

Sébastien Mc Mahon, M. Sc. écon., PRM, CFA

Stratège en chef, économiste sénior et vice-président, allocation d'actifs et gestionnaire de portefeuilles

Adil Mahroug, M. Sc.

Stratège sénior et directeur, allocation d'actifs

Tuyen Tran, M. Sc., CFA

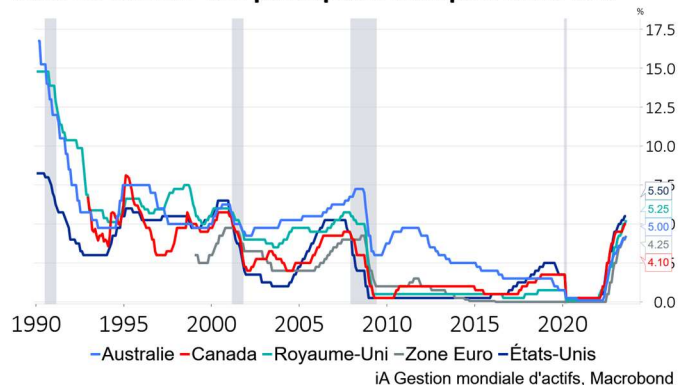
Analyste sénior, allocation d'actifs

Ce n'est pas différent cette fois

L'une de nos citations préférées du grand Warren Buffett va comme suit : « Ce que l'histoire nous apprend, c'est que les gens n'apprennent pas de l'histoire. » Et justement, l'histoire se répète cette année.

Les 18 derniers mois ont été le théâtre, à l'échelle mondiale, de l'une des hausses coordonnées des taux les plus agressives de l'histoire. Maintenant que nous arrivons (enfin) au bout du cycle de resserrement monétaire, nous pourrions être tentés de croire que cette fois-ci est différente et que la résilience des indicateurs macroéconomiques connexes nous assure d'un atterrissage en douceur. D'ailleurs, compte tenu de la « résilience de l'économie », le personnel de la Réserve fédérale (Fed) lui-même a écarté l'hypothèse d'une récession¹. Son président, Jerome Powell, est allé jusqu'à dire que la banque centrale voyait « les prémices d'une désinflation sans coûts réels sur le marché de l'emploi ».

Taux directeurs des principales banques centrales



Faits saillants

- Ce n'est jamais vraiment "différent cette fois-ci". Méfiez-vous des atterrissages en douceur et de l'illusion que l'histoire ne se répète pas.
- Du TINA (Il n'y a pas d'alternative), le marché est passé au TAPA (Il y a plein d'alternatives) en raison de la hausse des taux à court terme.
- Les récentes fluctuations de prix offrent des opportunités de convergence intéressantes, comme miser sur l'énergie par rapport à la technologie ou les matières premières par rapport aux actions américaines.

Vues sur la répartition globale de l'actif (Septembre 2023)

	--	-	N	+	++	Δ
Classe d'actifs						
Marché Monétaire						
Revenu Fixe						
Actions						
Alternatifs						
Allocation Actions						
Actions canadiennes						
Actions américaines						
Actions internationales						
Actions marchés émergents						
Allocation Revenu Fixe						
Obligations gouvernementales						
Obligations de société IG						
Obligations de société HY						
Autre						
Pétrole						
Or						
Indice dollar américain						
CAD/USD						

D'une part, force est de constater que les données récentes sont plus résilientes que prévu et qu'au cours du trimestre qui commence, les tableaux de bord n'afficheront probablement pas de voyants rouges signalant une récession. D'autre part, l'histoire nous démontre l'importance, plus que jamais, de rester prudents et de ne pas succomber à la tentation de voir l'économie à travers des lunettes roses.

1

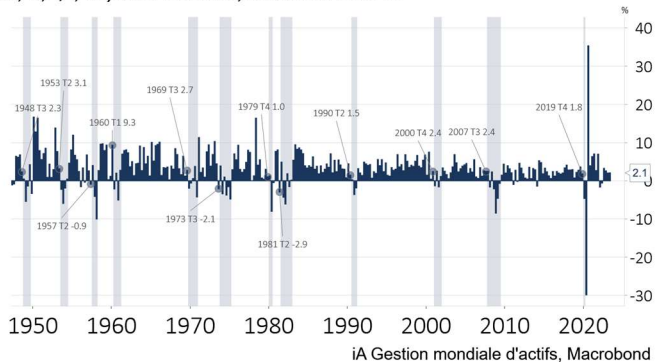
<https://www.forbes.com/sites/brianbushard/2023/07/26/fed>

[-staff-no-longer-predict-recession-as-inflation-cools/?sh=77e0ff777776](https://www.barrons.com/news/economy/staff-no-longer-predict-recession-as-inflation-cools/?sh=77e0ff777776)

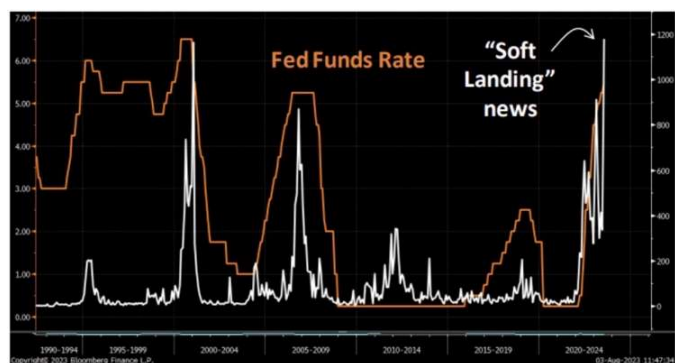
Par exemple, aux États-Unis, le rythme de croissance du PIB pour le deuxième trimestre de 2023 s'élève à 2,6 % selon les dernières révisions. Fait intéressant, c'est exactement le rythme de croissance trimestrielle du PIB qu'on avait observé avant les récessions de 2008-2009, de 2001 et de 1948. Au trimestre juste avant la récession de 1969-70, la croissance s'élevait à 2,7 %. Et juste avant la récession de 1960, elle était de 9,3 %!

É.-U.: Croissance du PIB réel

BEA, %, T/T, à rythme annualisé, en date de 2023 T2



Nous savons tous que les effets des politiques monétaires se font sentir avec un décalage à la fois long et variable (consultez nos analyses à ce sujet [ici](#)). Nous savons également que l'humain est de nature impatient. Réunies, ces conditions font en sorte que l'histoire se répète constamment. En effet, les manchettes portant sur un « atterrissage en douceur » ont tendance à se multiplier lorsque la Fed termine son resserrement, mais juste avant que les effets des hausses ne se répercutent sur l'économie.

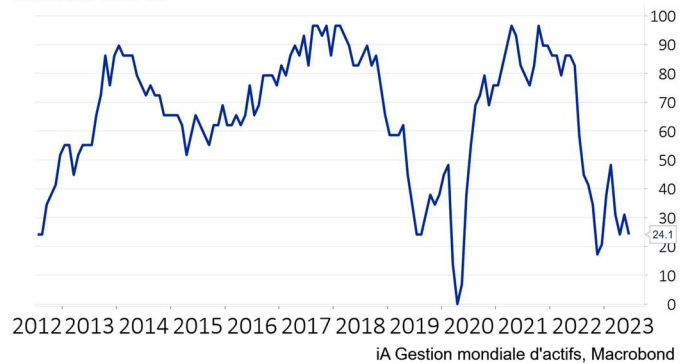


Source: Bloomberg

On a beau entendre parler d'atterrissage en douceur, il faut se rappeler que le nombre de pays et de secteurs américains qui affichent une croissance continue de reculer. Bref, en matière de placement, il est important non seulement de garder l'esprit ouvert, mais aussi de porter attention aux données. Tant que des moteurs de croissance ne commenceront pas à émerger, notre perspective restera prudente.

