

Données sur le marché canadien | 11 juillet 2023

Occasions intéressantes liées aux actions canadiennes

Synthèse

- **En raison de sa reprise post-COVID-19 semblable à celle des États-Unis, mais plus tardive, le Canada a eu en 2022 un rendement supérieur à celui de son voisin du sud.** La hausse des prix des produits de base a également contribué à soutenir le commerce et les dépenses en capital dans le domaine énergétique. En 2023, toutefois, la croissance du Canada a ralenti, tout comme celle des États-Unis. La baisse des prix de l'immobilier et les coûts plus élevés du service de la dette sont contraignants pour les ménages, mais le revenu personnel provenant d'un marché du travail encore tendu a contribué à juguler les dépenses. D'ici 2024, une politique monétaire moins restrictive pourrait stabiliser l'activité immobilière et soutenir la consommation et l'investissement des entreprises, ramenant la croissance au-dessus de son potentiel.
- **L'effet à retardement à partir de 450 points de base de hausses des taux, qui se poursuit, devrait conduire à un ralentissement de la croissance plus tard en 2023 et en 2024,** nous conduisant à nous appuyer sur un scénario de référence d'absence de récession, tandis que notre scénario baissier de probabilité non nulle nous incite à rester vigilants. Les marchés ont écarté ce scénario d'atterrissage en douceur pour l'économie canadienne en 2023-2024 au moyen d'une prime de risque sur capitaux propres plus élevée.
- **L'économie canadienne est particulièrement sensible au cycle des taux d'intérêt, puisque l'endettement des ménages et du gouvernement a augmenté au cours de la dernière décennie.** Les contraintes de bilan, tant pour les ménages que pour les gouvernements, se traduiront par une souplesse macroéconomique amoindrie tout au long du cycle économique.
- **Les possibilités de croissance à long terme offertes par les investissements dans les infrastructures, la transition énergétique et les technologies peuvent offrir aux investisseurs canadiens des occasions au niveau national.** Tout cela, en partie, est dû à un cycle robuste de dépenses en capital aux États-Unis que nous prévoyons dans la ou les décennies à venir.
- **La prime de risque sur capitaux propres au Canada représente actuellement le double de la prime de risque sur capitaux propres aux États-Unis.** Cette grande inégalité entre le Canada et les États-Unis a été observée seulement dans 6,3 % des cas depuis 2000.
- La prime de risque sur capitaux propres actuelle aux États-Unis et un surrendement prolongé par rapport à l'indice MSCI Monde (hors É.-U.) appellent à une certaine prudence quant à la concentration excessive en actions américaines.
- **Le Comité mondial de placement de Morgan Stanley Gestion de Patrimoine privilégie actuellement une exposition accrue dans les actions des marchés développés de la région Asie-Pacifique, y compris le Japon, et dans les actions des marchés émergents, et recommande de sous-pondérer les expositions dans les titres à revenu fixe eu égard aux actions américaines,** en particulier en ce qui a trait au style de croissance potentiellement trop étendu. Le Comité mondial de placement a sous-pondéré les expositions dans les produits de base et les biens immobiliers/FPI, mais surpondéré les expositions dans des stratégies couvertes, par rapport à ses indices de référence mixtes.

Stu Morrow, CFA

Directeur général, stratège en chef des placements
Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada
stu.morrow@morganstanley.com
+1 416 943-8530

Aperçu macroéconomique : Attendre un atterrissage en douceur, tout en reconnaissant les risques de dégradation

Le risque de récession au Canada au cours des deux prochaines années demeure une probabilité non nulle en raison de la poursuite du durcissement monétaire, qui supprime probablement l'activité économique par le ralentissement de la consommation et de l'investissement des entreprises non résidentielles. Les coûts plus élevés du service de la dette sont toujours contraignants pour les ménages, mais le revenu personnel reste soutenu par un marché du travail encore tendu, ce qui contribue à juguler les dépenses. Dans le tableau 1 ci-après, nous présentons un résumé des prévisions économiques canadiennes de Morgan Stanley & Co. (MS & Co.) selon plusieurs facteurs.

Dépenses de consommation – freinées par des niveaux d'endettement élevés et la hausse des prix de l'immobilier

Les dépenses de consommation ralentiront probablement au second semestre de 2023, tandis que les effets du durcissement monétaire continueront de se répercuter sur l'économie. En juin 2023, la dette des ménages canadiens se situait à environ 165 % par rapport au revenu disponible (soit environ 1,5 fois le niveau des ménages américains). En conséquence, nous prévoyons que ce surendettement pourrait peser sur les dépenses des ménages, car les consommateurs pourraient devoir tenir compte des effets des taux d'intérêt plus élevés en vigueur. Certains ménages canadiens sont plus sensibles que d'autres aux taux d'intérêt. Pour un tiers des Canadiens titulaires d'un prêt hypothécaire résidentiel, il s'agit d'un prêt hypothécaire à taux variable, contre 3 % seulement aux États-Unis. La hausse des prix de l'immobilier au cours des 10 dernières années s'est traduite par une augmentation absolue de la dette des ménages canadiens.

L'investissement résidentiel en pourcentage du PIB est d'environ 10 % au Canada, contre seulement 4 % aux États-Unis. En raison de taux débiteurs plus élevés et d'une hausse des niveaux de la dette à la consommation, il est probable que l'investissement dans le secteur résidentiel sera le plus grand frein à la croissance du PIB pour le reste de 2023, avant de revenir à un niveau de contribution quasi nul en 2024, puisque la demande de logement demeure élevée, et que la réaction des participants à un taux moins élevé augmente à mesure que nous atteignons un taux directeur maximal. Ce résultat peut se produire dans le contexte d'un certain accommodement monétaire de la part de la Banque du Canada et d'un flot lent de l'offre de logements. Les constructeurs continuent de faire face à des coûts élevés liés aux permis, au zonage, aux matériaux et à la main-d'œuvre, ainsi qu'à des pénuries de main-d'œuvre qualifiée.

