



Positionnement pour un atterrissage retardé

Jules Boudreau, MA

Économiste principal

Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Faits saillants

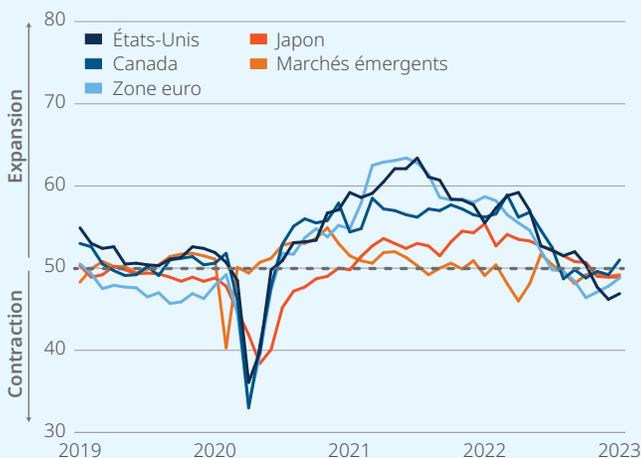
- Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente reste supérieure à 4 %, la croissance et l'emploi se maintiennent, et les marchés ont enfin commencé à tenir compte d'un virage de la Fed en 2023.
- Grâce à la réouverture de la Chine et au fait que le scénario de crise énergétique catastrophique en Europe ne se soit pas matérialisé, la croissance mondiale s'accélère.
- Ni les actions — surtout aux États-Unis — ni les obligations ne sont particulièrement attrayantes dans ce scénario, mais nous préférons le risque par le biais des actions plutôt que de la durée.

Atterrissage en douceur, atterrissage brutal, pas d'atterrissage... le parcours de l'économie mondiale a été mouvementé.

Il y a quelques mois, nous avons déclaré qu'un changement d'orientation de la Fed en 2023 — dont tenaient compte les marchés à l'époque — était peu probable. Depuis, la croissance s'est accélérée partout dans le monde, favorisée par un hiver doux en Europe et par l'abandon de la politique de zéro-COVID en Chine. L'inflation américaine a certes affiché des signes de ralentissement au quatrième trimestre de 2022, mais elle a rebondi de manière décisive en janvier. L'inflation des dépenses personnelles de consommation, la mesure privilégiée de la Fed, a dépassé de loin les prévisions des analystes le mois dernier. Les prix des services, à l'exception du logement, une mesure composite que Jerome Powell, le président de la Fed, surveille de près, ont augmenté à un taux annualisé de 7 % en janvier. Il s'agit des données les plus élevées depuis novembre 2021. Nous estimons que l'inflation tendancielle s'est stabilisée à plus de 4 %, ce qui est loin de l'objectif de 2 % de la Fed.

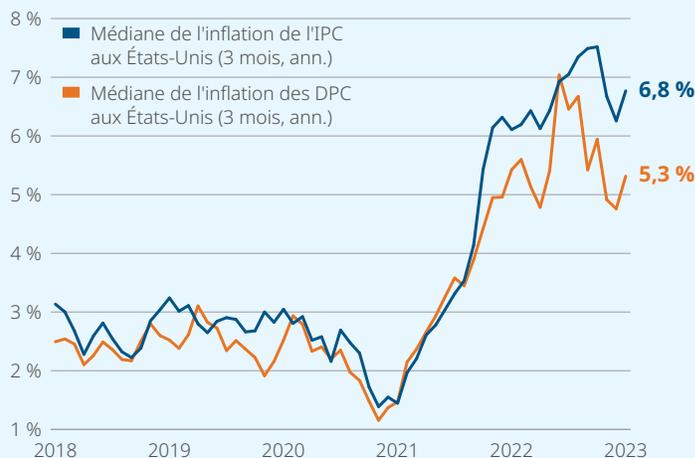
Tableau 1. Le boom inflationniste post-COVID n'est pas terminé.

Les indices des directeurs d'achat reflètent la reprise de la croissance mondiale.