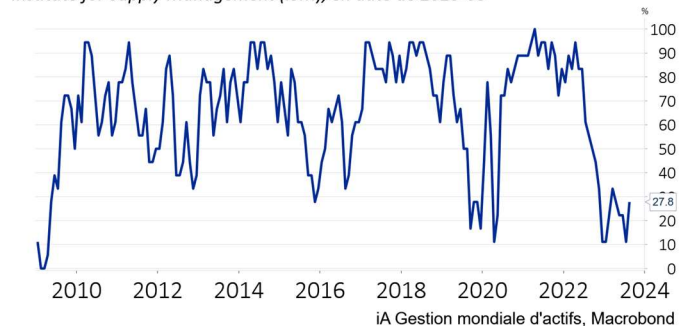
Monde: % des indices PMI manufacturier > 50

En date de 2023-06



É.-U.: % des industries manufacturières affichant une croissance

Institute for Supply Management (ISM), en date de 2023-08

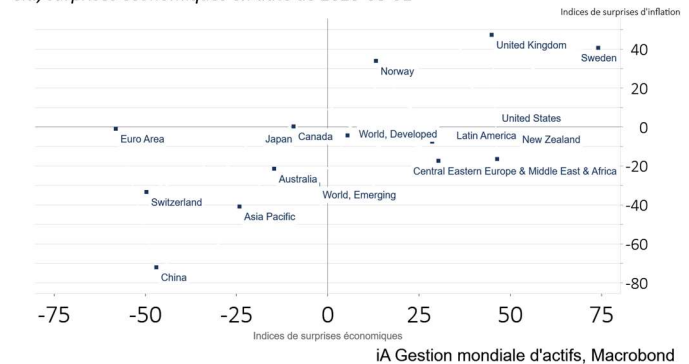


Ce n'est plus une question d'inflation...

La lutte des banques centrales contre l'inflation bat son plein et à moins d'un revirement prématuré des principaux acteurs ou d'un autre choc inflationniste, elle devrait se terminer d'ici la fin de 2024.

Monde: Indices de surprises

Citi, surprises économiques en date de 2023-08-31

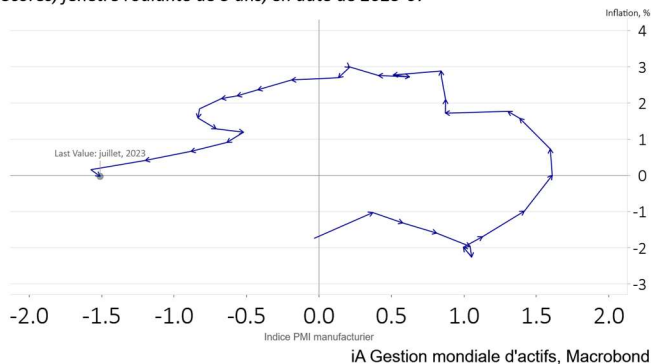


Notre attention n'est plus sur les données mensuelles relatives à l'inflation, ni même sur la question de savoir si la Fed, la Banque du Canada ou la Banque centrale européenne hausseront encore les taux cette année, mais bien sur l'effet cumulatif du cycle de hausses et sur les signaux des indicateurs avancés pour 2024.

Selon les indices de surprises économiques et d'inflation de Citi, les surprises en matière d'inflation sont devenues pour la plupart négatives, sauf au Royaume-Uni, en Norvège, en Suède et au Canada.

Monde: Le cycle de l'économie et de l'inflation

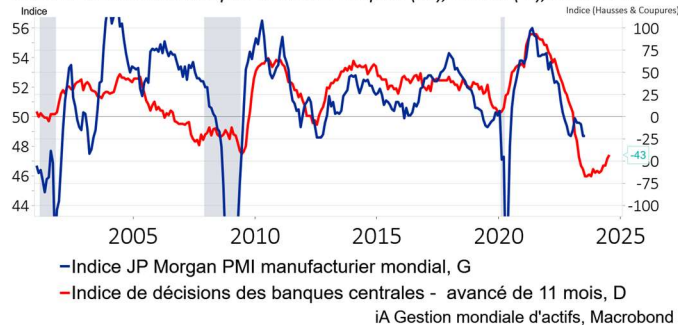
Z-Scores, fenêtre roulant de 3 ans, en date de 2023-07



À l'échelle mondiale, la dynamique récente de croissance et de pressions sur les prix laisse présager une baisse continue de l'inflation. Comme on peut le voir ci-dessous, le cycle de croissance et d'inflation se trouve résolument dans le quadrant ralentissement économique/baisse d'inflation. Comme nos indicateurs avancés pointent vers une croissance encore plus faible à l'échelle mondiale, on peut raisonnablement s'attendre à un recul de l'inflation et de la croissance.

Indice PMI mondial vs cycle de politique monétaire mondial

Dernière décision des banques centrales: Coupure (+1), Hausse (-1), au 2023-08

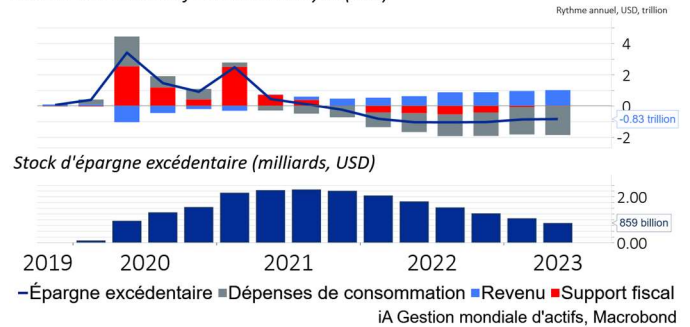


Autre fait intéressant : si la croissance du PIB américain demeure résiliente, c'est en grande partie grâce aux dépenses de consommation et aux dépenses gouvernementales.

Nous croyons surtout que les grandes surprises positives de 2023 sont essentiellement attribuables au processus d'épuisement de l'épargne excédentaire des consommateurs américains, qui pourrait avoir lieu d'ici le début de 2024. La fin du moratoire sur le remboursement des prêts étudiants, qui, selon de nombreuses estimations, représente environ 18 G\$ par mois, soit plus de 50 G\$ par trimestre, pourrait inciter les consommateurs américains à modifier leurs habitudes de consommation et arrêter brusquement la croissance du PIB.

É.-U.: L'épargne excédentaire diminuée progressivement

Source: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA)

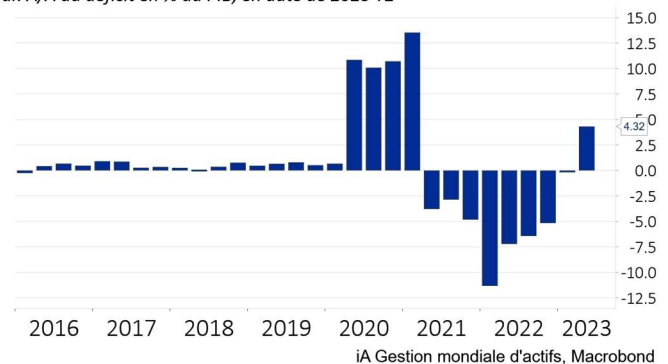


La croissance ininterrompue du déficit budgétaire aux États-Unis joue également un rôle. Parallèlement, les besoins financiers sont un facteur dans l'équation, et ils sont assortis d'une date d'échéance claire.