Malgré les défis posés par la hausse des coûts du service de la dette, nous nous attendons à ce que l'épargne excédentaire et la

Tableau 1. Sommaire des prévisions économiques, pétrolières et USD/CAD au Canada (2021-2024E)

Canada : Sommaire des prévisions (scénario de référence)	2021	2022	2023E	2024E
PIB réel (% annuel)	4,5	3,4	0,9	1,7
Consommation privée	2,8	3,3	0,9	0,9
Consommation publique	1,3	0,4	0,4	0,3
Investissement brut en capital fixe	1,5	-0,3	-0,4	0,2
Taux de chômage (fin de période, % main-d'œuvre)	7,5	5,3	5,7	6,2
IPC (% annuel)	3,4	6,8	3,5	2,0
IPC de référence (% annuel)	2,4	5,0	3,6	2,2
Taux directeur (fin de période, %)	0,25	4,25	5,00	4,00
Solde du secteur public (% du PIB)	-4,4	-0,7	-0,4	-0,4
Dette publique brute (% du PIB)	115,1	106,6	105,1	102,2
Pétrole Brent (fin de période, USD/bbl)	79,32	85,91	75,00	85,00
USD/CAD (fin de période)	1,27	1,36	1,38	1,31

Sources : Morgan Stanley & Co., Statistique Canada, Banque du Canada au 14 juin 2023. « E » indique une prévision de MS & Co.

croissance saine du revenu du travail procurent un coussin aux ménages canadiens, ce qui signifie que la consommation ralentira probablement, mais ne s'effondrera pas cette année. MS & Co. s'attend à ce que la croissance démographique du Canada, alimentée par l'immigration nette, puisse stimuler les dépenses de consommation agrégées. Le gouvernement augmentera probablement ses objectifs en matière de résidents permanents dans son Plan des niveaux d'immigration de 2023-2025, accueillant 465 000 nouveaux résidents permanents en 2023, 485 000 en 2024 et 500 000 en 2025. À plus long terme, une immigration accrue aidera à compenser l'augmentation des départs à la retraite et à pourvoir les postes vacants.

L'accessibilité au logement reste difficile au Canada, bien que, plus récemment, l'indice d'accessibilité au logement ait affiché une amélioration marginale. Le Canada a probablement besoin d'une offre supplémentaire de logements et de taux d'intérêt plus bas pour s'assurer que des logements abordables sont accessibles afin de soutenir la croissance attendue de l'immigration. Si nous constatons des défis structurels à moyen terme, y compris des déséquilibres de l'offre et de la demande, les perspectives à court terme semblent s'être stabilisées. L'activité du logement reprend, ce que la Banque du Canada considère comme un facteur contributif à sa décision d'augmenter les taux le 7 juin, tandis que les ménages canadiens semblent capables de gérer des coûts d'emprunt plus élevés pour l'instant.

En ce qui concerne le risque d'insolvabilité hypothécaire, la plupart des banques canadiennes ont travaillé en étroite collaboration avec les emprunteurs pour atténuer les répercussions de taux plus élevés. Dans certains cas, les emprunteurs font face à des augmentations de 20 à 40 % des paiements hypothécaires en prolongeant les périodes d'amortissement. Nous continuons de surveiller l'exposition des banques canadiennes aux prêts hypothécaires résidentiels et, par extension, la sensibilité des banques aux bénéfices. Il ne faut pas oublier que plus de 40 % des

ménages canadiens n'ont pas de prêt hypothécaire sur leur résidence principale et que, dans une certaine mesure, le resserrement du marché du travail contrebalance l'effet négatif de la hausse des taux d'intérêt.

Dans le tableau 2, nous fournissons un aperçu des prévisions de MS & Co. pour 2023-2024 dans le scénario de référence, ainsi que dans un scénario baissier et un scénario haussier.

Tableau 2. Analyse des scénarios macroéconomiques canadiens de MS & Co.

Scénarios Macroéconomiques canadiens de 2023-2024	Scénario de référence	Scénario baissier	Scénario haussier
Croissance économique	Atterrissage en douceur, tandis que les coûts plus élevés du service de la dette sont toujours contraignants pour les ménages, mais que le revenu personnel issu d'un marché du travail tendu contribue à juguler les dépenses.	Récession au T3/T4 2023, entraînée par un ralentissement pire que prévu et des niveaux élevés d'endettement des ménages et de bilans des entreprises.	Au-dessus du potentiel en 2024 stimulé par la consommation et les investissements dans le secteur résidentiel plus tôt que prévu.
Inflation	Baisse annoncée pour 2023 des prix des produits de base plus faibles/stables, rechute à 2,9 % à la fin de 2023 et à 2 % au T4 2024. Désinflation des salaires due au relâchement du marché du travail.	Chute de l'inflation plus rapide que prévu dans le scénario de récession; le scénario de stagflation n'est pas notre scénario de référence, mais a aussi une probabilité non nulle.	Le soulagement des pressions sur les chaînes d'approvisionnement entraîne une désinflation des biens; inflation des services essentiels moins durable que prévu.
Marché du travail	Le taux de chômage augmente en raison de la faiblesse de la demande de main-d'œuvre et l'immigration accrue augmente le facteur de participation au marché du travail.	Le taux de chômage augmente comme dans le scénario de référence, mais une demande plus faible due à la récession signifie un taux de chômage plus élevé.	Le taux de chômage augmente comme dans le scénario de référence; la productivité du travail s'améliore par rapport à une base faible en 2023.
Taux directeur	Le taux directeur de la Banque du Canada culmine à 5 %, puis reste en suspens jusqu'à la fin de 2023. Après quoi, la Banque du Canada évalue les pressions inflationnistes/le ralentissement de la demande.	La Banque du Canada n'est pas convaincue que les mesures de l'inflation de base diminuent assez rapidement; ou l'inflation peut augmenter, ce qui force le taux directeur à rester élevé plus longtemps que prévu.	L'inflation s'apaise plus tôt que prévu, ce qui permet à la Banque du Canada de réduire ses taux d'ici fin 2023.

