Investissements Russell

T4 2023

ATTERRIR AVEC STYLE

PERSPECTIVES DES MARCHÉS MONDIAUX

SAISIR LE POSS/BLE

Investissements Russell

J'ai le plaisir de vous faire part de notre mise à jour du quatrième trimestre concernant nos Perspectives des marchés mondiaux pour 2023.

À la suite de la réunion du FOMC de septembre, le président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, a laissé entendre qu'une autre hausse pourrait avoir lieu en 2023, signalant que la Fed pourrait approcher de la fin de sa campagne de resserrement de la lutte contre l'inflation. Bien que les cycles économiques soient des caractéristiques normales de l'économie, ceux provoqués par la pandémie ont été tout sauf normaux.

Le remaniement des marchés de l'emploi et des chaînes d'approvisionnement a rendu très difficile pour la politique monétaire à elle seule de réduire les prix. Les pénuries de travailleurs et les effets persistants de la Grande Démission ont maintenu les salaires élevés et le chômage bas. Les actions liées à l'IA peuvent défier le cycle, mais peuvent faire face à un grand désavantage si les craintes de récession éclatent. Nous prévoyons la probabilité d'un léger ralentissement de l'économie américaine en 2024, mais nous comprenons que le marché inhabituel complique le débat entre le ralentissement et la récession.

Les perspectives sont également mitigées dans d'autres régions. Bien que les actions européennes aient enregistré de bons rendements, elles pourraient faire face à de nouveaux défis, car la Banque centrale européenne maintient des taux plus élevés plus longtemps, ce qui entraînerait un ralentissement. L'économie britannique continue d'évoluer latéralement et même si les actions britanniques à grande capitalisation offrent de la valeur, elles font face aux vents contraires des secteurs faibles. Pendant ce temps, en Chine, la dette et les problèmes de propriété se sont aggravés, le gouvernement montrant peu de signes de venir à la rescousse. L'Australie est un point fort où même lorsque l'économie ralentit, nous pensons que les risques de récession sont plus faibles, étant donné que la politique monétaire de la Banque de réserve australienne est moins restrictive.

Alors que nous approchons de la fin d'une autre année sans précédent, Andrew Pease, notre chef mondial de la stratégie de placement, et son équipe offrent quelques éclaircissements pour aider les investisseurs à traverser cette période d'incertitude.

Kate El-Hillow
Présidente et directrice des placements

On parle de plus en plus d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine qui permettrait d'éviter la récession. Cela est possible, mais nous pensons toujours qu'une légère récession est probable. Les actions peuvent rester soutenues par les attentes d'un atterrissage en douceur au cours des prochains mois. Les obligations d'État sont attrayantes, car la plupart des banques centrales sont proches de la fin de leurs hausses de taux.

> *Il serait sans précédent d'éviter la récession après plus de 500 points de base de resserrement de la Fed, mais ce n'est pas impossible.*
>
> **Andrew Pease, Responsable mondial de la stratégie d'investissement**

INTRODUCTION

Le pilote de ligne Sully Sullenberger a réussi un atterrissage miraculeux sur l'Hudson en 2009[1]. La tentative d'atterrissage en douceur de l'économie américaine par le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), Jay Powell, pourrait s'avérer encore plus difficile. Ce cycle généré par la pandémie a été inhabituel à tant d'égards qu'un atterrissage en douceur ne peut être exclu. Mais les leçons tirées des cycles précédents montrent que l'atterrissage en douceur est un défi. Une fois que l'économie commence à ralentir en réponse à un resserrement agressif, elle débouche généralement sur une récession.

D'autres économies développées subissent également les conséquences d'un resserrement monétaire agressif. L'Europe semble au bord de la récession et l'économie britannique continue de stagner. Le Japon reste une exception avec une politique monétaire accommodante et une croissance du produit intérieur brut (PIB) supérieure à la tendance. En Chine, les problèmes liés à la dette et au marché immobilier s'intensifient, et le gouvernement semble toujours réticent à prendre des mesures de relance énergiques.

Les marchés parient sur un atterrissage en douceur. Le consensus industriel prévoit un rebond des bénéfices des entreprises l'année prochaine et les marchés des taux d'intérêt ne prévoient qu'un assouplissement modeste de la part de la banque centrale.

Nous pensons qu'une légère récession avant la fin de 2024 est l'issue la plus probable, mais les complexités causées par la pandémie rendent les prévisions difficiles. Les confinements et la réouverture ont perturbé les chaînes d'approvisionnement, ont provoqué une flambée de l'inflation et désynchronisé les cycles des biens et des services. La demande de biens a été anticipée pendant la pandémie et la consommation de services a rebondi pendant la réouverture. Les ménages ont émergé des confinements avec des liquidités record grâce aux paiements de soutien du gouvernement et les entreprises ont accumulé d'importantes réserves de liquidités lors de l'augmentation des bénéfices après la pandémie.

Il s'agit du premier resserrement significatif de la Fed alors que ni les ménages ni les entreprises ne sont surendettés en termes de dettes ou de paiements d'intérêts. C'est pourquoi il ne faut pas s'étonner que le délai entre les hausses de taux de la Fed et l'impact économique prenne plus de temps que d'habitude. Il est possible que nous ayons un atterrissage en douceur, où l'économie se refroidit suffisamment pour permettre à la Fed de commencer à baisser les taux et d'éviter la récession.

L'économie pourrait également bénéficier d'un second souffle temporaire si le recul de l'inflation stimule le pouvoir d'achat des consommateurs ou si l'industrie manufacturière connaît une mini reprise à mesure que les stocks sont reconstruits. Ce scénario « sans atterrissage » est le plus inquiétant pour les investisseurs, car il amènerait la Fed à envisager un nouveau resserrement et à risquer une récession plus profonde.

Notre cadre décisionnel en matière d'investissement fondé sur le cycle, la valeur et le sentiment (CVS) est prudent quant aux perspectives à un an de l'indice S&P 500®. L'évaluation est coûteuse et le cycle est un vent contraire selon notre opinion relative aux risques de récession. Notre propre indice de sentiment est revenu à des niveaux neutres après avoir signalé des conditions de surachat en juillet. Les actions pourraient progresser si les marchés prennent confiance dans l'atterrissage en douceur, en particulier maintenant que le sentiment est proche de la neutralité. L'économie peut, pendant un certain temps, sembler en voie d'atterrissage en douceur, même si elle glisse vers la récession plus tard en 2024.

Les rendements des bons du Trésor à dix ans, proches de 4,3 %, offrent une bonne valeur et les risques de récession soutiennent le cycle. Nos perspectives annuelles de la fin de l'année dernière désignaient 2023 comme l'année du portefeuille diversifié, où un portefeuille équilibré traditionnel composé de 60 % d'actions et de 40 % de titres à revenu fixe se porte bien. Il semble que ce soit toujours le cas.

Dans le film de 2016, Sully, Sully dit que « tout est sans précédent jusqu'à ce qu'il se produise pour la première fois ». Il serait sans précédent d'éviter la récession après plus de 500 points de base de resserrement de la Fed, mais ce n'est pas impossible. Nous pensons que la récession est l'issue probable, mais Jay Powell espère un film intitulé Miracle sur Liberty Street [2].