Au cours des dix premiers mois de l'exercice en cours, le déficit budgétaire américain a atteint 1,6 billions \$, soit plus du double de celui de l'exercice précédent. Sur une période de 12 mois, les versements d'intérêts ont presque doublé pour atteindre quelque 650 G\$.

É.-U.: Impulsion fiscale

Var. A/A du déficit en % du PIB, en date de 2023 T2



La décote de Fitch peut être attribuable à ces chiffres, mais l'éventualité d'un défaut de paiement sur la dette du gouvernement américain ne nous inquiète pas, puisque le dollar américain est la principale monnaie de réserve du monde. Cela dit, nous croyons que la réduction du déficit commandera prochainement de nouvelles mesures. Si tel est le cas, les dépenses budgétaires ne seraient plus un moteur de croissance, mais bien un frein.

La Chine à la rescousse? Pas cette fois-ci!

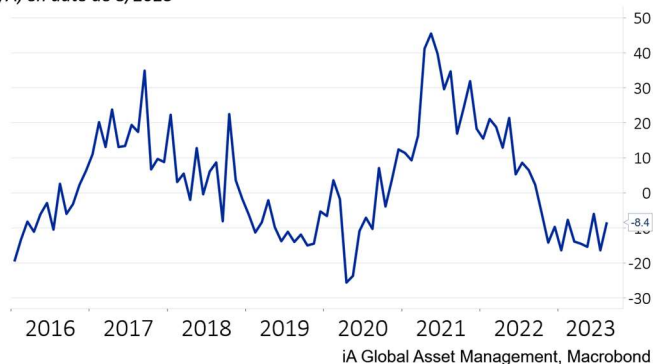
Le plus grand atout de cette année a été la réouverture de l'économie chinoise, mais malheureusement, il s'agissait d'une carte décevante.

De nombreux investisseurs espéraient que cet événement post-COVID bouleverse le cycle macroéconomique mondial, mais comme nous l'avons expliqué plus tôt cette année (dans cette [publication](#)), il est survenu à un moment défavorable,

alors que la demande mondiale de produits de fabrication était en repli.

Exportations de la Corée du Sud

A/A, en date de 8/2023

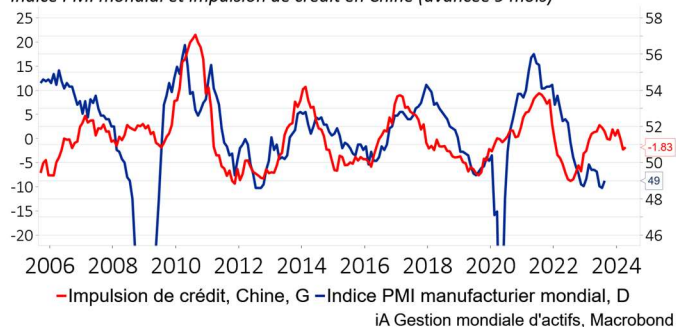


Depuis que la Chine a brusquement mis fin à sa politique « zéro COVID » le 8 janvier, les nouvelles ont été pour le moins moroses. En plus d'Evergrande, dont la saga a commencé en 2021, d'autres promoteurs immobiliers sont sur le bord de la faillite (le dernier exemple étant Country Garden). Parallèlement, les villes ont du mal à rembourser des dettes de plusieurs milliards de dollars², et certaines banques parallèles menacent de faire défaut. Comme nous l'avons appris en 2008, ces événements pourraient provoquer une réaction en chaîne imprévisible au sein du système financier chinois.

Bien que la résolution de ces problèmes financiers demeure incertaine, il faut noter que les données macroéconomiques concrètes pointent vers le recul d'un nombre croissant de facettes de l'économie chinoise. Comme nous le savons déjà, les mises en chantier et les ventes de biens immobiliers se sont contractées depuis l'adoption de la réforme sur le logement du président Xi Jinping, qui a eu lieu avant la pandémie. (À ce moment-là, Xi avait déclaré que « les maisons sont faites pour y vivre, pas pour spéculer »).

Monde: Le cycle de crédit chinois et le cycle économique

Indice PMI mondial et impulsion de crédit en Chine (avancée 9 mois)



Aujourd'hui, la faiblesse macroéconomique s'étend aux secteurs de la vente au détail, de la vente de voitures et des

investissements en immobilisations. Les exportations souffrent elles aussi de l'affaiblissement de la demande mondiale, tandis que les importations sont en chute libre. Fait à l'appui, les exportations sud-coréennes ont chuté de presque 20 % année sur année.

Le cycle de crédit chinois influence les rendements des marchés

Rendement A/A du ratio actions/obligations vs Impulsion du crédit en Chine (Av. 8 mois)



Le cycle de crédit chinois reflète bien l'impact du pays sur l'économie et les marchés mondiaux, car c'est un bon indicateur avancé du cycle économique mondial et du rendement relatif des actions mondiales par rapport aux obligations mondiales. Bien que les autorités chinoises adoptent quelques mesures marginales pour maintenir le cycle du crédit (tout en soutenant le yuan par des opérations de marché ouvert), l'hypothèse de base est que l'impulsion de crédit continuera de s'estomper au cours des prochains mois, ce qui devrait avoir des retombées importantes sur la croissance et l'appétit pour le risque à l'échelle mondiale.

Les pays émergents : là où cette fois, c'est effectivement différent

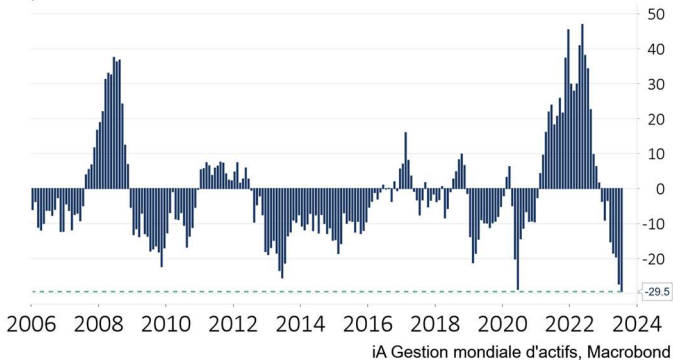
Il est intéressant de noter que les banques centrales de certains pays émergents, comme le Brésil et le Chili, ont commencé à réduire leur taux directeur alors que les surprises en matière d'inflation sont devenues pour la plupart négatives. C'est ce qui explique le fait que notre indicateur de cycle de politique monétaire mondiale se dirige vers son creux.

En fait, le Brésil et le Chili ont commencé à relever leurs taux d'intérêt avant la Réserve fédérale et la Banque du Canada, et ce, de manière très vigoureuse, puisque leurs économies sont davantage touchées par les variations des prix des denrées alimentaires. La Banque centrale du Brésil avait une autre bonne raison de freiner l'inflation rapidement : elle est devenue indépendante l'année dernière et elle n'a pas l'habitude de maîtriser les pressions sur les prix.

² <https://www.wsj.com/articles/chinas-cities-struggle-under-trillions-of-dollars-of-debt-c341b6e0>

Marchés émergents: Surprises d'inflation

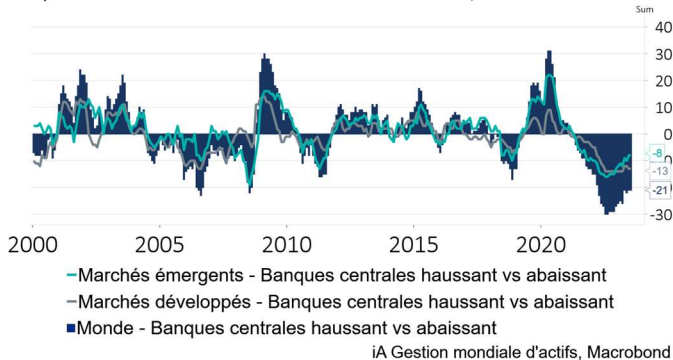
Citi, en date de 2023-07



Par le passé, les vifs resserrements de politique monétaire à la Fed étaient suivis de dévaluations déstabilisantes du côté des devises des marchés émergents, et ces événements ont parfois provoqué des crises de dette souveraine et des crises bancaires en Amérique latine et en Asie. Une étude récente de la Banque fédérale de réserve de Dallas³ montre qu'au cours du cycle actuel, les autorités des marchés émergents ont pris les devants, notamment en haussant les taux d'intérêt et en redoublant de discipline budgétaire, afin de protéger leurs économies contre les mouvements de capitaux.