Source : Morgan Stanley & Co., au 14 juin 2023. Remarques : La croissance économique fait référence à la croissance du PIB réel (%); à l'inflation, à l'IPC de référence du Canada (%); à la main-d'œuvre, au taux de chômage au Canada ou au taux d'activité au Canada (%); et au taux directeur (%), au taux débiteur à un jour de la Banque du Canada.

- **S'agissant de l'inflation, comme elle reste une préoccupation majeure pour les investisseurs**, une certaine décélération récente des mesures de l'IPC annualisé réduit et médian désaisonnalisé sur trois mois suggère que la voie à suivre pour ramener l'inflation à l'objectif pourrait être cahoteuse. Nous continuons de nous attendre à ce que d'ici la fin de 2024, l'inflation canadienne de base se situe dans la fourchette cible de 2 % de la Banque du Canada.
- **Dans le scénario baissier**, des niveaux élevés d'endettement sur les bilans des ménages et des entreprises, couplés à un ralentissement pire que prévu, posent des risques de dégradation, menant à un ralentissement économique qui pourrait pousser le Canada vers la récession. Cependant, un ralentissement brutal pourrait signifier que l'inflation chute plus rapidement que prévu, et la Banque du Canada est contrainte de mettre fin à son programme de durcissement quantitatif et de réduire les taux plus agressivement en 2024 pour stimuler l'activité économique. Dans ce scénario, le resserrement actuel du marché du travail pourrait aider à contrebalancer en partie le choc négatif de la hausse des taux d'intérêt sur l'augmentation des paiements au titre du service de la dette des ménages canadiens.
- **Dans le scénario haussier**, l'inflation des biens diminue plus rapidement grâce à l'allègement des pressions exercées sur la chaîne d'approvisionnement, tandis que l'inflation des services essentiels s'avère moins durable que prévu, permettant à la Banque du Canada de commencer à normaliser son taux directeur (à partir du T4 2023) et de réaliser 225 points de base de réductions au cours du T4 2024. La croissance revient au-dessus de son potentiel en 2024, la consommation restant résiliente et l'investissement résidentiel rebondissant plus tôt que prévu.

Le Canada devrait bénéficier d'un supercycle de dépenses en capital aux États-Unis

Le Canada et les États-Unis entretiennent l'une des relations commerciales les plus importantes au monde, avec près de 1,3 billion de dollars de commerce bilatéral de biens et de services en 2022, ce qui fait du Canada le plus important partenaire commercial des États-Unis en matière de biens et de services. Le commerce canado-américain repose sur des chaînes d'approvisionnement binationales de longue date, où environ 80 % des exportations de biens canadiens vers les États-Unis sont incorporées dans des chaînes d'approvisionnement américaines, selon le gouvernement du Canada.

Plus tôt cette année, Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada a publié un rapport spécial intitulé « The Next American Productivity Renaissance ». Après la grande crise financière, le Canada et les États-Unis ont connu 13 années de stagnation séculaire. Soudain, la pandémie de COVID-19 a provoqué un choc de productivité exceptionnel, transformant la nature du travail et accélérant les changements structurels, exigeant de nouveaux investissements en capitaux aux États-Unis.

Compte tenu des liens étroits du Canada avec les États-Unis, nous estimons qu'il est raisonnable de supposer que l'économie et les marchés financiers du Canada profiteront de cette renaissance attendue de la productivité américaine.

Cinq principaux facteurs de transformation de la demande alimenteront probablement ce supercycle de dépenses en capital des États-Unis :

1. Perturbation numérique et automatisation à grande échelle des activités de services
2. Détachement structurel du marché du travail et nécessité de remplacer le travail par le capital
3. Progression de la démondialisation et des dépenses d'infrastructure
4. Accélération de la décarbonation et adoption d'un modèle hybride de durabilité énergétique
5. Ajustements géopolitiques conduisant à un nouvel ordre mondial

Bien que le total des fonds publics canadiens disponibles pour les initiatives d'énergie verte représente une fraction des fonds impliqués dans la *Loi sur la réduction de l'inflation (IRA)* des États-Unis, ils sont également complétés par des investissements croissants du secteur privé au Canada et des programmes d'investissement soutenus par le gouvernement fédéral, tels que :

- **Fonds stratégique pour l'innovation (FSI)** : financement de grands projets d'innovation dans tous les secteurs, avec soutien à la recherche et au développement. Financé par un transfert législatif annuel avec un budget initial pouvant

atteindre 18 milliards de dollars.

- **Initiative Accélérateur net zéro** : jusqu'à 8 milliards de dollars en financement pour appuyer des investissements à grande échelle dans des secteurs industriels clés à l'échelle du pays afin de s'assurer que le Canada demeure concurrentiel dans une économie à zéro émission nette et réduit les émissions de gaz à effet de serre (GES).
- **Fonds de croissance du Canada (FCC)** : pouvant atteindre 15 milliards de dollars, le FCC aidera le Canada à suivre le rythme d'une liste croissante de territoires de compétence qui utilisent des outils novateurs de financement public afin d'attirer les capitaux privés nécessaires pour accélérer le déploiement de technologies décarbonantes et stimuler la croissance économique.
- **Banque de l'infrastructure du Canada (BIC)** : jusqu'à 35 milliards de dollars dans des projets, investissements dans des infrastructures génératrices de revenus, ce qui profite aux Canadiens et attire des capitaux privés.

Possibilités et risques à long terme pour le Canada

À plus long terme, le Canada doit accélérer les investissements des entreprises et les dépenses en recherche et développement.

Pendant la majeure partie du siècle actuel, l'investissement canadien a dépendu des demandes du secteur des ressources. Après que les prix généraux des produits de base ont culminé vers 2014, les investissements en capital au Canada ont connu une baisse importante. Malgré certaines annonces très médiatisées d'investissements étrangers dans les secteurs canadiens de l'automobile, de l'énergie et des mines et de généreuses subventions fédérales qui ont suivi l'adoption de la *Loi sur la réduction de l'inflation (IRA)* des États-Unis, le Canada demeure derrière les autres économies développées en termes de dépenses intérieures brutes en recherche et développement. Selon les derniers chiffres de l'OCDE, le Canada a consacré seulement 1,6 % de son PIB à la recherche et au développement en 2022, ce qui est inférieur à la moyenne de l'OCDE de 2,7 % et à celle des États-Unis de 3,5 %.