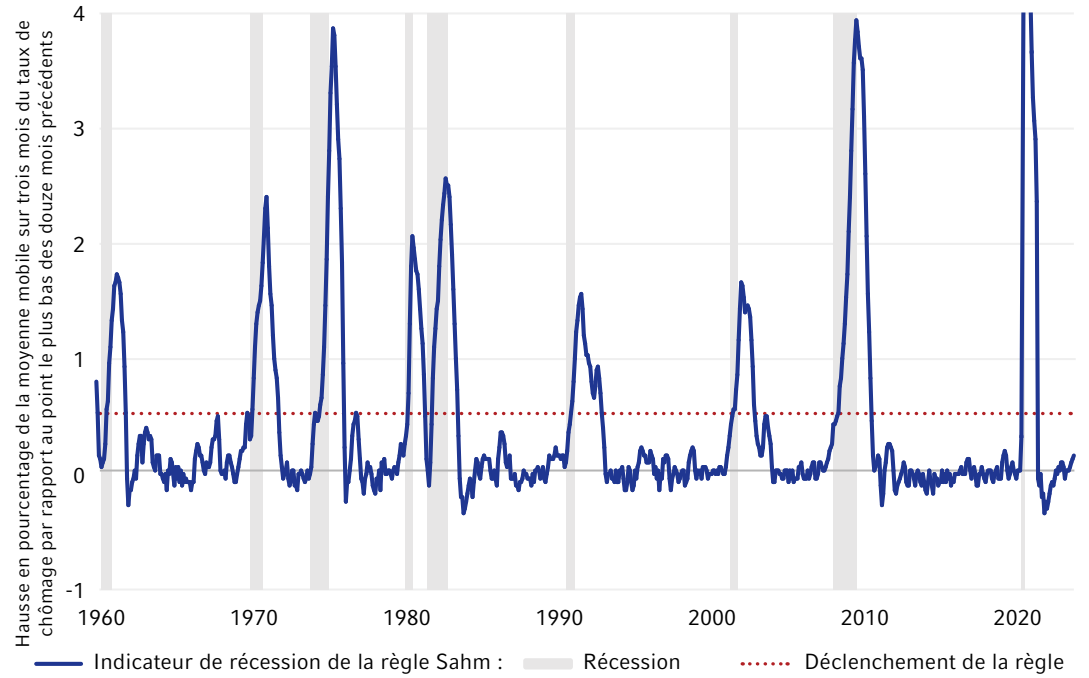
[1] Le Miracle sur l'Hudson fait référence à un vol de la compagnie US Airways qui a perdu tous ses moteurs après avoir heurté une volée d'oiseaux peu après le décollage de l'aéroport LaGuardia de New York en 2009. Les pilotes ont fait planer l'avion jusqu'à ce qu'il amerrisse dans l'Hudson, où les 155 personnes à bord ont été secourues par des bateaux qui se trouvaient à proximité. Un responsable du National Transportation Safety Board a décrit cet accident comme « l'amerrissage le plus réussi de l'histoire de l'aviation ».

[2] Le bâtiment de la Federal Reserve Bank of New York à New York est également connu sous le nom de 33 Liberty Street.

LA DURÉE EST ACCRUE, MAIS RIEN NE CHANGE

La règle de Sahm[3] stipule qu'une récession a commencé lorsque la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage augmente de 0,5 point de pourcentage par rapport à son niveau le plus bas des 12 mois précédents. Cette règle met en évidence la dynamique d'auto-renforcement qui se met en place lorsque le taux de chômage commence à augmenter. La hausse du taux de chômage indique que les entreprises se serrent la ceinture. Les ménages deviennent prudents à mesure que les emplois deviennent plus difficiles à trouver. Cela déclenche une plus grande austérité et des mises à pied, ce qui entraîne une plus grande prudence des ménages. Le processus s'enclenche généralement à partir de l'impact décalé du resserrement de la politique monétaire de la Fed. La règle de Sahm nous rappelle qu'il est difficile pour la Fed de calibrer la politique monétaire avec suffisamment de précision pour s'assurer qu'un ralentissement induit par la politique ne se transforme pas en récession.

La Règle Sahm démontre un Chemin étroit pour la Fed pour éviter la récession



Source : LSEG DataStream, au 15 août 2023. La règle de Sahm indique une récession lorsque la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage augmente de 0,5 point de pourcentage par rapport au point le plus bas des douze mois précédents.

Le taux de chômage américain s'est établi en moyenne à 3,6 % au cours des trois mois précédant le mois d'août, soit le taux le plus bas depuis la fin des années 1960. Selon la plupart des définitions, ce taux est inférieur au taux de chômage compatible avec une inflation stable. Il est probable que le taux de chômage devra dépasser les 4 % pour que le taux d'inflation retombe à l'objectif de 2 % de la Fed.

Un atterrissage en douceur est possible, mais la règle de Sahm démontre l'étroitesse de la voie à suivre par la Fed pour atteindre cet objectif.

> *Il est probable que le taux de chômage devra dépasser les 4 % pour que le taux d'inflation retombe à l'objectif de 2 % de la Fed.*
>
> **Andrew Pease**

[3] Conçue par Claudia Sahm, ancienne économiste de la Réserve fédérale.

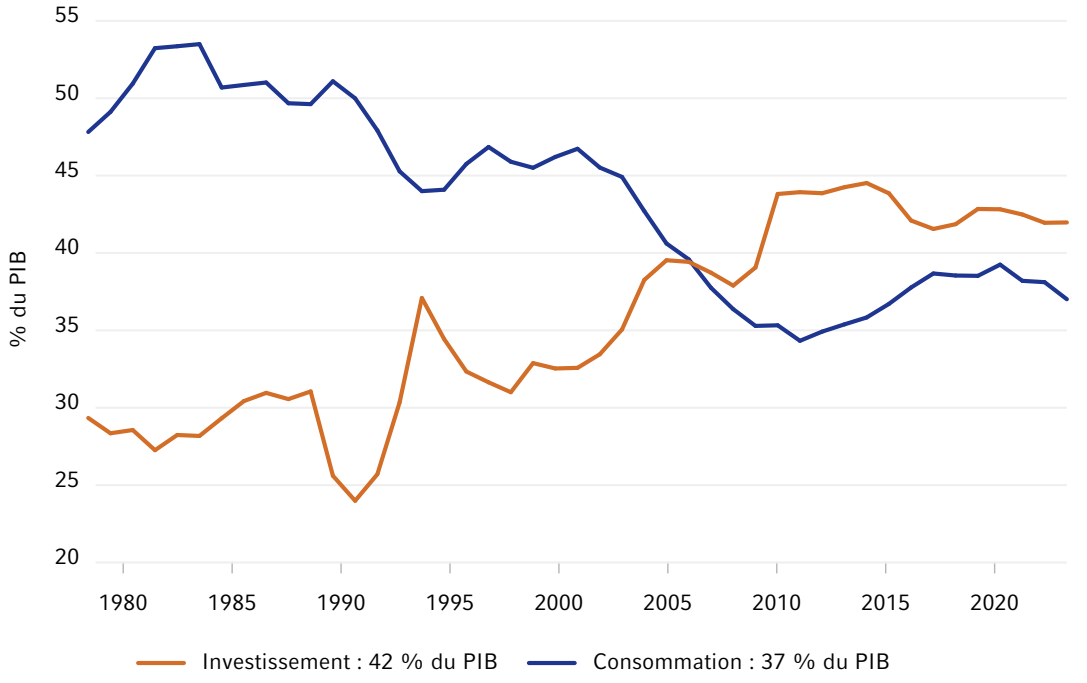
LES CHOIX DIFFICILES DE LA CHINE

L'optimisme après la réouverture de la Chine s'est rapidement transformé en pessimisme. Les problèmes se situent au niveau du marché immobilier et des gouvernements locaux très endettés.

