment, les taux longs n'ont pas suivi la hausse du taux des fonds fédéraux pendant les cycles de resserrement monétaire, entraînant une surperformance des obligations à long terme (**graphique 16**).

16 | Court durée a rarement payé récemment



Aux États-Unis, les titres à rendement élevé surperforment leurs alternatives plus sûres (**graphique 17, page suivante**). Toutefois, la moyenne est fortement influencée par le cycle de

17 | Les titres à rendement élevé surperforment légèrement



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). ICE BofA US High Yield Index vs ICE BofA US Corporate Index. Données de 2022 ne sont pas incluses dans la moyenne. La dernière donnée de la série (en date du 21 janvier 2022) est plutôt normalisée sur la moyenne.

2015, lorsque les écarts de crédit se sont resserrés de près de 300 points de base entre décembre 2015 et décembre 2016 – récupérant essentiellement leurs pertes de l'année antérieure. Si nous excluons cette période, les mouvements ont généralement été beaucoup plus modestes et sans direction claire.

Conclusion

Bien que les conditions entourant chaque cycle de resserrement soient indéniablement différentes, de multiples tendances se dégagent de notre analyse. Parmi celles-ci, l'aplatissement de la courbe de rendement et la dépréciation du dollar après la première hausse de taux semblent être les plus persistantes. La bonne performance des actions, supportée par une solide croissance des bénéfices, est également notable. Toutefois, les premiers mois qui suivent le relèvement des taux sont généralement assez volatils.

Finalement, les tendances historiques ne se répèteront pas nécessairement cette année. Il est important de réaliser que les hausses de taux de la Fed ne sont qu'un des nombreux facteurs derrière la performance des marchés et ces dernières n'étaient pas nécessairement le facteur prédominant lors des périodes de notre analyse. Il en va de même pour cette année; la pandémie, le bilan de la Fed, les perturbations des chaînes

d'approvisionnement et les risques géopolitiques accrus ayant tous un rôle à jouer. La situation actuelle étant si particulière, le début du prochain cycle de resserrement monétaire de la Fed pourrait bien déclencher une réaction de marché totalement différente de ce que nous avons observé par le passé.

Bureau du chef des placements
CIO-Office@bnc.ca

Martin Lefebvre
Chef des placements
martin.lefebvre@bnc.ca

Louis Lajoie
Directeur
Stratégie d'investissement
louis.lajoie@bnc.ca

Simon-Carl Dunberry
Directeur
Stratégie de portefeuille
simon-carl.dunberry@bnc.ca

Nicolas Charlton
Associé
Stratégie quantitative
nicolas.charlton@bnc.ca

Mikhael Deutsch-Heng
Associé
Stratégie d'investissement
mikhael.deutschheng@bnc.ca

Zaid Shoufan
Associé
Stratégie de portefeuille
zaid.shoufan@bnc.ca

Christophe Faucher-Courchesne
Associé
Stratégie quantitative
christophe.faucher-courchesne@bnc.ca

Général

Le présent document a été élaboré par Banque Nationale Investissements inc. (BNI), filiale en propriété exclusive de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (TSX : NA).

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complet de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation. Les points de vue exprimés ne visent pas à prodiguer des conseils de placement ni à faire la promotion de placements en particulier et aucune prise de décision de placements ne devrait reposer sur ces derniers. Banque Nationale Investissements inc. a pris les moyens nécessaires afin de s'assurer de la qualité et de l'exactitude des informations contenues aux présentes à la date de la publication. Cependant, Banque Nationale Investissements inc. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de cette information et cette communication ne crée aucune obligation légale ou contractuelle pour Banque Nationale Investissements inc.

BNI ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, BNI et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement.

Le présent document ne peut être distribué qu'au Canada et qu'aux résidents du Canada que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent document ne s'adresse pas à vous si BNI ou toute société affiliée distribuant le présent document fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent document, vous devriez vous assurer que BNI a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Un placement dans un fonds d'investissement (« Fonds ») peut donner lieu à des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus des Fonds avant de faire un placement. Les titres des Fonds ne sont pas assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts. Les Fonds ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et leur rendement passé n'est pas indicatif de leur rendement dans l'avenir.

© 2022 Banque Nationale Investissements inc. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.