Notes : Données obtenues de Bloomberg au 1^{er} mars 2023.

L'inflation américaine est loin de 2 %.



Au cours des prochains mois, nous nous attendons à une surchauffe continue de l'économie américaine et à un environnement macroéconomique mondial toujours caractérisé par une inflation élevée et une croissance résiliente. Ni les actions ni les obligations ne sont particulièrement attrayantes dans ce scénario, mais nous préférons le risque par le biais des actions plutôt que de la durée (Tableau 2). En l'absence d'un virage de la Fed ou d'une récession, ce que nous ne prévoyons pas au cours des prochains mois, il est difficile de voir comment les obligations d'État à long terme pourraient connaître une reprise. Et même si le rendement des bons du Trésor à 10 ans se rapproche de 4 %, les obligations continuent d'être un peu trop chères par rapport à nos estimations de leur juste valeur. Par contre, même si les évaluations des actions finissent par être comprimées par des taux plus élevés pendant plus longtemps, les bénéfices des actions devraient pouvoir satisfaire les attentes modestes des investisseurs, ce qui est particulièrement vrai pour les marchés boursiers à l'extérieur des États-Unis, où les évaluations sont beaucoup plus attrayantes et les marges bénéficiaires moins tendues.

Tableau 2. Points de vue tactiques de l'équipe des stratégies multi-actifs

	Sous-pondération	Neutre	Surpondération
Catégorie d'actif			
Actions		■	
Obligations	■		
Valeur relative des actions			
États-Unis	■		
Devises (vs CAD)			
USD	■		
EUR			■
GBP	■		
JPY			■

Notes : Points de vue tactiques de l'équipe des stratégies multi-actifs au 28 février 2023.

Notre point de vue macroéconomique d'une croissance mondiale résiliente et de taux plus élevés pendant plus longtemps repose sur la réussite du revirement récent de la politique de la Chine. [En novembre](#), nous avons déclaré que la réouverture de la Chine serait un choc inflationniste pour le reste du monde. En abandonnant leur politique de zéro-COVID et en augmentant les liquidités, les décideurs chinois espèrent relancer la croissance de la deuxième économie mondiale, qui se dirigeait vers une grave récession avant que le gouvernement ne change d'avis. Les indicateurs économiques ont mis du temps à se retourner après l'annonce du revirement de la politique au quatrième trimestre de l'année dernière, alors que la COVID s'est propagée dans la population. De plus, en raison de la rareté des données économiques transparentes combinée à l'interruption du Nouvel An chinois, la vigueur de la reprise au début de 2023 est difficile à discerner. Cependant, le nombre de vols en Chine a triplé depuis décembre, et la reprise de la demande chinoise est évidente dans les données économiques des pays voisins.

Avec l'amélioration des conditions économiques en Europe et en Asie, le dollar américain perd de son lustre. Dans le [Livre bleu](#), Perspectives pour 2023 de Mackenzie, nous avons souligné que le dollar américain était à son niveau le plus surévalué depuis 1985. Même si le billet vert s'est fortement déprécié au cours des deux derniers trimestres, son évaluation reste nettement supérieure à sa juste valeur. En fait, sur les 22 devises de notre univers, le dollar américain est le moins attrayant. Certes, les nouvelles ne sont pas toutes mauvaises pour les partisans de la monnaie américaine : des taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps aux États-Unis pourraient maintenir la valeur du dollar à son niveau actuel tout au long de 2023. Cependant, nous préférons exprimer notre point de vue selon lequel la Fed n'effectuera pas de virage en sous-pondérant les obligations plutôt qu'en surpondérant un dollar américain surévalué. En ce sens, nos paris sur les devises aident à équilibrer notre position obligataire.

Nous ne prévoyons pas un atterrissage de l'économie américaine sous peu, que ce soit en douceur ou brutal, mais cela ne signifie pas qu'il n'y en aura pas. Éventuellement, l'inflation finira par retomber à 2 %. Nous croyons que les banques centrales ont la volonté et les outils nécessaires pour juguler l'inflation. Les mesures adoptées s'accompagneront probablement d'un ralentissement marqué de la croissance, d'une baisse des bénéfices et d'une hausse du chômage. Cependant, cela prendra plus de temps que ce que beaucoup attendaient. Pour l'instant, l'atterrissage est retardé.