La croissance de la consommation ralentira à mesure que la population vieillira, passant d'un taux de croissance annuel moyen de 2,9 % entre 2000 et 2020, à moins de 2 %, tandis que la consommation globale se déplace vers les secteurs de la santé et des loisirs. Ces développements auront des répercussions sur les revenus du gouvernement, en particulier pendant la transition vers la retraite de la population active.

Les flux d'immigration finiront par ralentir au cours des cinq à sept prochaines années, après avoir progressé de près de 2 % par an dans les années 2020, contre environ 1 % par an entre 1998 et 2002. À condition que le Canada élabore un plan global viable d'accessibilité au logement, la croissance de la formation de ménages au cours des années 2020 pourrait compenser une partie des répercussions du vieillissement de la population sur le secteur

du logement, tout en allégeant les contraintes du marché du travail.

La dette publique et privée peut limiter les dépenses. Cela est particulièrement vrai dans un scénario de taux d'intérêt plus élevé à plus long terme. Même si la politique fiscale doit rester concurrentielle à l'échelle mondiale, nous ne pouvons exclure des changements dans les tranches d'imposition marginales à plus long terme.

Le passage à des sources d'énergie de rechange a eu des répercussions négatives sur le secteur pétrolier et gazier, les investissements ayant diminué de 20 à 30 % au cours des dernières années, ce qui reste inférieur aux niveaux de dépenses en capital de 2019. Le Canada s'est efforcé d'adopter une approche équilibrée entre la promotion du développement des ressources et le renforcement de la performance environnementale, notamment en s'engageant à réduire les émissions de CO₂ de 40 % par rapport aux niveaux de 2005 d'ici 2030 et à atteindre la carboneutralité d'ici 2050. Le secteur pétrolier canadien a dû faire face à des difficultés, avec une capacité de pipeline insuffisante pour atteindre les consommateurs et une opposition croissante aux pipelines pour des raisons environnementales. À l'avenir, alors que le Canada poursuit ses efforts de décarbonation, jumelés à l'incertitude entourant la rentabilité à long terme des investissements pétroliers et gaziers, la réponse des investissements des entreprises à la hausse des prix des produits de base pourrait s'écarter des tendances antérieures.

Les secteurs miniers non liés à l'énergie continueront probablement de croître, y compris les projets en Saskatchewan (potasse) et l'exploitation minière dans tout le Canada, stimulés par une demande croissante de cuivre et de minerais de terres rares pour soutenir la poussée mondiale vers les véhicules électriques (VE). Outre ces possibilités d'exploitation minière liées aux véhicules électriques, le secteur des transports a besoin non seulement d'investissements publics, mais aussi, et surtout privés, dans les infrastructures pour soutenir son électrification.

Le Canada doit diversifier ses partenaires commerciaux. Bien que les liens étroits entre les États-Unis et le Canada ont profité aux exportateurs canadiens depuis des décennies, le Canada pourrait réduire sa dépendance économique globale à l'égard des États-Unis en diversifiant ses partenaires commerciaux.

Actions canadiennes : valorisations convaincantes et potentiel de hausse à long terme du supercycle des dépenses en capital aux États-Unis

Bien qu'ils aient élargi leur exposition internationale au cours des dernières années, les investisseurs canadiens conservent une exposition nationale importante au sein de leurs portefeuilles de placement. Selon le rapport sur le bilan des ménages sur l'économie des investisseurs de 2022, près de la moitié du portefeuille des investisseurs canadiens était composé de titres du marché monétaire, de prêts hypothécaires, d'obligations et de fonds de placement de type actions propres au Canada. Si l'on tient compte des résidences principales, des régimes de retraite et des dépôts bancaires, la proportion de l'exposition au Canada au niveau des ménages est encore plus importante.

Outre le risque de concentration, les portefeuilles dominés par le Canada renoncent à une variété d'occasions internationales, étant donné que les marchés obligataires et boursiers canadiens représentent seulement 3 % environ des actifs mondiaux. Par rapport aux indices boursiers mondiaux, la concentration au Canada peut entraîner une surexposition à certains secteurs (probablement, finances, énergie et matériaux) et une sous-exposition à d'autres secteurs (technologies de l'information et soins de santé).

Une occasion de valorisation rare

Depuis le début de l'année, les retardataires de l'an dernier sont devenus les leaders de cette année. Jusqu'à présent, en 2023, les actions canadiennes ont été surclassées par les actions américaines et mondiales en dollars américains. Les préférences des investisseurs en ce qui a trait au style de croissance et à l'investissement fondé sur l'élan ont inversé les tendances relatives de rendement de 2022, où les produits de base et les actions canadiennes ont eu un meilleur rendement que les actions mondiales et américaines. L'énergie, chef de file de 2022, a été le secteur le moins performant du groupe composé S&P/TSX depuis le début de l'année. Le ralentissement des indicateurs économiques sur les marchés développés et un rebond plus faible que prévu de l'économie chinoise ont entraîné une baisse des estimations de la demande de pétrole brut dans un contexte de tensions de l'offre. Pendant ce temps, le secteur financier canadien a signalé un ralentissement de la croissance. Les conditions financières se sont resserrées, tandis que le coût des dépôts augmente parallèlement aux provisions pour pertes sur prêts et à la croissance des dépenses, les banques offrant une rémunération plus élevée pour retenir et attirer les talents.

À la suite de la baisse des prix des produits de base et des vents contraires dans le secteur bancaire, les analystes ont abaissé de 4,8 % leurs prévisions de croissance des bénéfices pour 2023 pour l'indice composé S&P/TSX depuis le début de l'année, en raison de révisions négatives pour les matériaux, l'énergie, les FPI, les biens de consommation de base et les services financiers, comme l'illustre le tableau 3.