Cycle de la politique monétaire mondiale

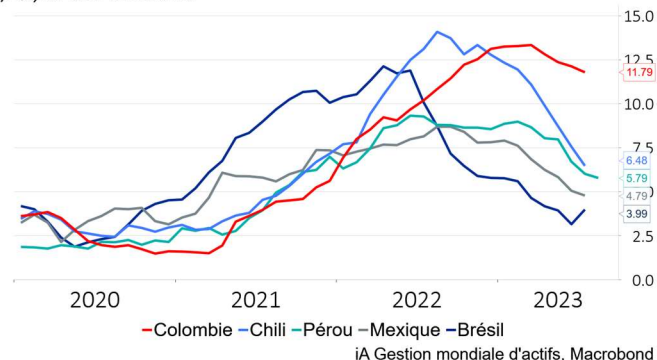
Banques centrales haussant vs baissant leur taux directeur, derniers 3 mois



Au cours du dernier cycle de resserrement, les devises des marchés émergents se sont dépréciées, mais dans une moindre mesure que les devises des économies avancées. La force relative des devises des marchés émergents est attribuable entre autres aux augmentations précoces de taux directeurs et à l'adoption de politiques telles que le ciblage de l'inflation, qui ont rehaussé la transparence et la crédibilité des politiques monétaires.

Taux d'inflation en Amérique latine

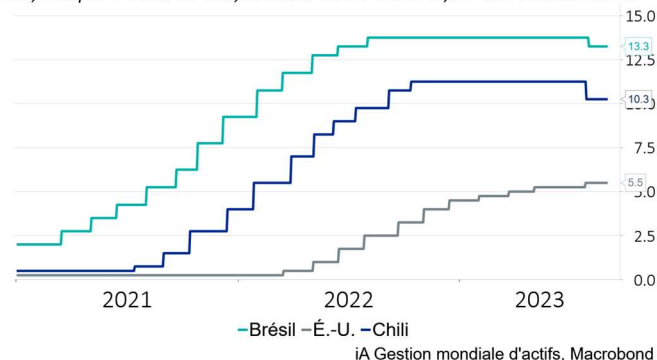
A/A%, en date de 2023-07



Dans les années 1980 et 1990, la quasi-totalité de la dette publique des marchés émergents détenue à l'étranger était libellée en devise étrangère. De ce fait, les économies de ces pays étaient vulnérables aux périodes de forte inflation et d'instabilité de leur propre devise. Toutefois, au cours des deux dernières décennies, la situation a évolué, poussée par un penchant national.

Taux directeurs

SELIC, Banque centrale du Chili, Réserve Fédéral des É.-U., en date de 2023-09-01



Enfin, les économies des marchés émergents détiennent de vastes réserves en devise étrangère — c'est-à-dire en actifs liquides — pour atténuer l'effet des sorties de capitaux, ce qui leur permet de financer les déficits de la balance courante et de refinancer les dettes arrivant à échéance. Tous ces éléments se traduisent par un profil de risque assez différent pour les pays émergents, qui démontre que dans ce cas-ci, il est vrai que « cette fois, c'est différent ».

Comment interpréter tout cela?

D'abord, il y a trop de signes indiquant que les effets de la politique monétaire font leur chemin dans la machine économique pour que, comme tout le monde, nous anticipions un atterrissage en douceur. Les antécédents de la Fed en matière d'atterrissage sont d'ailleurs peu reluisants⁴, d'autant

³ <https://www.dallasfed.org/research/economics/2023/0808>

⁴ Voir cet article du *Journal of Economic Perspectives* pour une analyse détaillée:

<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.37.1.101>

plus que l'ampleur et la rapidité du dernier cycle de resserrement, à elles seules, nous incitent à la prudence.

Deuxièmement, nous nous demandons toujours d'où viendra la croissance, et la réponse reste extrêmement difficile à trouver. Il est extrêmement rare que « cette fois, ce soit différent ». En fait, les choses finissent par se dérouler à un ordre et à un rythme différents. Cela dit, il y a de bonnes raisons de s'attendre à ce que le ralentissement ne soit pas trop grave, surtout quand on pense aux progrès considérables des pays émergents pour éviter que leurs économies ne subissent le poids du cycle mondial des politiques monétaires.

Conclusion

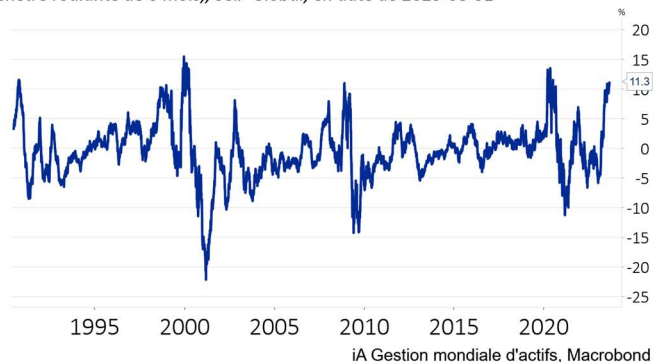
Actions

Dans l'ensemble, notre positionnement n'a pas changé ce mois-ci, bien que nous voyions apparaître une occasion attrayante d'ajouter de la valeur avec une transaction de rotation sectorielle.

La surperformance des titres technologiques américains résume bien l'année jusqu'à présent, plus spécifiquement celle des « sept magnifiques » liés au thème de l'IA (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla). Bien qu'il soit toujours risqué de rejoindre une tendance qui a un momentum aussi fort, ces titres ont redonné une partie de leurs gains depuis la fin juillet, ouvrant la voie à une stratégie de convergence.

Surperformance du S&P 500 vs S&P 500 équilibré

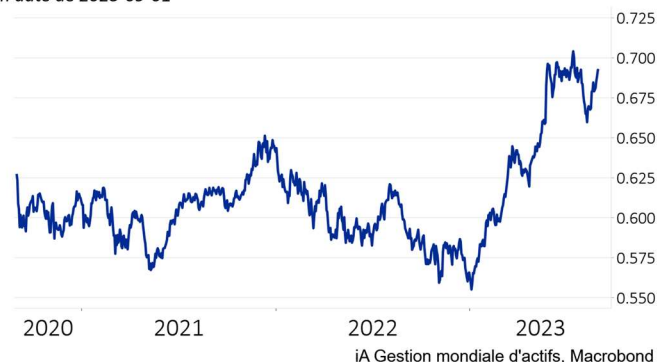
Fenêtre roulante de 6 mois, S&P Global, en date de 2023-08-31



Lorsqu'on analyse l'indice, on remarque que sa concentration a récemment atteint un sommet historique. Par conséquent, la surperformance du S&P 500 par rapport à sa version équilibrée a bondi à un niveau qu'on n'avait pas vu depuis l'épisode de mars 2020 et pendant la bulle Internet de 1998-2000.