Le titan du développement immobilier Evergrande a déposé son bilan et le plus grand constructeur de maisons, Country Garden, semble au bord du défaut de paiement. La confiance des consommateurs et des entreprises s'est effondrée, le chômage des jeunes dépasse les 20 % et l'économie flirte avec la déflation. Le gouvernement a cessé de publier de nombreuses statistiques qui montrent des tendances négatives. Les années de croissance à deux chiffres sont révolues depuis longtemps et le Fonds monétaire international pense désormais que la croissance du PIB tombera en dessous de 4 % dans les années à venir.

Les baissiers affirment que les problèmes sont la conséquence du modèle de croissance déséquilibré de la Chine. La consommation ne représente que 37 % du PIB et l'investissement 42 %. Dans les économies avancées, la consommation représente plus de 60 % du PIB, et l'investissement, moins de 20 %. Un problème clé est le taux d'épargne élevé de la Chine, qui, à 45 % du PIB, est bien supérieur à celui de toutes les autres grandes économies et a conduit à un surinvestissement. Le point de vue négatif est que l'économie déséquilibrée de la Chine, dirigée par l'État, a conduit à un excès d'endettement lié à des projets dont les rendements ne couvrent pas le coût de l'emprunt.

Le Chine : Investissement y consommation



Source : LSEG DataStream, au 30 juin 2022.

Toutefois, une crise financière du type de celle de 2008 semble peu probable. Les grandes banques chinoises sont détenues par l'État, la dette est essentiellement nationale et les emprunts étrangers sont très limités, et le contrôle des capitaux rend improbable une crise due à la fuite des capitaux. La comparaison avec le Japon est plus inquiétante, après la bulle économique des années 1980 qui a été suivie par des décennies de croissance molle et de pression déflationniste. Les similitudes sont le vieillissement de la population, l'endettement excessif, le surinvestissement dans le secteur immobilier et la réticence des décideurs politiques à s'attaquer au problème des créances douteuses.

Les investisseurs attendent l'annonce d'une mesure de relance significative, mais l'approche adoptée jusqu'à présent a consisté en une série de baisses progressives des taux d'intérêt et en un certain assouplissement des restrictions sur les prêts hypothécaires. Une réponse politique qui réduirait le risque d'un scénario semblable à celui du Japon impliquerait un transfert des dettes immobilières à faible rendement des gouvernements locaux au gouvernement central, combiné à des mesures de relance budgétaire et monétaire coordonnée pour stimuler la consommation, augmenter l'inflation et réduire l'épargne nationale. Le président de la Chine, Xi Jinping, semble toutefois réticent à l'idée de procéder à des renflouements et à des mesures de relance importantes, car il craint l'aléa moral et que l'augmentation de la dette accroisse le risque d'instabilité financière. Il semble que l'économie doive encore se détériorer avant que des mesures de relance significatives ne soient prises.

La Chine, comme mesuré par l'indice MSCI Chine, a été le marché boursier affichant le pire rendement depuis le début de l'année, et l'indice a baissé de plus de 20 % par rapport à son pic de 2022. L'indice se négocie à un ratio cours/bénéfice à terme de dix fois, ce qui représente une bonne valeur, et le pessimisme des investisseurs à l'égard de la Chine est encourageant du point de vue du sentiment à contre-courant. La confiance dans le cycle est l'élément manquant.

Les perspectives cycliques à court terme sont incertaines, mais il y a des raisons de penser que la Chine peut surpasser certaines des projections à moyen terme les plus pessimistes. Le niveau d'endettement de la Chine n'est pas inquiétant dans le contexte d'une économie en développement qui nécessite d'importants investissements pour accroître son stock de capital et améliorer sa productivité. Il existe un potentiel de croissance économique de rattrapage et le taux d'urbanisation de la Chine est encore inférieur à celui de pays tels que la Corée du Sud et le Japon à des stades de développement similaires. Cela peut contribuer à compenser les vents contraires démographiques. La Chine dispose également d'un avantage en matière d'éducation. Elle s'est classée au premier rang pour les mathématiques et les sciences dans les résultats les plus récents du Programme international pour le suivi des acquis des élèves (PISA) de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) en 2018. La Chine a des défis à relever à court terme, mais nous ne devrions pas être trop pessimistes quant à ses perspectives de croissance à plus long terme.

> *Il y a des raisons de penser que la Chine peut surpasser certaines des projections à moyen terme les plus pessimistes.*
>
> **Andrew Pease**

PERSPECTIVES DU MARCHÉ CANADIEN

Il semble que l'impact positif de l'immigration sur l'économie soit en train de s'atténuer. Le produit intérieur brut (PIB) s'est contracté au T2, ce qui a probablement conduit la Banque du Canada à maintenir ses taux d'intérêt en septembre. La croissance mensuelle de l'emploi a été volatile; cependant, Statistique Canada a signalé que le taux de roulement du marché de l'emploi s'atténue et que les consommateurs sont de plus en plus préoccupés par les perspectives économiques et d'emploi. Néanmoins, l'inflation et les salaires restent élevés par rapport aux niveaux préférés de la Banque du Canada, de sorte que la politique devrait rester restrictive. Toutefois, si les signes d'un ralentissement économique se multiplient, la Banque du Canada pourrait ne plus ressentir le besoin de continuer à augmenter les taux d'intérêt.

Rétrogradation

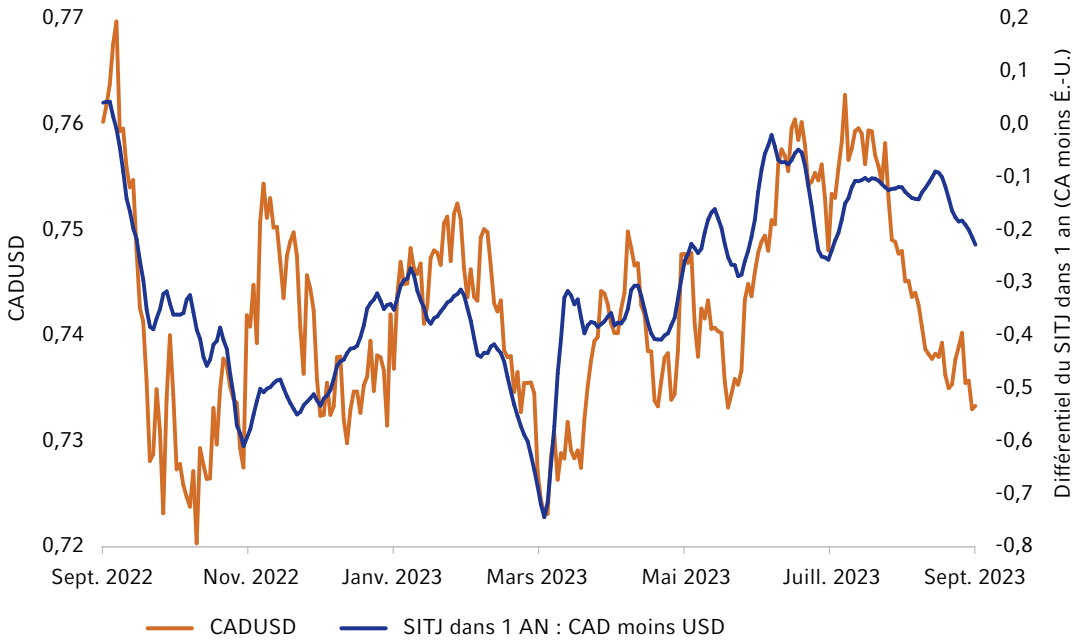
L'économie canadienne semble être en train de rétrograder, la politique monétaire restrictive mettant à l'épreuve sa résilience. Malgré une croissance de l'emploi supérieure aux prévisions en août, Statistique Canada a indiqué que le taux de roulement du marché de l'emploi diminuait, tandis que le « temps passé au chômage » s'allongeait. En d'autres termes, moins d'employés changent volontairement d'emploi et les chômeurs mettent plus de temps à trouver un nouvel emploi. En outre, l'économie canadienne s'est contractée de -0,2 % au cours du deuxième trimestre, dépassant largement les estimations de croissance de 1,2 %. En outre, le PIB par habitant s'est contracté pendant trois trimestres consécutifs en glissement annuel. Ce contexte de croissance inquiétant a probablement influencé la décision de politique monétaire prise par la Banque du Canada en septembre, qui a laissé les taux inchangés à 5,0 %. La banque centrale a également prévenu que l'économie canadienne était « entrée dans une période de croissance plus faible » et que « l'excès de demande s'atténue ». Pourtant, l'inflation et les salaires s'avèrent tenaces. La moyenne des taux d'inflation de base trimestrielle et médiane de la Banque du Canada était de 4,0 % en août, soit le double de l'objectif d'inflation de 2 % et de la fourchette supérieure de 3 % de sa marge de tolérance de 1 % à 3 %. En outre, la croissance des salaires oscille autour de 5 %, ce qui est bien plus élevé que les 3 à 4 % qui seraient compatibles avec une inflation de 2 %. Par conséquent, la dynamique de l'inflation a incité la Banque du Canada à adopter un ton belliciste, déclarant qu'elle était « prête à augmenter » le taux directeur si les données économiques s'accéléraient à nouveau ou si l'inflation restait fermement au-dessus de son objectif de 2 %.