Tableau 3. Indice composé S&P/TSX : croissance des bénéfiques et tendances de révision des bénéfiques

Composé S&P/TSX (croissance des bénéfiques, révisions)	2022	2023E	2024E
Estimation du BPA pour l'année complète	1 569 \$	1 454 \$	1 605 \$
Variation sur douze mois (%)	27,9 %	-7,3 %	10,4 %
Révisions depuis le début de l'année (%)		2023E	2024E
Composé S&P/TSX		-4,8 %	-2,3 %
Énergie S&P/TSX		-12,0 %	-3,8 %
Matériaux S&P/TSX		-3,0 %	2,6 %
FPI S&P/TSX		-9,6 %	-4,9 %
Services financiers S&P/TSX		-5,7 %	-5,3 %
Biens de conso. de base S&P/TSX		-4,7 %	2,2 %

Source : Bloomberg au 15 juin 2023. « E » indique les prévisions du consensus Bloomberg.

Les actions canadiennes offrent une rémunération conditionnelle plus élevée que les actions américaines

Le graphique 1 illustre la tendance historique de la prime de risque sur capitaux propres dans les deux marchés, en soulignant l'écart actuel entre les deux marchés. La prime de risque sur capitaux propres représente l'écart entre le ratio bénéfice/cours d'un marché boursier et le rendement de ses obligations d'État. Généralement, les analystes déterminent le ratio bénéfice/cours à partir de l'inverse du ratio cours/bénéfice (ratio C/B) à terme, fournissant une estimation des bénéfiques attendus par unité de prix. Comparativement au marché boursier américain, sur la seule prime de risque sur capitaux propres, les actions canadiennes offrent une marge de sécurité équitable. Alors que la prime de risque sur capitaux propres du Canada se situe au-dessus de 400 points de base, celle des États-Unis est tombée en dessous de 200 points de base.

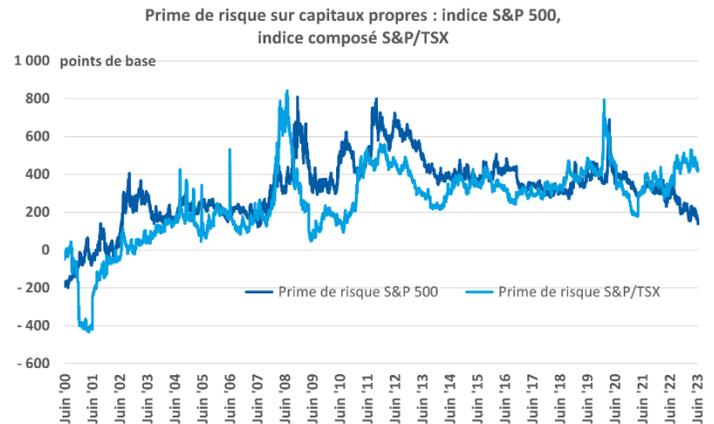
Nous soupçonnons que l'écart entre le Canada et les États-Unis reflète :

- Les préférences des investisseurs pour le style de croissance et le secteur des technologies par rapport au positionnement lié aux services financiers et aux produits de base, reflétant une fin potentielle des hausses de taux d'intérêt. La volatilité des prix des produits de base a exercé des pressions sur la valorisation et les estimations pour les secteurs économiquement sensibles.
- Le risque économique canadien idiosyncrasique lié au marché du logement et aux bénéfiques des banques canadiennes, surtout maintenant que la Banque du Canada a récemment relancé sa campagne de hausse des taux, resserrant les

conditions financières.

- Les efforts de décarbonation, conjugués à l'incertitude entourant la rentabilité à long terme des investissements pétroliers et gaziers.

Graphique 1. Prime de risque sur capitaux propres au Canada et aux États-Unis : l'écart historiquement large implique une plus grande marge de sécurité pour les actions canadiennes



Source : au 15 juin 2023. Calcul de la prime de risque sur capitaux propres pour l'indice S&P 500 et l'indice composé S&P/TSX = ratio bénéfice/cours à terme (%) moins rendement des bons du Trésor à 10 ans (%). Le rendement passé ne garantit pas le rendement futur et vous ne pouvez pas investir directement dans un indice.

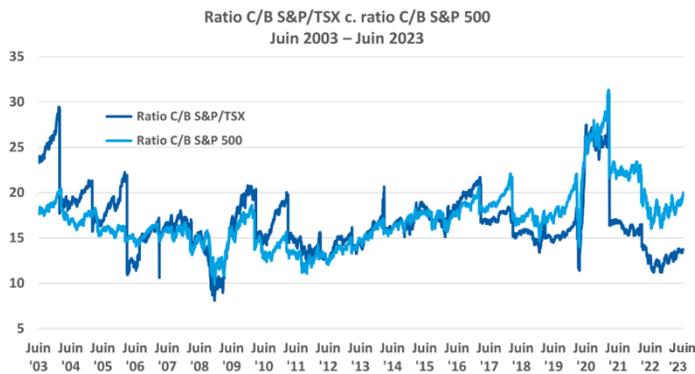
Bien que la valorisation ne soit pas suffisante à elle seule, les points de départ importent. En observant plusieurs cycles de marché passés, lorsque les primes de risque sur capitaux propres canadiennes se situaient au-dessus de 400 points de base, les actions canadiennes ont généré des rendements à terme positifs sur un an plus de 73 % du temps, soit une probabilité légèrement meilleure que la période moyenne de 12 mois. En effet, le niveau de divergence des primes de risque sur capitaux propres entre le Canada et les États-Unis a rarement semblé aussi étendu au cours des 23 dernières années, comme l'illustre le graphique 1. La divergence des primes de risque sur capitaux propres entre le Canada et les États-Unis a été supérieure à 200 points de base seulement 6,3 % du temps au cours des 23 années d'histoire des données quotidiennes.

Sur la base du ratio C/B, le Canada affiche une décote importante par rapport aux États-Unis. Nous obtenons une perspective similaire sur les données de valorisation rare du Canada en examinant les ratios C/B à terme pour les deux pays.

Historiquement, les ratios C/B du Canada se sont généralement négociés au même niveau ou même au-dessus de ceux des États-Unis. La décote actuelle au Canada reflète probablement les différences de composition des indices, en particulier les pondérations plus élevées du Canada dans les secteurs de l'énergie et des matériaux.