S&P 500: Technologie par rapport à l'indice

En date de 2023-09-01



S&P 500: Énergie par rapport à l'indice

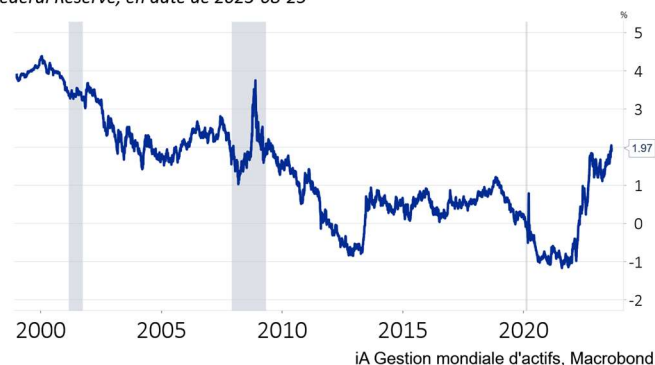
En date de 2023-09-01



Nous avons donc effectué une transaction tactique en prenant une position longue sur l'énergie et une position courte sur la technologie, qui vise à profiter de la rotation entre la technologie (croissance) et l'énergie (valeur). La performance relative de ces deux secteurs depuis le début de 2023 suit une image miroir, faisant de l'énergie une bonne candidate pour une transaction d'arbitrage par paires.

É.-U.: Taux réels 10 ans

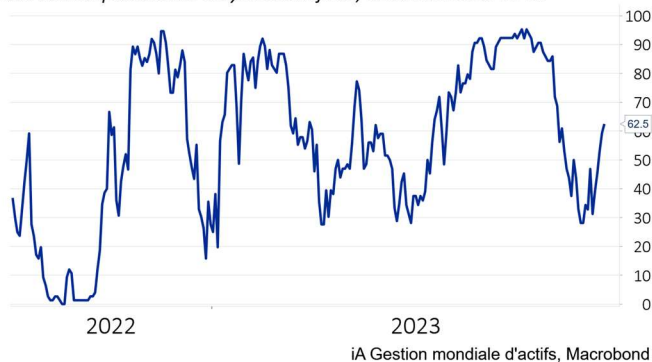
Federal Reserve, en date de 2023-08-25



Il existe quelques catalyseurs susceptibles de déclencher ce mouvement de convergence. Les taux réels à 10 ans aux États-Unis se rapprochent des 2 %, soit le niveau le plus élevé depuis la crise financière de 2008; mais surtout, une augmentation d'environ 3 % depuis le creux a été atteint au début de 2022, exerçant une pression considérable sur la valorisation des actions de croissance.

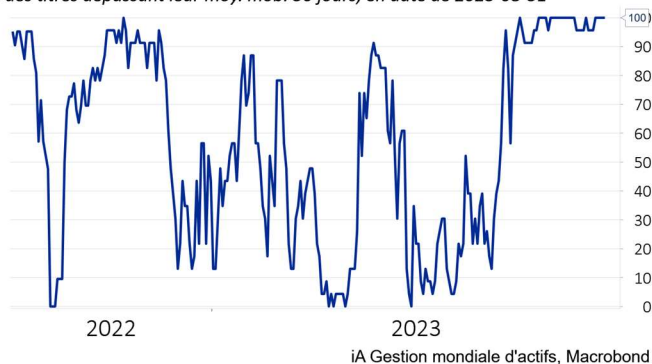
S&P 500: Information Technology

% des titres dépassant leur moy. mob. 50 jours, en date de 2023-08-31



S&P 500: Énergie

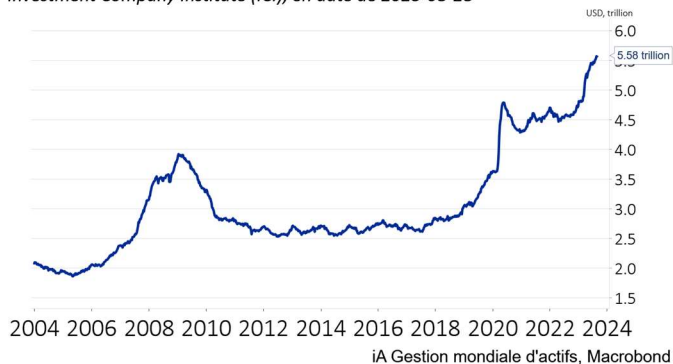
% des titres dépassant leur moy. mob. 50 jours, en date de 2023-08-31



Plus spécifiquement, depuis le sommet de juillet, nous avons aussi observé une nette détérioration de l'ampleur du marché (mesurée par le pourcentage de titres qui s'échangent au-dessus de leur moyenne mobile sur 50 jours) dans le secteur de la technologie, alors qu'elle a atteint 100 % dans le secteur de l'énergie.

É.-U.: Actifs des fonds de marché monétaire, total

Investment Company Institute (ICI), en date de 2023-08-28

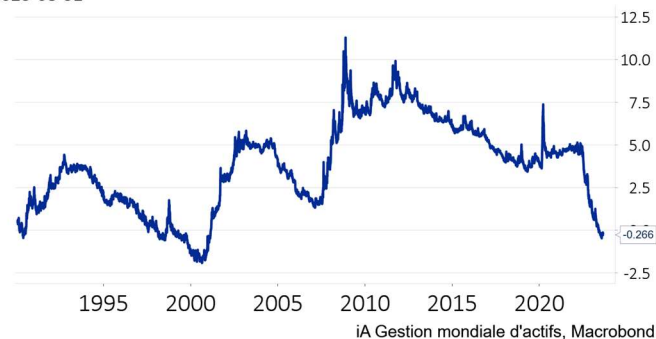


Du côté de l'indice, l'expansion des multiples s'est poursuivie à l'échelle mondiale au cours des trois derniers mois et les anticipations de croissance des bénéfices pour les douze prochains mois ont été révisées à la hausse dans la plupart des régions. Bien que la majorité des régions aient vu leurs anticipations de croissance des bénéfices diminuer au cours de la dernière année, il serait prudent d'avoir plus de visibilité sur

la diffusion de la politique monétaire avant de bonifier les perspectives de bénéfices futurs.

S&P 500: Prime de risque à l'équité (ERP)

À partir des attentes de bénéfices sur 12 mois et des taux 3 mois U.S., au 2023-08-31



Lorsqu'on examine les alternatives aux actions, ou aux actifs risqués en général, il devient évident que la concurrence est devenue très forte et que les exigences sont encore plus élevées pour allouer du capital aux actions ordinaires.

Comme discuté [ici](#), le marché monétaire offre maintenant un rendement annualisé de plus de 5 % avec un risque quasi nul. L'attrait des fonds de marché monétaire doit donc être pris en compte lorsque des décisions de répartition d'actifs sont prises. En effet, les actifs totaux des fonds de marché monétaire américains continuent de croître et surpassent maintenant les 5,5 billions \$, un apport de capitaux de 1 billion \$ au cours des douze derniers mois seulement.

En ce qui a trait à la valorisation relative des actifs, la prime de risque sur actions mesurée avec le taux à 3 mois est maintenant en territoire négatif et nous indique que les actions sont à leur niveau le plus cher par rapport à l'encaisse depuis l'éclatement de la bulle Internet. Même si la prime avait atteint des niveaux beaucoup plus bas avant que la bulle n'éclate, cette mesure utile démontre que le potentiel de hausse relative des actions est devenu limité sur une base historique.