Néanmoins, nous sommes inquiets pour le consommateur canadien, car la fatigue que connaît l'économie canadienne n'est peut-être pas une aberration. Dans un sondage de suivi daté du 1er septembre, Nanos Research a rapporté que lorsqu'on a demandé aux ménages quelle était leur « plus importante préoccupation nationale », les réponses qui ont connu la plus grande variation en pourcentage par rapport au mois précédent ont été l'économie et le coût de la vie. La politique monétaire fonctionne avec un décalage, et les ménages surendettés en ressentent les effets lorsque les prêts hypothécaires sont réinitialisés à des taux de financement plus élevés et que le portefeuille des consommateurs s'en trouve réduit. Alors que les ratios de service de la dette sont en voie d'atteindre de nouveaux sommets historiques, plus les taux restent élevés, plus l'économie canadienne sera exposée à un ralentissement. Bien qu'une nouvelle hausse des taux ne puisse être exclue, la vulnérabilité des ménages aux taux d'intérêt élevés pourrait empêcher la Banque du Canada de resserrer davantage sa politique.

Dans ce contexte, nous pensons que les marchés ont mal évalué les perspectives de taux d'intérêt de la Banque du Canada par rapport à celles de la Réserve fédérale américaine (Fed). Si notre opinion selon laquelle les risques de récession sont plus élevés au Canada qu'aux États-Unis est correcte, il n'est pas logique que les marchés évaluent à environ 100 points de base l'assouplissement de la Fed jusqu'à la fin de l'année 2024, contre environ 30 points de base pour la Banque du Canada (en date du 7 septembre). Le Canada montrant des signes plus tangibles de ralentissement, l'inverse serait plus logique. Il est intéressant de noter que le dollar canadien (CAD) semble indiquer ces attentes peu probables du marché. Le graphique 1 montre que le CADUSD s'est affaibli davantage que ce qu'impliquent les différentiels de taux d'intérêt à un an, tels que renseignés par les taux d'échange de l'OIS. En outre, le pétrole brut a augmenté d'environ 35 % depuis ses plus bas niveaux de mars jusqu'au 13 septembre : cependant, le huard n'en a pas profité comme il le ferait normalement.

Par conséquent, bien que le CADUSD se négocie avec une décote d'environ 10 % par rapport à sa juste valeur implicite de parité de pouvoir d'achat, le cycle économique n'est pas propice à une progression appréciable du CADUSD à court terme.

Graphique 1: CADUSD par rapport aux différentiels OIS à 1 an



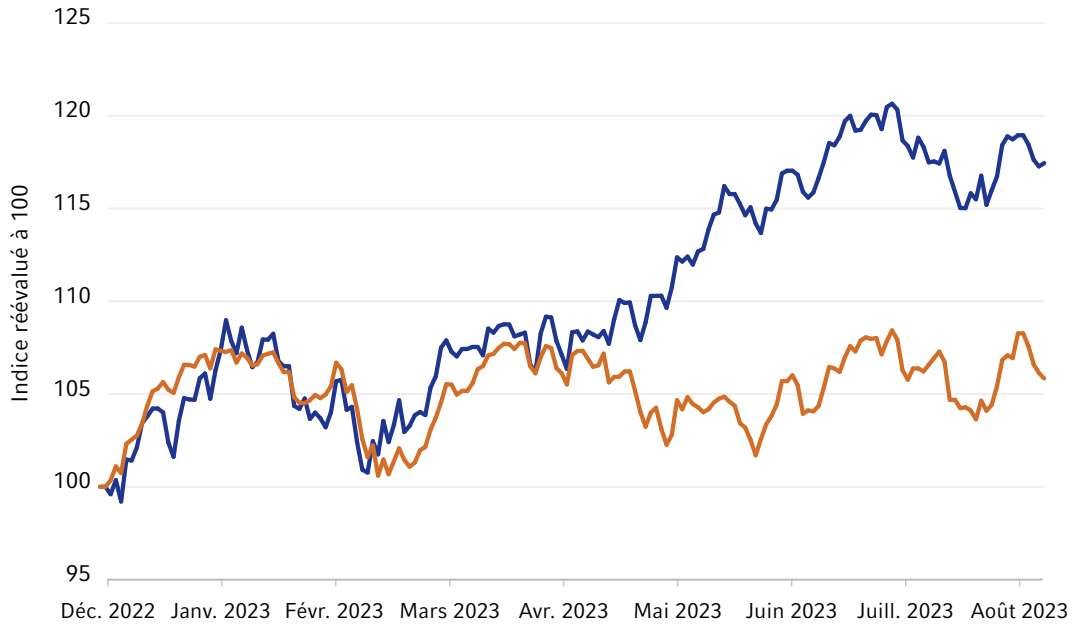
Source : LSEG DataStream, Investissements Russell. Au 6 septembre 2023. Le SITJ fait référence au swap indexé sur le taux à un jour et le taux du swap indexé sur le taux à un jour dans un an est utilisé ici comme indicateur des attentes en matière de taux d'intérêt dans un an.

Perspectives des marchés financiers

Au trimestre dernier, nous avons noté que le rendement des obligations canadiennes à dix ans se situait dans une fourchette comprise entre 2,75 % et 3,5 % et qu'il devrait rester en dessous de son niveau record de 3,68 %. Mais le rendement à dix ans a augmenté pour atteindre environ 3,8 %, des facteurs externes ayant dominé le sentiment du marché. La forte corrélation entre les rendements canadiens et les rendements américains était évidente à la suite de l'annonce par le Trésor américain d'une augmentation de la taille des adjudications pour financer les déficits élevés et de l'abaissement de la note de la dette du Trésor américain par l'agence de notation Fitch. L'assouplissement par la Banque du Japon de son contrôle de la courbe de rendement a également contribué à l'évolution inattendue des rendements. Ces trois événements ont coïncidé autour de la fin du mois de juillet et du début du mois d'août. Sans surprise, entre le 31 juillet et le 8 septembre, le rendement américain à dix ans a augmenté de 31 points de base, soit plus que la hausse de 18 points de base des rendements canadiens. En ce qui concerne l'avenir, nous soutenons que l'économie canadienne se dirige vers une récession au cours des 12 à 18 prochains mois. Cela signifie que la Banque du Canada est, ou est très proche d'être, à la fin de sa campagne de hausse des taux. En effet, la probabilité d'une réduction des taux augmente à mesure que l'économie ralentit. Si la baisse des rendements n'a pas été une partie de plaisir pour les investisseurs à revenu fixe, les perspectives de rendement total sont encourageantes. Le ralentissement de l'économie signifie que la hausse des rendements sera limitée, et si une récession devait se produire, les rendements devraient diminuer à mesure que la Banque du Canada réduira son taux cible afin d'assouplir les conditions financières. Un rendement total à deux chiffres des titres à revenu fixe est possible dans un tel scénario. Il est important de noter que les titres à revenu fixe joueront un rôle crucial dans la diversification de l'allocation d'actifs à mesure que les perspectives macroéconomiques deviendront plus difficiles.