À l'heure actuelle, les actions canadiennes se négocient à des décotes de ratios C/B historiquement étendues. En fait, la décote de ratios C/B de -6,1 x est inférieure de deux écarts-types à la moyenne à long terme, se produisant moins de 1 % du temps au cours de l'histoire des données quotidiennes sur 20 ans (graphique 2).

Graphique 2. Composé S&P/TSX par rapport à l'indice S&P 500 : ratios C/B à terme historique



Source : Bloomberg au 15 juin 2023.

Un assouplissement relatif des conditions financières pourrait constituer un catalyseur pour combler cet écart de valorisation. Les valorisations et les conditions financières sont étroitement liées, surtout compte tenu des niveaux d'endettement du gouvernement et des ménages canadiens. Compte tenu de notre scénario économique de base, l'assouplissement des taux directeurs en 2024 pourrait soutenir les ratios C/B du Canada.

En outre, un certain ralentissement relatif de l'enthousiasme des investisseurs envers les entreprises de technologies à mégacapitalisation américaines pourrait réduire la décote. Après le Canada, les actions américaines représentent les plus importantes participations pour la plupart des investisseurs canadiens. Le marché boursier américain représente environ 60 % de la capitalisation boursière mondiale, et il abrite certaines des entreprises les plus prospères dans différents secteurs.

Cependant, outre les écarts de valorisation mentionnés ci-dessus, les investisseurs auraient intérêt à tenir compte de ce qui suit :

Les marchés ont tendance à évoluer en cycles et, au cours des 15 dernières années et plus, les actions américaines (indice MSCI É.-U.) ont eu un rendement nettement supérieur à celui du reste du monde (indice MSCI Monde hors É.-U.).

Cette période apparaît comme une anomalie historique. Il y a eu dans le passé de longues périodes où les investisseurs ont été récompensés en détenant des actions non américaines.

Les écarts de rendement à long terme entre les actions canadiennes et américaines ont historiquement suivi de près les cycles des produits de base et habituellement la vigueur du dollar canadien. Nous avons une perspective modérément positive sur les

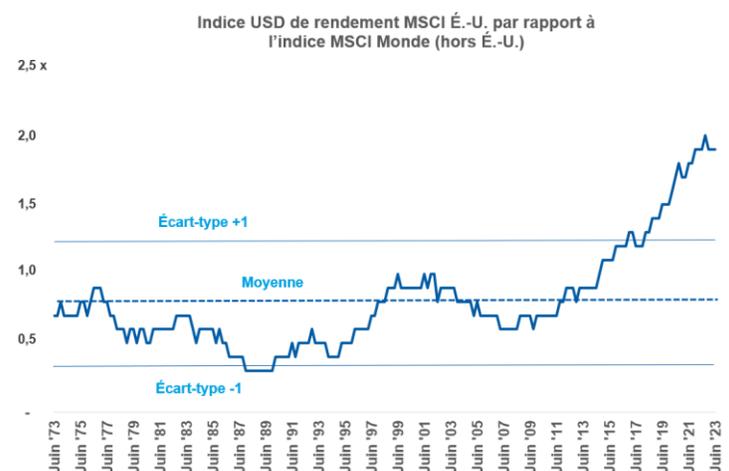
produits de base, y compris l'or. Parallèlement, le dollar canadien pourrait se négocier plus fermement dans un contexte de ralentissement du dollar américain à moyen terme.

Aujourd'hui, MS & Co. a une vision à court terme moins favorable des actions américaines, fondée sur les perspectives négatives de croissance des bénéficiaires en 2023, contrairement aux attentes consensuelles. La plupart des catégories d'actifs, y compris l'indice S&P 500 à pondération égale, ont révélé un atterrissage en douceur, accompagné d'une réduction de la demande et du pouvoir de fixation des prix – deux ingrédients à une baisse des bénéficiaires. Malgré cela, l'indice S&P 500 pondéré par capitalisation, dominé par les entreprises de technologies à mégacapitalisation, a enregistré simultanément une reprise des bénéficiaires en V pour les six prochains trimestres. Compte tenu de la détérioration générale des principaux indicateurs économiques américains et des données d'enquête, nous estimons que cette thèse n'est pas crédible. Les valorisations américaines élevées combinées à des attentes élevées laissent beaucoup de place à la déception.

Actions américaines par rapport au reste du monde : la dynamique de cycle à long terme peut suggérer une mise en garde

Dans le graphique 3, nous examinons une vue d'ensemble à long terme du rendement des actions américaines, par rapport aux actions du reste du monde (RdM). Dans ce graphique, les périodes où la ligne est ascendante correspondent à un surrendement des actions américaines. Jusqu'à la crise financière mondiale (2008), il y avait eu plusieurs épisodes de surrendement des actions américaines. Depuis lors, cependant, les États-Unis ont connu un surrendement presque ininterrompu, portant la série de plus de deux écarts-types au-dessus de la moyenne à long terme.

Graphique 3. Actions américaines par rapport au reste du monde – période prolongée de surrendement aux États-Unis



Source : Bloomberg au 15 juin 2023, en monnaie locale. Substitut d'actions américaines = indice MSCI É.-U., substitut d'actions RdM = indice MSCI Monde (hors É.-U.). Le rendement passé ne garantit pas le rendement futur et vous ne pouvez pas investir directement dans un indice.

Le surrendement récent des États-Unis s'est développé à la suite de solides raisons fondamentales. Par exemple, des secteurs clés, notamment les technologies de l'information, les biens de consommation discrétionnaires et les services de communication, ont connu une croissance vigoureuse en termes de revenus, d'expansion des marges et de rendements élevés des flux de trésorerie disponibles.

Du point de vue de la gestion des risques, cependant, cette période de surrendement pourrait avoir été surprolongée à long terme, ce qui justifierait un certain degré de prudence, au cas où le leadership du marché viendrait à changer.