Mise à jour macroéconomique mondiale

- **Les prévisions de croissance mondiale** se sont nettement infléchies en février, la nette amélioration des indicateurs économiques en Europe et la réouverture de la Chine ayant chassé les nuages d'une récession mondiale. Dans ses plus récentes Perspectives de l'économie mondiale, le FMI a revu à la hausse ses prévisions de croissance du PIB mondial pour 2023, de 2,7 % à 2,9 %. Cette impulsion de la croissance réduit la probabilité d'une réduction importante des taux directeurs mondiaux, tant dans les économies des marchés développés qu'émergents. De plus, la croissance du PIB hors États-Unis devrait favoriser les actions du reste du monde par rapport aux actions américaines.
- **Les prévisions relatives à l'inflation au Japon en 2023** sont maintenant bien loin de l'objectif d'inflation de 2 % de la Banque du Japon. Dans notre [commentaire de décembre](#), nous avons préconisé que la Banque du Japon commence à réduire son plafond non conventionnel sur les obligations d'État à 10 ans, ce qu'elle a fait timidement lors de sa réunion du 20 décembre. En raison de l'inflation et des prévisions d'inflation toujours en hausse, des perspectives de croissance qui s'améliorent avec la réouverture de la Chine, de l'effondrement des liquidités sur le marché obligataire japonais, et d'un nouveau gouverneur de la Banque du Japon qui doit prendre la relève en avril, il semble que la banque centrale prendra des mesures supplémentaires pour resserrer sa politique monétaire.

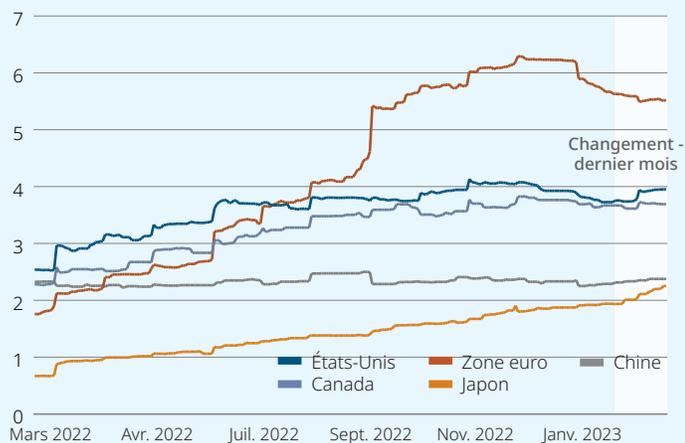
Prévision de la croissance du PIB réel en 2023 (% , consensus)



Prévision de la croissance du PIB réel en 2024 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2023 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2024 (% , consensus)



Notes : Prévisions de la croissance moyenne et de l'inflation de Consensus Economics au 31 janvier 2023.



Mise à jour sur les marchés financiers

- Le mois de février a été positif pour les transactions du « boom inflationniste », les **obligations ayant plus reculé que les actions**, en termes absolus et surtout ajustés en fonction de l'inflation. La quasi-totalité des données économiques américaines publiées le mois dernier témoigne d'une économie toujours en surchauffe. L'économie américaine a créé 517 000 emplois (contre 200 000 prévus), l'inflation de l'IPC américain pour janvier a atteint 6,4 % en glissement annuel (contre 5,9 % attendus) et les ventes de détail aux États-Unis ont augmenté de 3 % (contre 2 % prévus).
- Les prix du pétrole** se négocient dans une fourchette inhabituellement étroite depuis novembre, oscillant entre 72 \$ US et 82 \$ US le baril. Le gouvernement américain a un plan de longue haleine pour renflouer sa réserve stratégique de pétrole à environ 72 \$ US, ce qui constitue en quelque sorte un plancher pour les prix du pétrole. La réouverture de la Chine n'a pas encore entraîné une hausse de la demande de pétrole du plus important consommateur de pétrole au monde, seule la consommation de carburéacteur ayant fortement rebondi en Chine au cours des derniers mois. À mesure que l'économie chinoise se rétablit, la demande de pétrole de l'industrie et des transports terrestres devrait se raffermir.