Les actions canadiennes ont eu du mal à suivre le rythme des actions américaines au cours des derniers mois. Le graphique 2 montre que les actions canadiennes et américaines ont affiché des rendements similaires de janvier à la mi-mai. Toutefois, les actions américaines se sont envolées depuis la fin mai, tandis que les actions canadiennes se sont maintenues dans une fourchette. Cette divergence de rendement n'est pas une coïncidence. À la fin du mois de mai, Nvidia a annoncé des résultats trimestriels exceptionnels en raison de l'augmentation de la demande de ses puces électroniques, alimentée par la demande d'ordinateurs pour l'intelligence artificielle (IA). Bien que le rendement inférieur des actions canadiennes soit principalement dû au fait que l'IA alimente les actions technologiques américaines, nous reconnaissons également que les actions canadiennes sont plus cycliques et qu'elles pourraient être plus vulnérables à un événement volatil causé par une récession. Par conséquent, même si les valorisations sont raisonnables, les perspectives du cycle économique nous incitent à maintenir une position neutre à l'égard des actions canadiennes.

Graphique 2: Divergence de rendement entre les actions canadiennes et américaines en raison de l'engouement pour l'IA



Source : LSEG DataStream, Investissements Russell. Données du 31 décembre 2022 au 8 septembre 2023.

PERSPECTIVES PAR RÉGION

États-Unis

Nous serions positivement surpris si le président de la Fed, M. Powell, parvenait à réaliser le proverbial atterrissage en douceur : un ralentissement bien réglé qui stabilise l'économie américaine à environ 1 % de croissance du PIB réel et 100 000 emplois mensuels non agricoles. L'histoire n'est pas favorable quant à ses chances, et nous concluons qu'une récession est plus probable qu'improbable en 2024.

Quelle que soit l'issue du débat sur la récession ou l'absence de récession l'année prochaine, l'incertitude entourant les fondamentaux du marché est très élevée. Les prix du marché, en revanche, ont carrément évolué en faveur d'un scénario d'atterrissage en douceur, les actions évaluant une reprise rapide des bénéfices des entreprises, les crédits étant peu préoccupés par l'augmentation des impayés et des défaillances, et les taux évaluant une réduction progressive de la politique monétaire vers une position neutre. Ainsi, notre processus cycle, valeur et sentiment favorise une approche légèrement prudente des marchés américains, avec des opportunités sélectives dans les actions de qualité, les obligations d'État en début de période, les facteurs accentuant la pente de la courbe[4] et les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences.

Zone euro

L'économie de la zone euro est sous pression, l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne étant toutes au bord de la récession. Les prêts bancaires et la masse monétaire sont en baisse, reflétant l'impact du resserrement monétaire de la Banque centrale européenne (BCE). Les indicateurs manufacturiers se contractent et le ralentissement économique de la Chine se répercute sur l'Europe en raison de la faible demande d'exportation.

La BCE a porté le taux de dépôt à 4 % en septembre et a indiqué qu'elle en avait peut-être fini avec les hausses de taux, mais qu'elle avait l'intention de laisser les taux à des niveaux élevés pendant « une période suffisamment longue ». Les marchés remettent en question le point de vue de la BCE sur le taux directeur, qui est plus élevé que jamais, et prévoient un assouplissement de près de 75 points de base au cours du second semestre de 2024. Nous pensons que les marchés sont susceptibles d'avoir raison étant donné la faiblesse des indicateurs clés et la tendance à la baisse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie.

L'euro est sous-évalué et peut s'apprécier à la faveur du bellicisme de la BCE. Cependant, le risque d'une erreur de politique de la part de la BCE pourrait exercer une pression à la baisse sur la devise à moyen terme. Les actions de la zone euro ont enregistré un bon rendement depuis le début de l'année, mais elles seront bientôt confrontées aux défis du cycle, à savoir une politique monétaire stricte et un risque de récession.

[4] Une opération d'accentuation de la courbe est une stratégie qui utilise des produits dérivés pour profiter des différences de rendement croissantes qui se produisent à la suite de l'augmentation de la courbe de rendement entre deux obligations du Trésor de maturités différentes.

Royaume-Uni

L'économie britannique continue de suivre une trajectoire latérale. L'économie, qui a à peine progressé depuis le début de l'année 2022, est toujours inférieure d'environ 0,2 % à son pic d'avant la pandémie en 2019. La Banque d'Angleterre a augmenté les taux à des niveaux clairement restrictifs avec un taux de base de 5,5 % et certains signes indiquent que l'économie commence à s'essouffler. Le chômage augmente et les offres d'emploi diminuent. Les prix de l'immobilier baissent pour la première fois depuis la crise financière de 2008.

L'inflation de base se maintient à près de 7 %, mais devrait commencer à diminuer lorsque la croissance des salaires commencera à ralentir. Les marchés s'attendent à ce que la Banque d'Angleterre maintienne son statu quo jusqu'à la fin de l'année 2024, mais nous pensons qu'une économie atone pourrait amener la banque à faire marche arrière plus tôt dans l'année.

Une Banque d'Angleterre belliciste devrait continuer à soutenir la livre britannique. Les actions britanniques à grande capitalisation offrent une bonne valeur, mais pourraient être confrontées à des vents contraires en raison de leur exposition relativement importante aux secteurs de la santé, de la finance et de la consommation de base, et de leur faible exposition aux entreprises technologiques. Les obligations du Royaume-Uni semblent attrayantes, le rendement à dix ans étant de 4,4 %.

Japon

Le rebond après le confinement a stimulé l'économie japonaise, les dépenses de services ayant retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie et le tourisme entrant s'étant redressé. Ces tendances devraient se poursuivre. Toutefois, la production industrielle s'affaiblit en raison de la faiblesse de la Chine, et les stocks sont élevés, ce qui suggère un risque de baisse de la production.

Nous prévoyons que la Banque du Japon assouplira encore sa politique de contrôle de la courbe des rendements au cours des six à douze prochains mois, mais une augmentation du taux d'escompte nécessitera beaucoup plus de preuves que l'inflation est durablement à la hauteur de l'objectif de la Banque du Japon.

Les actions japonaises ont affiché l'un des meilleurs rendements cette année, stimulées par le vent arrière cyclique et certaines initiatives mises en place par la Bourse de Tokyo pour les entreprises dont la valeur est inférieure à la valeur comptable. Ces deux vents contraires pourraient se poursuivre, mais nous estimons que les actions japonaises sont désormais plus que pleinement valorisées et qu'elles seront sensibles à un ralentissement mondial et à un éventuel raffermissement du yen.