En résumé, ce qui est nettement différent à l'heure actuelle par rapport à la période d'après-crise financière, c'est que la liste d'actifs sûrs intéressants est devenue très longue. Il s'agit d'un virage à 180 degrés par rapport à la période récente qu'on désignait par l'acronyme « TINA » (there is no alternative), où les options d'investissements à faible risque se faisaient rares. Nous sommes maintenant dans l'ère « TAPA » (there are plenty of alternatives), où les investisseurs trouvent aisément des alternatives aux actions.

Revenu fixe

Une importante hausse des taux obligataires s'est opérée au cours des derniers mois, effaçant la majeure partie du rendement accumulé par les principaux indices de revenu fixe depuis le début de l'année.

Selon notre analyse, chacune des trois composantes de base est à l'origine de ce mouvement haussier : des attentes de croissance plus élevées compte tenu de l'adhésion grandissante au scénario d'atterrissage en douceur, un rebond des anticipations d'inflation comme en témoigne le taux d'inflation neutre (breakeven), et des prévisions croissantes pour des taux qui resteront élevés sur une plus longue période, comme le reflète la prime de risque.

É.-U.: Taux 10 ans

En date du 2023-08-31



La hausse a été particulièrement importante pour les taux à 30 ans des deux côtés de la frontière, exerçant une pression encore plus grande sur les autres classes d'actifs. En effet, il est maintenant possible d'obtenir un taux à long terme de 4,5 % en prêtant aux emprunteurs les plus sûrs de la planète. Curieusement, les marchés ont mal réagi à un niveau similaire des taux longs en 2022, mais semblent bien les absorber cette fois-ci.

É.-U.: Taux 30 ans

U.S. Department of Treasury, en date de 2023-08-31



Canada: Taux 30 ans

En date de 2023-08-30

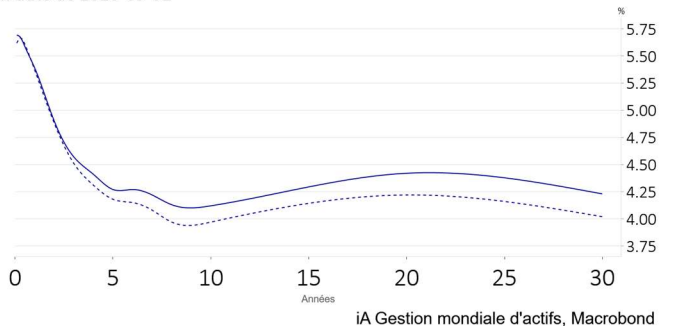


Même si l'évolution récente du marché a été préjudiciable à un positionnement à durée longue, nos perspectives macros suggèrent toujours que le prochain mouvement important des taux souverains sera à la baisse.

Dans ce contexte, une reprise des obligations du Trésor est-elle toujours envisageable pour la deuxième moitié de 2023? Le timing est toujours délicat sur les transactions de renversement de tendance, mais le niveau de risque actuel nous apparaît favorable à l'ajout de durée sur faiblesse.

É.-U.: Courbe de rendement aujourd'hui (ligne pleine) vs. le mois dernier (pointillés)

En date de 2023-09-01



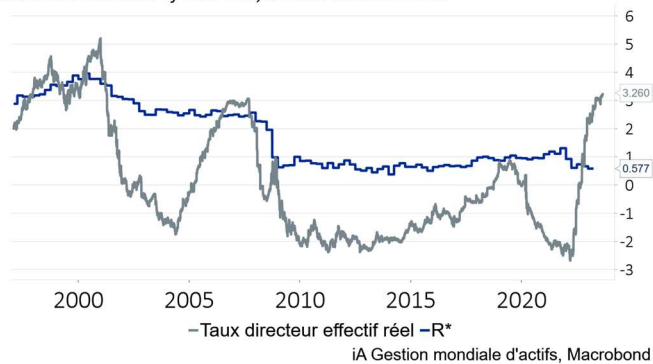
Comme mentionné précédemment, les taux réels sont élevés d'un point de vue historique et offrent un point de départ attrayant pour les rendements à long terme espérés des titres du Trésor. La hausse rapide des taux nominaux a aussi engendré un signal de survente des titres du Trésor, suggérant un épuisement potentiel de la tendance récente. Pour que les taux fassent demi-tour et amorcent un repli, il faudra sans doute voir une série de nouvelles décevantes sur le marché de l'emploi et les dépenses de consommation aux États-Unis, ainsi que des signes que le scénario de croissance résiliente et de désinflation perd de son éclat.

La Réserve fédérale a-t-elle suffisamment resserré sa politique monétaire? Il s'agit d'une question légitime alors que le resserrement cumulatif n'a toujours pas eu son plein impact sur l'économie. En termes techniques, nous devons comparer le taux réel des fonds fédéraux (ajusté pour le taux d'inflation

neutre à 10 ans) à l'estimation du taux réel neutre mesuré par la Fed, communément appelé R^* .

É.-U.: Taux directeur effectif réel vs R^*

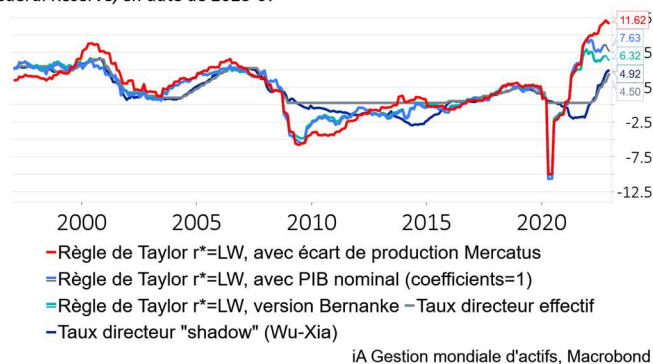
Federal Reserve Bank of New York, en date de 2023-09-01



En examinant la situation actuelle, on observe que le taux réel des fonds fédéraux est nettement plus élevé que R^* et que la politique monétaire est à son niveau le plus restrictif depuis le milieu des années 90 (ou depuis que nous disposons de données sur le taux d'inflation neutre à 10 ans). Cela se reflète aussi dans la forme de la courbe des taux, dont l'inversion est la plus marquée sur cette même période.

Réserve fédérale: Règles de Taylor

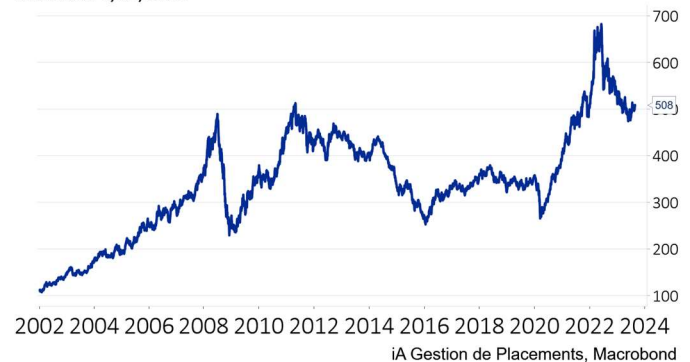
Federal Reserve, en date de 2023-07



Il est possible de faire une analyse différente en regardant le message envoyé par la célèbre règle de Taylor. Dans ce cas, pour chaque version majeure de la règle que nous utilisons, il apparaît justifié de hausser les taux davantage compte tenu de la situation de l'inflation et du marché de l'emploi, mais la Fed est essentiellement arrivée à destination. Souvenons-nous que la règle de Taylor est un guide qui nous dit comment la Fed devrait définir sa politique, mais elle évolue rapidement. Il serait peu pratique pour le FOMC d'adopter une approche aussi réactive que celle suggérée par la règle.