Indices boursiers (il y a un an = 100)



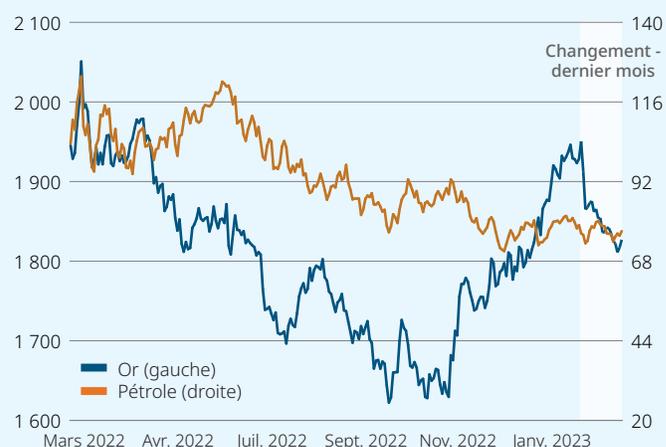
Rendements des obligations du Trésor américain (%)



Devises (par rapport au USD, il y a un an = 100)



Prix des produits de base (en USD)



Notes : Données financières de Bloomberg au 28 février 2023. Les indices boursiers de rendement total sont exprimés en devises locales, à l'exception de l'indice MSCI Marchés émergents, qui est libellé en \$ US.



MACKENZIE

Placements

Ce qui retiendra notre attention en mars

8 mars : Décision sur les taux de la Banque du Canada

- Nous ne nous attendons pas à ce que la Banque du Canada modifie les taux lors de sa réunion de fixation des taux de mars, conformément au consensus.
- Toutefois, les probabilités d'une hausse de taux d'assurance en avril ou en juin sont loin d'être nulles. Même si le PIB est resté stable au quatrième trimestre, il existe des signes de reprise de la croissance au cours de la nouvelle année. L'économie canadienne a créé 150 000 emplois en janvier, ce qui dépasse largement les prévisions pour le deuxième mois consécutif. Les données préliminaires de la croissance du PIB de Statistique Canada pour janvier indiquent un taux annualisé de 3,6 %, soutenu par les secteurs liés aux matières premières, qui ont potentiellement bénéficié de l'impulsion de la croissance liée à la réouverture de la Chine.

22 mars : Décision sur les taux de la Réserve fédérale

- Alors que la plupart des analystes s'attendent à une hausse de 25 points de base lors de la prochaine réunion de la Fed, nous estimons à 50 % les chances que la Fed procède dès maintenant à une hausse anticipée importante du taux directeur en optant pour 50 points de base. L'inflation, l'emploi et les ventes au détail ont tous nettement dépassé les attentes en janvier, suffisamment pour que certains membres votant aient des cauchemars des années 1970.