Chine

Le marché immobilier et l'absence de réponse politique ont entraîné un nouveau ralentissement de l'économie chinoise. La confiance et les dépenses des consommateurs sont faibles, et le marché de l'emploi montre des signes précoces de ralentissement. Plusieurs mesures politiques ont été prises, visant principalement à améliorer la demande de logements (en particulier dans les villes de premier rang) et à réduire les taux d'intérêt, mais nous pensons que des dépenses budgétaires supplémentaires sont nécessaires et qu'elles seront engagées si l'économie continue de s'affaiblir. Ces dépenses seront probablement plus axées sur le soutien aux consommateurs par le biais de réductions d'impôts, de subventions ou d'une certaine forme de bons de consommation.

La politique monétaire devrait rester accommodante et de nouvelles baisses de taux sont possibles. Les actions de l'indice MSCI Chine se négocient à des valorisations faibles, avec un multiple de dix fois les bénéfices futurs. Notre mesure du sentiment pour les actions chinoises montre que le marché est survendu mais n'a pas encore atteint le niveau de panique qui représenterait une forte opportunité à contre-courant.

Canada

L'économie canadienne est en perte de vitesse. L'emploi mensuel s'est contracté au cours de deux des quatre derniers mois et le taux de roulement du marché de l'emploi a diminué, les employés changeant moins activement d'emploi en réponse à la baisse des taux d'inoccupation. Il semble que l'augmentation de l'immigration ait réduit le resserrement du marché de l'emploi.

Les hausses agressives des taux par la Banque du Canada ont augmenté les coûts des services de dette au Canada et forcé les ménages à faire des compromis budgétaires. L'augmentation des soldes des cartes de crédit et l'insolvabilité des ménages suggèrent que le stress s'accroît. Le PIB du deuxième trimestre a reculé de -0,2 % par rapport aux attentes d'une hausse de 1,2 %. Les résultats sont décevants, même si l'on tient compte de facteurs particuliers tels que les incendies de forêt et les grèves dans les ports. Le PIB par habitant s'est contracté pendant trois trimestres consécutifs d'une année sur l'autre.

En septembre, la Banque du Canada a indiqué qu'une pause dans la hausse des taux était appropriée, citant que « l'excès de demande s'atténue » et que le marché de l'emploi se détend. Malgré cela, l'inflation de base et la croissance des salaires sont trop supérieures à l'objectif, et la Banque du Canada a indiqué qu'elle était prête à procéder à une nouvelle hausse des taux si les conditions le justifiaient. Bien qu'une nouvelle hausse ne puisse être exclue, la Banque du Canada est proche de la fin de sa campagne de relèvement des taux, car l'économie continue de ralentir. Néanmoins, le taux directeur devrait rester restrictif jusqu'à ce que la Banque du Canada soit convaincue que l'inflation se rapproche sensiblement de son objectif de 2 %.

Australie et Nouvelle-Zélande

L'économie australienne ralentit, mais nous pensons que le risque de récession est plus faible que dans l'hémisphère nord. La politique monétaire de la Reserve Bank of Australia (RBA) n'est pas aussi restrictive que les banques centrales dans d'autres régions, et elle a probablement fini de se resserrer. Environ 70 % des ménages sont maintenant exposés à l'augmentation du taux directeur, car de nombreux prêts hypothécaires à taux fixe sont arrivés à échéance au cours des trois derniers mois. La croissance démographique alimentée par l'immigration continuera à fournir un tampon sain à l'économie, avec une croissance démographique proche de 2 % attendue au cours des douze prochains mois. Nous nous attendons à ce que le dollar australien ait un certain potentiel de hausse, étant donné qu'il est légèrement bon marché et qu'il bénéficiera d'une compression des différentiels de taux d'intérêt par rapport aux États-Unis. Les actions australiennes se négocient avec une décote par rapport aux actions mondiales et devraient bénéficier d'une relance plus significative de la part de la Chine.

Il est difficile d'être optimiste quant à l'économie de la Nouvelle-Zélande compte tenu de la position très restrictive de la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande. Le marché de l'emploi a commencé à s'affaiblir et le nombre de candidatures par offre d'emploi a dépassé le pic de la pandémie, ce qui indique que la détérioration se poursuivra probablement. Il est peu probable que les prochaines élections générales en octobre modifient les perspectives économiques, aucun des partis n'ayant indiqué un changement de la position budgétaire. Les actions néo-zélandaises sont considérées comme légèrement coûteuses par rapport aux actions mondiales, tandis que les obligations d'État néo-zélandaises semblent attrayantes compte tenu du contexte cyclique de risque accru de récession.

> *Notre processus cycle, valeur et sentiment favorise une approche légèrement prudente des marchés américains.*
>
> **Andrew Pease**

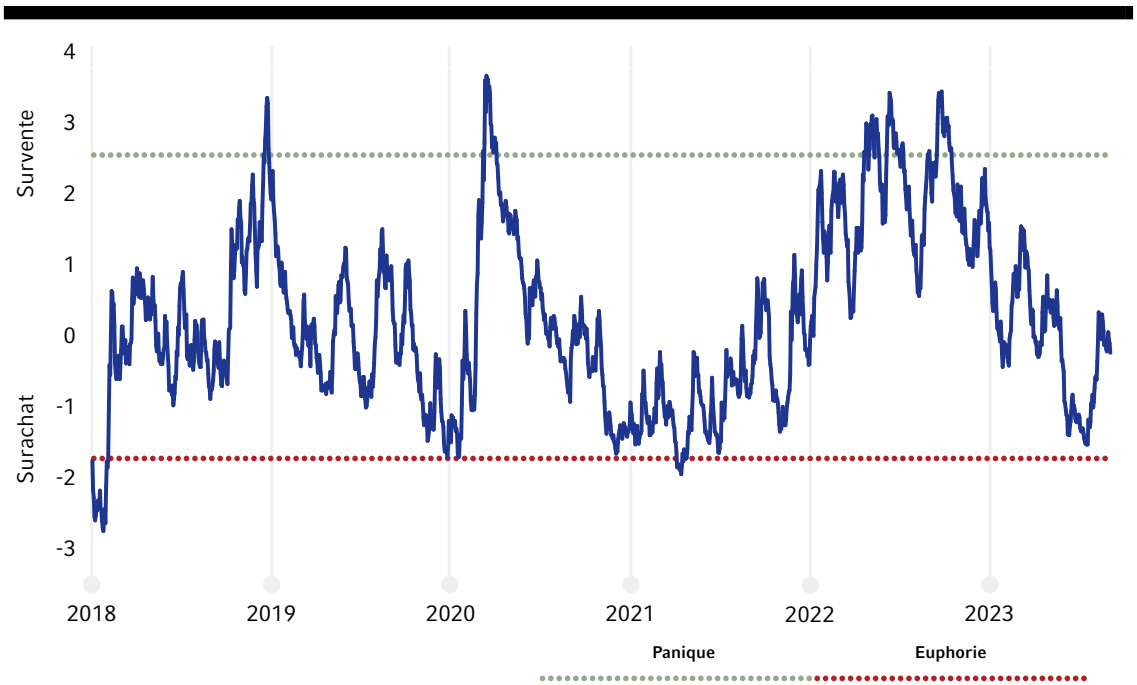
PRÉFÉRENCES DE CATÉGORIE D'ACTIF

Notre cadre décisionnel en matière d'investissement fondé sur le cycle, la valeur et le sentiment (CVS) est prudent en ce qui concerne les perspectives à un an du S&P 500. L'évaluation est coûteuse et le cycle est un vent contraire selon notre opinion relative aux risques de récession. Notre indice de sentiment exclusif se situe désormais à des niveaux globalement neutres, alors qu'il était suracheté d'environ un écart-type en juillet. Les marchés pourraient cependant fondre à la hausse[5] au cours des prochains mois si les investisseurs commencent à croire qu'un atterrissage en douceur est probable.