Indice Bloomberg des prix des ressources naturelles

En date de 8/31/2023



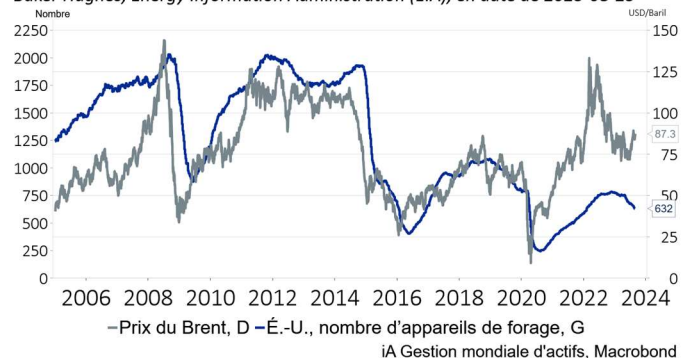
Ainsi, la politique monétaire semble effectivement plutôt restrictive, et les commentaires de la Fed indiquent que le cycle de resserrement tire à sa fin. Historiquement, le sommet atteint par le taux des obligations du Trésor à 10 ans a eu tendance à coïncider avec le sommet des anticipations de taux de la Fed (dans deux ans, en utilisant le huitième contrat). Selon nous, la Fed est au plus à une ou deux hausses d'avoir complété son cycle de resserrement. Par conséquent, le niveau actuel des taux offre un point d'entrée attrayant pour la mise en place d'une position centrale dans tout portefeuille.

Produits de base et devises

Nous maintenons une opinion favorable des produits de base en général et nous prévoyons une surperformance de cette classe d'actifs par rapport aux actions américaines d'ici la fin de l'année.

É.-U.: Approvisionnement en pétrole

Baker Hughes, Energy Information Administration (EIA), en date de 2023-08-25



Notre argument principal repose sur le fait que les prix des produits de base se sont repliés de manière importante au cours de la dernière année alors que l'économie mondiale perdait de son élan, et qu'ils semblent maintenant avoir atteint un creux. De plus, leurs prix contrastent nettement avec la valorisation des actions américaines.

Selon certaines estimations, le niveau actuel de l'indice Bloomberg des produits de base (BCOM) indique une probabilité de récession de 60 % au cours des 12 prochains mois, contre seulement 20 % pour les actions américaines. Un écart aussi important ouvre la voie à des transactions de valeur

relative attrayante, car une position longue sur les produits de base associée à une position courte sur les actions américaines pourrait générer un rendement positif, peu importe que l'atterrissage se fasse douceur ou qu'il soit brutal.

CAD/USD

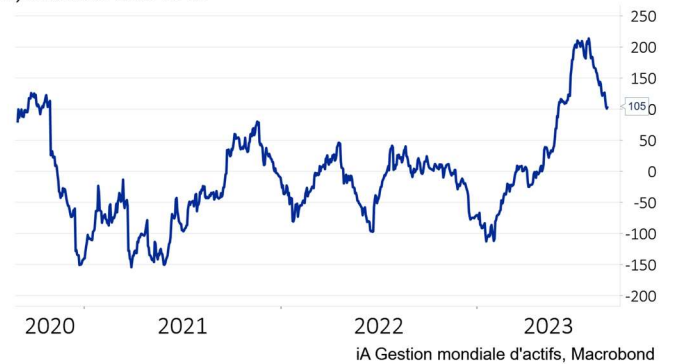
Macrobond Financial AB, en date de 2023-09-01



Si on examine le pétrole, le sous-investissement généralisé dans les capacités pendant la période de COVID continue d'assurer un prix plancher pour la ressource. Du côté de la production américaine, le nombre d'appareils de forage en service a glissé une fois de plus au cours des derniers mois, suggérant que le prix du WTI pourrait reprendre sa trajectoire haussière dans un marché sous-approvisionné. La décision de l'Arabie saoudite au début août de prolonger les réductions de production d'un million de barils par jour devrait aussi soutenir les prix mondiaux à court terme.

Surprises économiques: É.-U. - Zone Euro

Citi, en date de 2023-08-31



Finalement, le dollar américain a continué à prendre de la vigueur par rapport aux principales devises au cours du dernier mois, alors que les surprises économiques aux États-Unis demeurent meilleures qu'en Europe. Comme nous anticipons des vents contraires pour les données américaines en deuxième moitié d'année, le billet vert pourrait renouer avec sa tendance baissière et, en conséquence, un rebond du dollar canadien pourrait survenir dans les prochains mois.

Marchés

(Rendement Total, en \$CAD)

En date du 31 Août 2023	MAD%	TAD%	AAD%	Δ% 1 an
Équités (devise locale et rendement total)				
S&P 500	-1.6%	1.6%	18.7%	15.9%
S&P/TSX composite	-1.4%	1.2%	6.9%	8.5%
NASDAQ 100	-1.6%	2.1%	41.7%	26.3%
MSCI Monde Net	-1.8%	1.1%	16.4%	14.7%
MSCI EAEO Net	-1.8%	-0.2%	11.9%	14.1%
MSCI Marchés émerg.	-4.7%	0.5%	6.3%	2.8%
Matières premières				
Or (\$US)	-1.3%	1.1%	6.4%	13.4%
Indice des prix des matières premières (\$US)	-2.0%	0.9%	-0.3%	-5.5%
Pétrole brut (\$US)	2.2%	18.4%	4.2%	-6.6%
Revenu fixe				
Indice obligataire universel FTSE Canada	-0.2%	-1.3%	1.2%	0.8%
Indice obligataire global à long terme FTSE Canada	-1.1%	-3.7%	1.5%	-1.0%
Indice obligataire toutes les sociétés FTSE Canada	-0.1%	-0.5%	2.5%	2.5%
Devises				
DXY	1.7%	0.7%	0.1%	-4.7%
\$US/\$CAD	2.4%	2.0%	-0.3%	2.9%
\$US/euro	1.4%	0.6%	-1.3%	-7.3%
\$US/yen	2.3%	0.9%	11.0%	4.7%
\$US/livre sterling	1.3%	0.2%	-4.7%	-8.3%

En date du 31 Août 2023	MAD%	TAD%	AAD%	Δ% 1 an
Secteurs S&P/TSX				
Finance	-4.3%	-0.5%	3.1%	4.0%
Énergie	5.0%	9.3%	6.7%	6.3%
Industrie	-1.2%	-0.6%	8.1%	10.9%
Matériaux	-3.7%	2.4%	3.0%	15.2%
Technologies de l'information	0.7%	2.7%	51.5%	60.0%
Services aux collectivités	-4.5%	-5.6%	-0.7%	-16.7%
Services de communication	-0.5%	-6.7%	-3.2%	-5.8%
Consommation de base	2.5%	0.2%	5.2%	10.9%
Consommation discrétionnaire	-5.2%	-4.5%	6.3%	9.6%
Immobilier	-1.0%	0.8%	3.6%	1.5%
Santé	0.9%	22.4%	24.0%	3.1%
Secteurs S&P 500				
Technologies de l'information	-1.5%	1.1%	43.7%	32.0%
Santé	-0.8%	0.0%	-2.3%	6.8%
Consommation discrétionnaire	-1.3%	1.1%	33.7%	10.1%
Finance	-2.9%	1.7%	0.2%	4.2%
Services de communication	-0.4%	6.3%	44.1%	24.5%
Industrie	-2.3%	0.5%	9.8%	16.5%
Consommation de base	-3.8%	-1.9%	-1.9%	0.7%
Énergie	1.3%	8.6%	0.8%	10.7%
Services aux collectivités	-6.7%	-4.5%	-11.4%	-15.5%
Immobilier	-3.1%	-2.0%	-0.2%	-11.3%
Matériaux	-3.5%	-0.2%	6.4%	10.0%