?? mars : Budget du Canada 2023

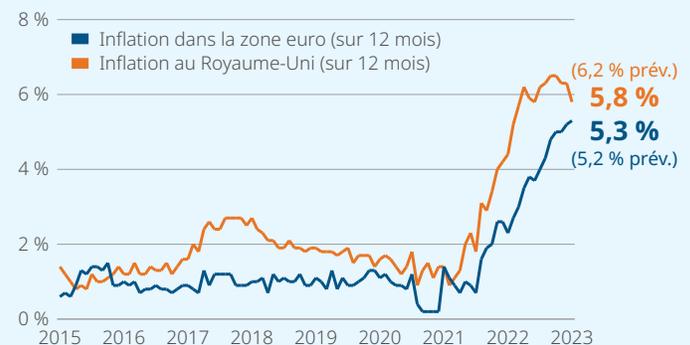
- Une date n'a toujours pas été fixée pour la publication du budget du Canada, mais cela aura certainement lieu en mars. Il y a fort à parier que le déficit prévu en tant que pourcentage du PIB pour 2023-2024 sera une fois de plus réduit, même en tenant compte des nouvelles mesures annoncées depuis l'Énoncé économique de l'automne de 2022. Une inflation élevée et une croissance de l'emploi solide devraient entraîner une hausse des recettes fiscales et une baisse des dépenses pour les programmes sociaux.
- Dans l'ensemble, même avec une forte baisse du déficit du gouvernement fédéral depuis 2020, la politique fiscale reste nettement trop laxiste — c'est-à-dire que les déficits sont trop importants — étant donné l'environnement macroéconomique. La dernière surchauffe aussi intense de l'économie canadienne qu'en 2022 remonte à la fin des années 1980.

Thème émergent

- Les données définitives d'inflation en janvier pour la zone euro ont été publiées la semaine dernière, dépassant une fois de plus les prévisions des économistes. Le contraste avec la situation macroéconomique de l'autre côté de la Manche est frappant, l'inflation de base au Royaume-Uni étant nettement inférieure aux attentes, passant de 6,3 % en décembre à 5,8 % en janvier.
- Les réserves de gaz de l'Europe sont restées abondantes, un hiver doux ayant fait en sorte qu'une crise catastrophique de l'énergie ne se produira probablement pas. Nous avons observé quelques signes indiquant un second souffle de la croissance dans la zone euro. En raison d'une reprise de la production industrielle, d'un emploi solide et d'une inflation tenace, la Banque centrale européenne n'est pas prête à lever le pied de la pédale de frein. Les prix de l'énergie ont baissé, mais des conditions macroéconomiques plus favorables poussent à la hausse l'inflation de base — celle qui intéresse les banques centrales. D'autres hausses de taux devraient avoir lieu en Europe.
- L'euro est en bonne position pour gagner du terrain contre le livre sterling, les taux de la Banque d'Angleterre se rapprochant