L'enthousiasme pour les actions liées à l'intelligence artificielle (IA) s'est calmé au cours des deux derniers mois. Malgré cela, les sept plus grandes actions technologiques ont contribué à 13 points de pourcentage du rendement de 17,3 % depuis le début de l'année pour le S&P 500 (en date du 15 septembre). L'enthousiasme pour l'IA est difficile à prévoir. L'enthousiasme des investisseurs pour les actions liées à l'IA pourrait compenser les vents contraires du cycle, mais il pourrait aussi créer un risque de baisse plus important si les craintes de récession venaient à s'emparer de l'engouement pour l'IA.

Notre cadre CVS nous offre une perspective positive pour les obligations d'État américaines. Les rendements à dix ans, proches de 4,3 %, constituent une bonne valeur et les risques de récession soutiennent le cycle. Le sentiment est plus mitigé pour les obligations mais, dans l'ensemble, il apporte un certain soutien à un point de vue à contre-courant. Les indices de surprise des données économiques sont proches des niveaux les plus élevés et suggèrent que les données pourraient bientôt décevoir et soutenir les obligations. Les données de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) continuent de montrer que les investisseurs spéculatifs sont positionnés pour une nouvelle hausse des rendements.

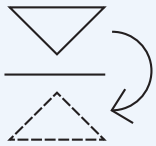
L'indicateur composite à contre-courant : le sentiment des investisseurs passage de surachat en juillet à globalement neutre



Source : Investissements Russell. La dernière observation est de -0,35 d'écart-type, en date du 11 septembre 2023. L'indicateur comparatif composite relatif au sentiment des investisseurs est mesuré en écarts-types supérieurs ou inférieurs à un niveau neutre. Les scores numériques positifs correspondent aux signes de pessimisme chez les investisseurs, tandis que les scores numériques négatifs correspondent aux signes d'optimisme de ces derniers.

[5] La hausse des marchés est un mouvement soutenu et souvent inattendu du rendement d'un actif ou d'une catégorie d'actifs, due en partie à une ruée des investisseurs qui ne veulent pas manquer cette hausse, plutôt qu'à des améliorations fondamentales de l'économie.

Plus précisément, nous obtenons les évaluations suivantes au début du T4 de 2023 :



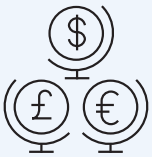
Les actions ont connu une hausse limitée avec un risque de récession à l'horizon. Bien que **les actions des pays développés non américains** soient moins chères que les actions américaines, nous avons une préférence neutre jusqu'à ce que la Fed devienne moins belliciste et que le dollar américain s'affaiblisse.

En ce qui concerne les actions, nous privilégions le **facteur qualité**, qui suit les actions peu endettées et dont la croissance des bénéfices est stable. Ces actions affichent généralement un bon rendement relatif pendant les périodes de ralentissement économique. Les actions de qualité sont relativement bon marché par rapport au reste du marché.

Les **actions des marchés émergents** ont sous-performé par rapport aux marchés développés jusqu'à présent cette année. Les préoccupations concernant l'économie chinoise ont été un vent contraire et ces inquiétudes semblent peu susceptibles de se soulever à court terme. Pour l'instant, une position neutre est justifiée. Les marchés émergents offrent généralement des rendements plus solides lorsque le dollar américain est en baisse. Ce phénomène pourrait être retardé jusqu'en 2024, lorsque les investisseurs commenceront à anticiper une baisse des taux d'intérêt de la part de la Fed et que le dollar baissera en conséquence.

Le **rendement élevé** s'est redressé grâce aux attentes d'un atterrissage en douceur et l'écart par rapport aux bons du Trésor est inférieur à la moyenne à long terme. **Les écarts de taux des obligations de première qualité** sont plus proches de leur moyenne à long terme. Les mauvaises perspectives de cycle sont un défi, les taux par défaut étant susceptibles d'augmenter à mesure que les probabilités de récession aux États-Unis augmentent.

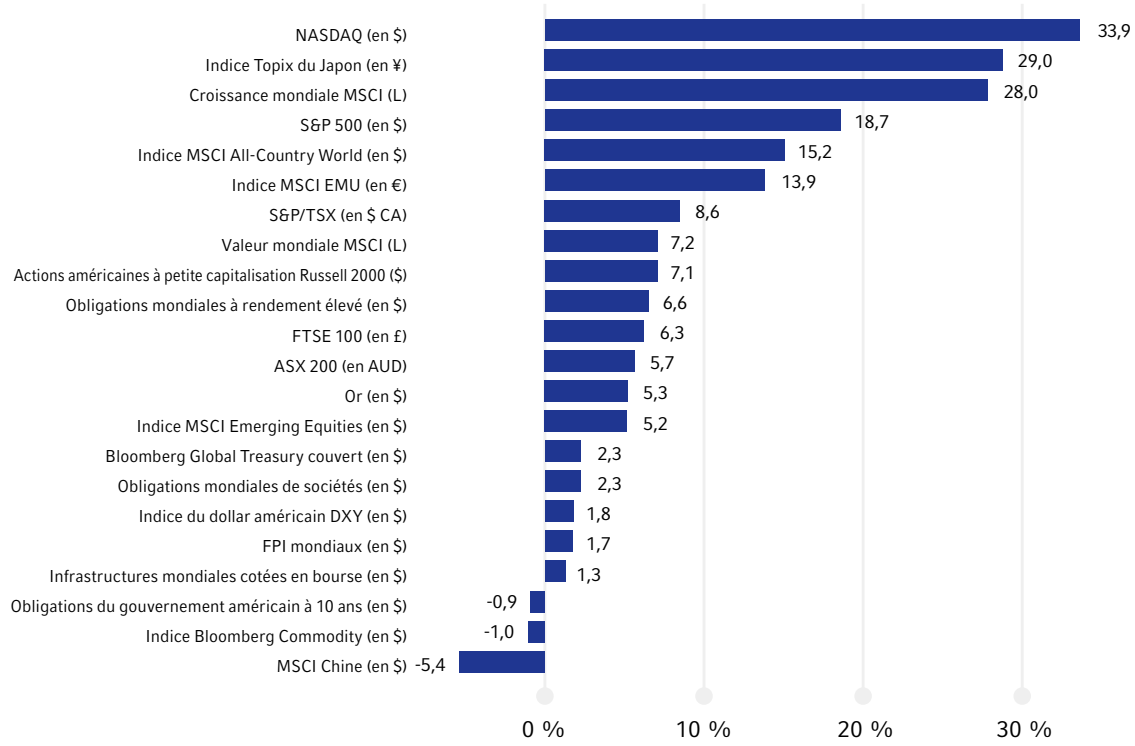
Les valorisations des obligations d'État sont attrayantes. Les obligations américaines, britanniques et allemandes offrent une bonne valeur. Elles ont le potentiel de se redresser à mesure que les investisseurs deviennent confiants dans le fait que les banques centrales ont terminé leur resserrement, que l'inflation a atteint son maximum et que les économies ralentissent. Il est probable que la courbe des rendements américains puisse s'accentuer au cours des prochains mois. L'écart entre les rendements des obligations à deux ans et à dix ans est proche d'un extrême. La courbe de rendement a tendance à s'accentuer après que la Fed a terminé d'augmenter les taux d'intérêt et que les marchés commencent à envisager un assouplissement monétaire. Le Japon reste l'exception, où le rendement des obligations à dix ans est d'environ 70 points de base et reste cher.