Scénarios 12 mois (En date de septembre 2023)

<p>Scénario de base (50 %)</p>	<p>L'accélération récente du marché du travail nord-américain montre que l'économie est plus résiliente que prévu, et l'effet de richesse qui en découle est potentiellement assez important pour aider à éviter une récession en 2023.</p> <p>Cependant, les récentes turbulences dans le secteur bancaire montrent que les injections massives de liquidités de 2020-2022 créent des enjeux pour les banques; la vague de retraits entraîne un décalage des taux d'intérêt dans leurs bilans. Les banques resserrent leurs conditions de prêt et le cycle du crédit ralentit brusquement. Cette situation augmente le risque de récession pour 2023, de sorte que les risques sont plus équilibrés que ce qu'on prévoyait le mois dernier.</p> <p>L'inflation mondiale demeure plus persistante que ce que les participants du marché prévoient actuellement. Les effets de base ramènent l'inflation annuelle entre 3 et 4 % en milieu d'année, avant une légère accélération au second semestre.</p> <p>La Fed et la BCE croient que leur travail n'est pas terminé et continuent de ressermer leur politique monétaire au premier semestre de 2023. La Banque du Canada reste sur les lignes de côté alors que les risques pour le système financier entraînent un resserrement des critères d'octroi de prêts.</p> <p>Les premières baisses de taux par les banques centrales n'interviennent qu'en 2024, lorsque l'inflation donne enfin des preuves de ralentissement.</p> <p>Le ralentissement du marché immobilier résultant de l'accumulation de taux plus élevés continue de nuire à l'effet de richesse, ce qui maintient une relative faiblesse de l'économie mondiale. Les taux de chômage augmentent légèrement au deuxième semestre de 2023, lorsque l'incidence complète des hausses de taux de 2022 sera réalisée. La réouverture de la Chine offre un certain support à la croissance mondiale, mais ne change pas la trajectoire générale. La guerre en Ukraine, les sécheresses mondiales et les prix élevés des engrais continuent d'exercer une pression à la hausse sur les prix des denrées alimentaires.</p> <p>Le marché baissier des actions se poursuit jusqu'à un événement de capitulation, avec un creux probable en 2023.</p> <p>Les courbes des taux souverains demeurent inversées pendant la majeure partie de l'année. Les taux longs ont considérablement augmenté et présentent une opportunité intéressante compte tenu des perspectives de croissance et de la politique monétaire.</p> <p>Surpondération de la durée et du dollar américain, sous-pondération des actions.</p>
<p>Scénario pessimiste</p> <p>Inflation persistante et turbulence bancaire (25 %)</p>	<p>L'inflation demeure persistante et supérieure aux cibles des banques centrales, et les taux directeurs sont relevés au-delà des attentes actuelles du marché et plus rapidement.</p> <p>Les taux courts élevés poussent l'argent des dépôts bancaires vers les fonds de marché monétaire, ce qui pèse sur les bilans des banques et provoque de nouvelles turbulences dans le secteur bancaire américain. N'étant pas confrontées à ces obstacles, les banques canadiennes restent solides.</p> <p>Les banques centrales maintiennent leurs taux directeurs au niveau terminal jusqu'en 2024 et ont recours à d'autres programmes comme le BTFP et leur guichet d'escompte pour injecter des liquidités et éviter des retraits bancaires massifs.</p> <p>L'économie ralentit considérablement en deuxième moitié d'année, ce qui entraîne une détérioration plus marquée de l'emploi.</p> <p>La récession est plus profonde en Europe et, avec un espace budgétaire limité, les gouvernements ont moins de marge de manœuvre pour stimuler l'économie.</p> <p>Le marché baissier se poursuit, mais les baisses sont plus importantes. Le creux absolu des marchés boursiers se déplace vers 2024.</p> <p>Le marché obligataire poursuit son recul alors que les investisseurs revoient à la hausse les taux terminaux.</p> <p>Sous-pondération des actions, de la durée et des titres à revenu fixe. Surpondération du marché monétaire et du dollar américain.</p>
<p>Scénario optimiste</p> <p>Inflation en baisse et pivot (10 %)</p>	<p>L'inflation revient à la cible plus rapidement que prévu, permettant aux banques centrales de commencer à assouplir leur politique monétaire en seconde moitié de 2023.</p> <p>La pression sur les banques s'atténue et les faillites se limitent à des cas spécifiques aux États-Unis.</p> <p>Dans l'ensemble, un resserrement monétaire moindre est nécessaire et les taux terminaux s'avèrent légèrement inférieurs aux prévisions actuelles.</p> <p>La plupart des économies avancées évitent une récession.</p> <p>Les prix de l'énergie sont soutenus par une forte demande.</p> <p>Les prix des métaux de base entrent dans un nouveau super cycle haussier, compte tenu de leur rôle dans la transition énergétique.</p> <p>Les marchés boursiers et obligataires rebondissent alors qu'une récession est évitée.</p> <p>Surpondération des actions, des métaux de base et des obligations. Sous-pondération du marché monétaire et du dollar américain.</p>
<p>Autres (15 %)</p>	<p>Crise bancaire, escalade ou résolution du conflit en Ukraine, escalade des tensions entre la Chine et les États-Unis, ralentissement économique mondial plus rapide que prévu.</p>

À propos de iAGMA

Pôle d'attraction des meilleurs talents en investissement, iAGMA est l'un des plus grands gestionnaires d'actifs au Canada, avec plus de 100 milliards de dollars sous gestion pour des mandats institutionnels et de détail. Nous aidons les investisseurs à atteindre leurs objectifs de création de richesse à long terme par des solutions de placement innovantes conçues pour les marchés complexes d'aujourd'hui. Nous nous appuyons sur notre succès historique, soutenons le développement de nos principaux atouts et explorons des moyens innovants pour répondre aux besoins des investisseurs. Nous bâtissons sur notre histoire et innovons pour l'avenir. Nos gestionnaires de portefeuilles expérimentés utilisent une méthodologie de placement propre, ancrée dans l'engagement fédérateur d'iAGMA envers une solide gestion des risques, la rigueur analytique et une approche disciplinée axée sur les processus d'allocation d'actifs et de sélection de titres.

Bâtir sur nos racines, innover pour l'avenir.

Informations générales Les informations et les opinions contenues dans ce rapport ont été préparées par iA Gestion mondiale d'actifs. ("iAGMA"). Les opinions, estimations et projections contenues dans ce rapport sont celles de iAGMA à la date de ce rapport et peuvent être modifiées sans préavis. iAGMA s'assure que le contenu rassemblé est issu de sources que nous estimons fiables et contient des informations et des opinions précises et complètes. Cependant, iAGMA ne fait aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, et à cet égard, n'assume aucune responsabilité pour toute erreur ou omission contenue dans ce document et n'accepte aucune responsabilité quelle qu'elle soit pour toute perte résultant de l'utilisation ou de la confiance accordée à ce rapport ou à son contenu. Il n'y a aucune représentation, garantie ou autre assurance que les projections contenues dans ce rapport se réaliseront. Les informations financières pro forma et estimées contenues dans ce rapport, le cas échéant, sont basées sur certaines hypothèses et sur l'analyse des informations disponibles au moment où ces informations ont été préparées, lesquelles hypothèses et analyses peuvent ou non être correctes. Ce rapport ne doit pas être interprété comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un quelconque titre. Le lecteur ne doit pas se fier uniquement à ce rapport pour évaluer s'il doit ou non acheter ou vendre des titres de la société concernée. Il doit déterminer s'il est adapté à sa situation particulière et en parler à son conseiller financier.