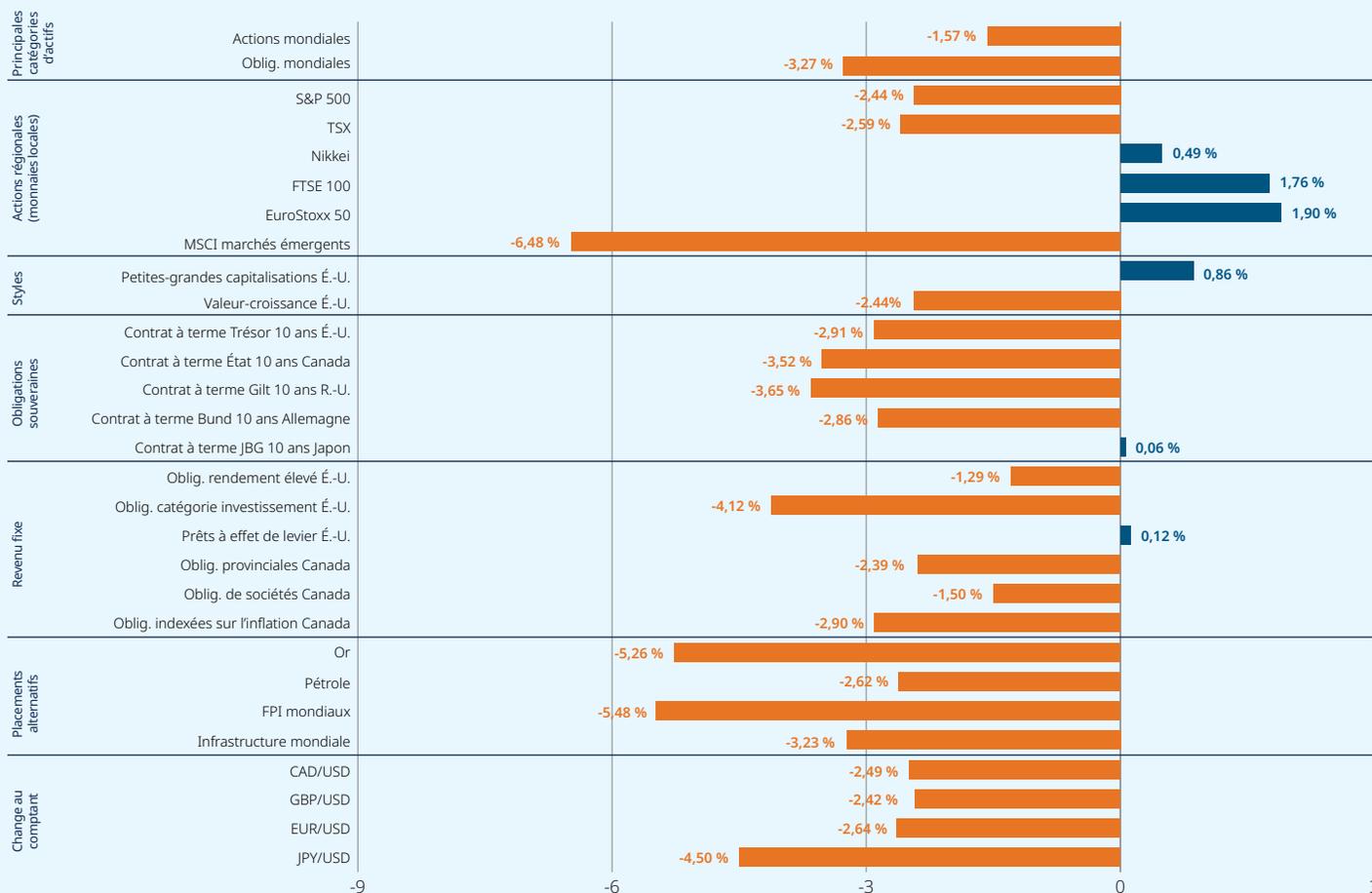
d'un sommet. Pour les mêmes raisons, nous préférons les obligations d'État britanniques par rapport aux obligations allemandes, pour lesquelles nous observons toujours une possibilité de baisse des prix.

Une inflation tenace dans la zone euro forcera la main de la BCE





Rendements des marchés financiers en février



Notes : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 28 février 2023. Les rendements des indices sont pour la période du 1^{er} janvier 2023 au 28 février 2023. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : MSCI monde (monnaies locales), BBG Barclays Multiverse, S&P 500 (USD), indice composé 60 TSX (CAD), Nikkei 225 (JPY), FTSE 100 (GBP), EuroStoxx 50 (EUR), MSCI ME (monnaies locales), Russell 2000 — Russell 1000, Russell 1000 valeur — Russell 1000 croissance, contrat à terme Trésor 10 ans États-Unis, contrat à terme obligations État 10 ans Canada, contrat à terme obligations gilt 10 ans R.-U., contrat à terme bund 10 ans Allemagne, contrat à terme obligations 10 ans Japon, BAML HY Master II, iBoxx US Liquid IG, Leveraged Loans BBG (USD), obligations provinciales (FTSE Canada), BAML Canada Corp, BAML Canada IL, BBG Gold, BBG WTI, REIT (MSCI Local), Infrastructure (MSCI Local), BBG CADUSD, BBG GBPUUSD, BBG EURUSD, BBG JPYUSD.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions de vente et de suivi, ainsi qu'à des frais de gestion et autres. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas des placements garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le contenu de ce commentaire (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation. Le présent commentaire renferme des énoncés prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir. Les énoncés prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent notamment les conditions générales économiques, politiques et des marchés en Amérique du Nord et à l'échelle internationale, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les décisions judiciaires ou réglementaires inattendues ou les catastrophes. Nous vous invitons à soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et vous mettons en garde contre une confiance exagérée en ces énoncés prospectifs. Tout énoncé prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 28 février 2023. On ne devrait pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autres. Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.