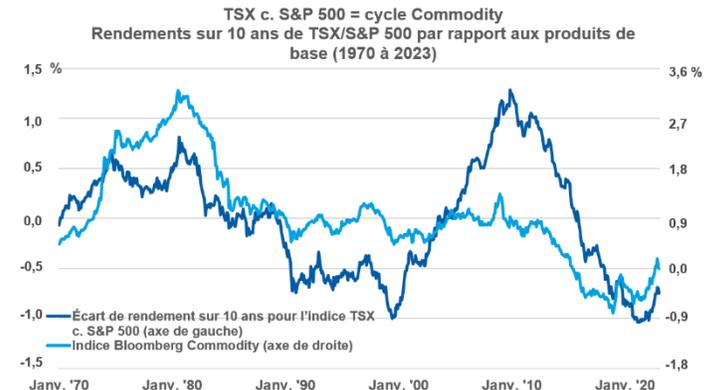
Les cycles des produits de base ont influencé le rendement à long terme du Canada et pourraient soutenir les actions canadiennes ici

En examinant les cycles précédents, nous avons identifié plusieurs facteurs qui expliquent les écarts de rendement des actions entre le Canada et les États-Unis. Parmi les produits de base, les devises et les facteurs d'inflation, les produits de base ont eu tendance à influencer le plus fortement l'écart de rendement, tandis que les variations USD/CAD se sont révélées être un indicateur à retardement.

Nous présentons dans le graphique 4 une vue des écarts de rendement mensuels glissants sur 10 ans entre l'indice composé S&P/TSX et l'indice S&P 500, ainsi que l'indice Bloomberg Commodity, remontant à 1970. Nous pouvons constater une relation étroite et une période marquée où le Canada connaît un meilleur rendement que les États-Unis alors que le cycle produits de base progresse d'un creux à un pic avant de chuter.

Cette relation est logique, compte tenu de la pondération plus élevée des produits de base dans l'indice composé S&P/TSX comparativement à l'indice S&P 500. Bien qu'il s'agisse d'une rubrique utile pour comprendre les écarts de rendement, **les investisseurs doivent aller à l'encontre de leur conviction en ce qui a trait aux produits de base lorsqu'ils examinent la favorabilité relative du Canada.**

Graphique 4. Écart de rendement sur 10 ans pour l'indice composé S&P/TSX par rapport à l'indice S&P 500 et à l'indice Bloomberg Commodity



Source : Bloomberg au 31 mai 2023. Nous avons représenté les produits de base avec l'indice Bloomberg Commodity, calculé sur la base d'un rendement excédentaire et reflétant les fluctuations de prix des contrats à terme sur les produits de base.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, nous croyons que les États-Unis sont sur le point d'entamer un important cycle de dépenses en capital, ce qui pourrait profiter à l'économie canadienne et aux marchés financiers. Notre vision actuelle des produits de base en tant que couverture de portefeuille est également favorable, compte tenu du rendement plus faible depuis le début de l'année de l'indice des produits de base au sens large. Les produits de base ont tendance à se déplacer inversement au dollar américain et aux taux d'intérêt réels, qui sont tous deux plus élevés depuis le début de l'année. Dans le contexte d'un environnement inflationniste normalisant, nous prévoyons un rebond dans des domaines comme le cuivre et le pétrole, en particulier compte tenu des contraintes séculaires de l'offre.

Résumé des recommandations : rechercher la diversification mondiale, mais rechercher des résultats favorables pour le Canada

Même si le Canada représente moins de 3 % de la capitalisation boursière mondiale, les investisseurs canadiens conservent une part importante de leur portefeuille en actions canadiennes. Si les investisseurs canadiens ont intérêt à profiter des possibilités mondiales de diversification, nous estimons qu'il y a de bonnes raisons d'être optimistes eu égard aux actions canadiennes à court terme – et peut-être au cours de la prochaine décennie.

Par rapport au marché boursier américain, où les arguments en matière de valorisation et de bénéfices sont moins convaincants, les actions canadiennes semblent refléter un risque de dégradation accru par rapport au ralentissement de la croissance, ce qui présente une occasion pour les investisseurs ayant du capital non investi. Comme nous l'avons déjà mentionné, compte tenu des liens étroits entre le Canada et les États-Unis, nous estimons qu'il est raisonnable de supposer que l'économie et les marchés financiers du Canada profiteront de cette renaissance attendue de la productivité américaine.

Nous estimons toutefois qu'un environnement de stagflation présente un risque important pour ces perspectives positives à court terme pour le Canada. Une telle configuration obligerait probablement la Banque du Canada à maintenir des taux plus élevés plus longtemps, ou peut-être à faire passer le taux directeur au-dessus de nos prévisions. La hausse des taux d'intérêt et du chômage poserait des risques de dégradation pour le logement, les banques canadiennes et les bénéfices S&P/TSX. Dans un scénario de stagflation, les produits de base se comporteraient également mal et les bénéfices composés baisseraient pour le composé S&P/TSX.

Nous ne sommes pas aussi enthousiastes au sujet des actions américaines aujourd'hui. Le solide rendement de l'indice pondéré par la capitalisation le début de l'année obscurcit les risques liés à la concentration, à l'ampleur et à la valorisation, l'exubérance pour les actions liées à l'IA exacerbant la fragilité du marché. Ces indicateurs ont atteint des extrêmes qui se sont révélés insoutenables par le passé. Une poignée d'actions contribuent à des valorisations étendues. En outre, les attentes d'un rebond historique des bénéfices semblent bien ancrées, le consensus impliquant qu'une récession de -17 % des bénéfices d'une année sur l'autre reviendrait à une croissance de 27 % des bénéfices d'une année sur l'autre d'ici 2024. La portée étroite et les valorisations élevées ne sont pas la substance des nouveaux marchés haussiers; elles offrent cependant un potentiel de rééquilibrage et de gestion des risques. Heureusement, nous voyons des occasions de qualité dans d'autres catégories d'actifs, secteurs et régions.