Actifs réels : les fiducies de placement immobilier (FPI) et les **infrastructures** affichent des valorisations attrayantes par rapport aux actions mondiales. Bien que le secteur des bureaux soit confronté à des difficultés, il ne représente qu'une petite partie de l'ensemble du marché des FPI. La fin des hausses de taux de la Fed devrait favoriser les FPI par rapport aux actions. Le pétrole a bénéficié des réductions de l'offre de l'OPEP+ pour se rapprocher des 100 dollars le baril. La hausse semble toutefois limitée, compte tenu de la faiblesse de l'économie chinoise. Cette situation devrait également peser sur les prix agricoles et les métaux de base. Les risques de récession pour les économies développées constituent un autre facteur défavorable.

Le **dollar américain** (USD) s'est renforcé au cours des deux derniers mois, les investisseurs spéculant sur un atterrissage en douceur de l'économie qui retarderait les réductions de taux. Le dollar est coûteux en termes réels pondérés par le commerce et sera soumis à une pression à la baisse si les marchés perdent confiance en un atterrissage en douceur. Nous croyons également que le **yen japonais** est attrayant du point de vue du cycle et de la valeur. À 147 par rapport au dollar américain, il est nettement sous-évalué par rapport à son évaluation de parité du pouvoir d'achat de 92. Les pressions inflationnistes japonaises signifient que la Banque du Japon est susceptible de s'éloigner de sa politique monétaire de contrôle de la courbe de rendement. L'**euro**, à 1,07, est également nettement sous-évalué par rapport à sa valeur de parité de pouvoir d'achat de 1,36. Il ne s'appréciera toutefois que si les marchés pensent que la récession et les baisses de taux de la BCE peuvent être évitées.

Performance des actifs depuis début 2023



Source : LSEG DataStream, au 14 septembre 2023. UME fait référence à l'Union économique et monétaire.

> *Les indices de surprise des données économiques sont proches des niveaux les plus élevés et suggèrent que les données pourraient bientôt décevoir et soutenir les obligations.*
>
> **Andrew Pease**

Investissements Russell

INFORMATION IMPORTANTE

Les opinions exprimées dans ces Perspectives des marchés mondiaux peuvent évoluer en tout temps selon les conditions du marché ou toute autre condition et sont à jour au 25 septembre 2023 exactitude et leur exhaustivité ne peuvent être garanties.

Aucune partie du contenu de cette publication ne constitue des conseils juridiques, fiscaux, sur les titres ou de placement. Il ne s'agit pas non plus d'une opinion concernant la pertinence d'un placement ni une sollicitation de quelque type que ce soit. Cette information est disponible « telle quelle ». Investissements Russell Canada Limitée ne fait aucune déclaration et n'offre aucune garantie à l'égard de cette information.

Nous vous rappelons que tous les investissements comportent certains niveaux de risque, y compris la perte possible du capital investi. Leurs performances ne sont généralement pas homogènes et peuvent même être négatives. Pour tout type de portefeuille, les tentatives destinées à réduire les risques et à doper les rendements peuvent parfois limiter involontairement les performances.

Il faut savoir que, comme pour tout investissement, l'investissement multi-actifs n'est pas une garantie de profit ni une potection contre les pertes.

Aucun modèle ou groupe de modèles ne peut offrir une estimation précise des performances futures sur les marchés des capitaux. Nous sommes conscients que les techniques d'analyse rationnelle ne peuvent prévoir des comportements financiers extrêmes, tels que les périodes d'euphorie financière ou de panique des investisseurs. Nos modèles reposent sur des hypothèses de comportement financier normal et rationnel. Les modèles de prévision sont par nature incertains et susceptibles de changer à tout moment en raison de nombreux facteurs et peuvent être inexacts. Investissements Russell juge que l'utilité de cette information est primordiale pour l'évaluation des relations relatives des différentes composantes d'un portefeuille mondialement diversifié. Ainsi, les modèles peuvent offrir un aperçu de a prudence dont faire preuve pour surpondérer ou sous pondérer ces composants de temps en temps ou en période de grand bouleversement. Les modèles ne sont explicitement pas conçus pour être des signaux d'anticipation du marché.

Les prévisions sont des prédictions des valeurs de marché et des volumes de négociation établies au moyen de diverses données d'analyse. Ce ne sont pas des projections du marché des valeurs mobilières ni d'un placement en particulier.

Les placements dans les marchés mondiaux, internationaux ou émergents peuvent être fortement marqués par les conjonctures politiques ou économiques et les exigences réglementaires d'un pays donné. Les placements dans des marchés étrangers peuvent comporter des risques liés à la fluctuation des devises, l'instabilité politique et économique ainsi qu'à des normes comptables et à une imposition étrangère diverses. Ces titres peuvent se révéler moins liquides et plus volatils. Les investissements sur les marchés émergents ou en développement impliquent une exposition à des structures économiques généralement moins diversifiées et moins évoluées, ainsi qu'à des systèmes politiques moins stables queleur exactitude et leur exhaustivité ne peuvent être garanties dans les pays développés.

L'investissement en devises implique des risques, notamment des fluctuations de la valeur des devises, qu'il s'agisse de la devise nationale ou de la devise étrangère. Ils peuvent augmenter ou réduire les rendements associés aux investissements étrangers.

Les investisseurs obligataires doivent tenir compte des risques liés aux taux d'intérêt, au crédit, et aux opérations de mises en pension et de prises en pension. Des risques plus importants, comme une volatilité accrue, une liquidité restreinte, le remboursement anticipé, le non-paiement et une hausse du taux de défaillance, sont inhérents aux portefeuilles qui investissent dans des obligations à haut rendement («de pacotille») ou dans des titres adossés à des créances hypothécaires, notamment des titres hypothécaires exposés aux hypothèques à risque.pas une garantie de profit ni une potection contre les pertes.

Les rendements cités sont des rendements passés et ne doivent pas être considérés comme une garantie de résultat futur.

L'indice S&P 500®, ou le Standard & Poor's 500, est un indice du marché boursier basé sur les capitalisations boursières de 500 grandes sociétés ayant des actions communes cotées sur le NYSE ou le NASDAQ.

L'indice FTSE 100 est pondéré en fonction de la capitalisation boursière des sociétés de premier ordre cotées au Royaume-Uni.

L'indice Bloomberg Global Treasury suit la dette publique à taux fixe en monnaie locale des pays investment grade, y compris les marchés développés et émergents. L'indice représente le secteur de trésorerie de l'indice Global Aggregate. L'index a été créé en 1992, et l'historique est disponible à partir du 1er janvier 1987.

Il s'agit d'indices de référence non gérés dans lesquels on ne peut investir directement.

Droits d'auteur © Investissements Russell Canada Limitée 2023. Tous droits réservés.

Investissements Russell est le nom commercial d'un groupe d'entreprises dotées d'une administration commune, incluant Investissements Russell Canada Limitée.

La propriété d'Investissements Russell se compose comme suit : une participation majoritaire de fonds gérés par TA Associates Management, L.P. et une participation minoritaire de fonds gérés par Reverance Capital Partners L.P. Des employés d'Investissements Russell ainsi que Hamilton Lane Advisors, LLC détiennent également des participations minoritaires sans contrôle.

Frank Russell Company est le titulaire des marques de commerce Russell contenues aux présentes et de tous les droits de marque liés aux marques commerciales Russell, et autorise les membres du groupe d'entreprises Investissements Russell à les utiliser sous licence. Les membres du groupe d'entreprises Investissements Russell ne sont en aucune façon affiliés à Frank Russell Company ni à toute autre entité exploitée sous la marque «FTSE RUSSELL».

Perspectives des marchés mondiaux 2023 — Mis à jour au T4

Date de première publication: septembre 2023

UNI-12293