Au-delà des actions nord-américaines, Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada recommande actuellement de se positionner sur des actions non américaines dans les marchés développés en

Asie (y compris au Japon) et dans les marchés émergents. Le Japon semble avoir atteint un juste équilibre : la reprise tardive après la COVID-19 a coïncidé avec des changements structurels liés à l'« abénomie » (politiques économiques japonaises établies en 2012 par Shinzo Abe, alors premier ministre du Japon, pour relancer la croissance et l'inflation), des niveaux d'inflation positifs, sans être malsains, et des changements de géopolitiques qui ont placé le pays dans une position unique vis-à-vis du commerce et des partenariats mondiaux. La croissance s'accélère grâce à une forte demande intérieure, et les directions des entreprises se concentrent désormais sur les marges, les rendements des capitaux propres et les rachats d'actions.

Nous recommandons l'exposition aux marchés émergents comme un facteur de diversification. Alors que la relance incrémentielle de la Chine suivra les injections post-crise qui ont entraîné la croissance mondiale, l'inflation du pays est bien maîtrisée, les problèmes de dette liés au logement s'atténuent et les secteurs des services et de la consommation continuent de se redresser, offrant ainsi d'importantes occasions aux partenaires commerciaux des marchés européens et émergents. Plus largement, les actions des marchés émergents devraient profiter de l'affaiblissement du dollar américain, et les banques centrales des marchés émergents tendent à réduire les taux. Il convient de noter que la plupart des pays des marchés émergents ont consolidé leurs bilans fiscaux, qui sont désormais plus sains que ceux des marchés développés.

Pour toute question, veuillez communiquer directement avec votre conseiller financier Morgan Stanley.

Mentions

Le Comité mondial de placement est un groupe de professionnels chevronnés en placements de Morgan Stanley & Co. et de Morgan Stanley Gestion de Patrimoine qui se rencontrent régulièrement pour discuter de l'économie mondiale et des marchés. Le comité détermine les perspectives d'investissement qui guident nos conseils aux clients. Il surveille continuellement la situation économique et du marché, examine les perspectives tactiques et recommande les pondérations du modèle de répartition de l'actif. Il produit en outre une série de stratégies, d'analyses, de commentaires, de suggestions de positionnement du portefeuille et d'autres rapports et émissions.

Définitions des indices

Indice S&P 500 : l'indice Standard & Poor's (S&P) 500 assure le suivi du rendement de 500 actions américaines à forte capitalisation largement répandues.

Indice composé S&P/TSX : L'indice composé S&P/Bourse de Toronto est un indice pondéré en fonction de la capitalisation conçu pour mesurer l'activité du marché des actions inscrites à la Bourse de Toronto. L'indice a été élaboré avec un niveau de base de 1 000 à partir de 1975.

Considérations relatives aux risques

Les titres de participation peuvent fluctuer en réponse aux nouvelles sur les sociétés, les industries, la situation du marché et l'environnement économique général.

La valeur des titres à revenu fixe fluctue et, lors d'une vente, peut être supérieure ou inférieure au coût initial ou à la valeur à l'échéance. Les obligations sont assujetties aux risques liés aux taux d'intérêt, au risque de remboursement anticipé, au risque de réinvestissement, au risque de liquidité et au risque de crédit de l'émetteur.

Les obligations à rendement élevé (obligations dont la cote est inférieure à la catégorie d'investissement) peuvent avoir des caractéristiques spéculatives et présenter des risques importants au-delà de ceux des autres titres, y compris un risque de crédit plus élevé, une volatilité des prix et une liquidité limitée dans le marché secondaire. Dans un portefeuille équilibré, les obligations à rendement élevé doivent représenter seulement une portion du portefeuille.

Les sociétés qui versent des dividendes peuvent réduire ou interrompre ces paiements en tout temps.

La répartition des actifs et la diversification ne garantissent pas un profit ni ne protègent contre les pertes sur les marchés financiers en déclin.

L'investissement dans des entreprises de petite à moyenne taille comporte des risques particuliers, comme des gammes de produits, des ressources financières et des marchés limités, et une plus grande volatilité que les titres d'entreprises plus importantes et plus établies.

En raison de leur étroite concentration, les investissements sectoriels ont tendance à être plus volatils que les investissements qui se diversifient dans de nombreux secteurs et entreprises. Les actions du secteur technologique

peuvent être particulièrement volatiles. Les risques applicables aux entreprises des secteurs des ressources énergétiques et naturelles comprennent le risque lié au cours des produits de base, le risque lié à l'offre et à la demande, le risque d'épuisement et le risque lié à l'exploration. Les actions du secteur de la santé sont assujetties à la réglementation gouvernementale, ainsi qu'à l'approbation gouvernementale des produits et services, ce qui peut entraîner des répercussions importantes sur les cours et la disponibilité. Elles peuvent également être considérablement affectées par l'obsolescence rapide et l'expiration des brevets.

Les indices sont non gérés. Un investisseur ne peut pas investir directement dans un indice. Ils sont présentés à titre informatif seulement et ne représentent pas le rendement d'un placement particulier.

Les indices choisis par Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada pour mesurer le rendement sont représentatifs de grandes catégories d'actifs. Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada se réserve le droit de modifier les indices représentatifs en tout temps.

Mentions légales

Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc. (« MSGPC ») est une filiale en propriété exclusive de Solium Capital ULC, laquelle est une filiale en propriété exclusive de Morgan Stanley, une société ouverte inscrite à la bourse de New York et dont le siège social mondial est situé dans la ville de New York.

Ce document a été préparé à titre informatif seulement et ne constitue pas une offre d'achat ou de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de titres ou d'autres instruments financiers, ni une participation à une stratégie commerciale. Le rendement passé n'indique pas nécessairement ce que sera le rendement futur.

Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc., ses sociétés affiliées et les conseillers financiers de Morgan Stanley ne fournissent pas de conseils juridiques ni fiscaux.

Chaque client/cliente doit toujours consulter son conseiller fiscal ou juridique pour obtenir des renseignements sur sa situation personnelle et pour connaître les répercussions fiscales potentielles découlant d'une recommandation particulière.

Le présent document, ou toute partie de celui-ci, ne peut être réimprimé, vendu ou redistribué sans le consentement écrit de Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc.

© Morgan Stanley Gestion de Patrimoine Canada Inc., 2023.