

**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.**

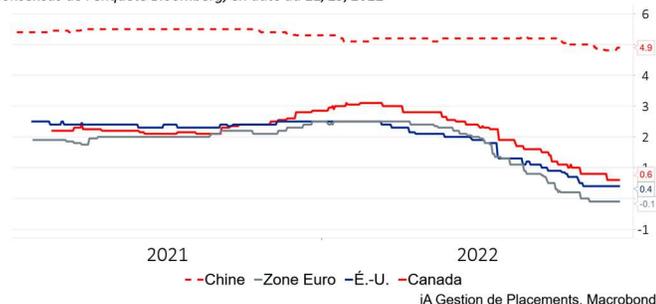
Stratège sénior et directeur, allocation d'actifs

## D'où viendra la croissance?

Les attentes de croissance du PIB en 2023 continuent d'être révisées à la baisse alors que les économistes se font à l'idée qu'une récession est à venir. En effet, les plus récentes prévisions du consensus de Bloomberg pour les économies des États-Unis, du Canada, de l'Europe, et de la Chine ont toutes été, encore une fois, révisées à la baisse au cours du dernier mois.

### Prévisions de croissance du PIB en 2023

Consensus de l'enquête Bloomberg, en date du 11/29/2022



Cela est dû en grande partie une conséquence de la lutte des banques centrales contre l'inflation.

La Réserve Fédérale (Fed) américaine et la Banque du Canada (BdC), parmi d'autres, se sont récemment éloignées de leur double mandat initial de stabilité des prix et d'emploi maximal pour se concentrer principalement sur le premier. Les banques centrales nord-américaines s'apparentent donc présentement à des institutions à mandat unique, comme la Banque Centrale Européenne (BCE).

Alors que les taux ont augmenté de façon soutenue et que les bilans ont commencé à se rétrécir, la croissance économique est passée en dessous de son potentiel. Il s'agit d'un cas d'école de politique monétaire: pour réussir à freiner l'inflation, les banquiers centraux ralentissent l'économie et de ce fait causent, probablement, une récession l'année prochaine.

Bien que nous continuions à estimer que les risques de récession en 2023 se trouvent à environ 70-80 % au Canada et

## Faits saillants

- Bien que la croissance du PIB se soit maintenue jusqu'en 2022, l'année prochaine s'annonce plus fragile
- Les attentes d'un prochain pivot de la banque centrale pourraient être trop optimistes, car l'histoire suggère que cela pourrait ne pas se produire avant la fin de 2023 ou le début de 2024
- Nous restons prudents avant d'appeler la fin du marché baissier actuel. Notre positionnement reste incliné loin des actions et plus vers les obligations souveraines

### Vues sur la répartition globale de l'actif (décembre 2022)

	--	-	N	+	++	Δ
<b>Catégories d'actifs</b>						
Marché monétaire						
Titres à revenu fixe						
Équités						
Alternatifs						
<b>Équité relative</b>						
Actions canadiennes						
Actions américaines						
Actions internationales						
Actions des marchés émergents						
<b>Revenu fixe relatif</b>						
Obligations d'État						
Obligations de sociétés IG						
Obligations à rendement élevé						
<b>Autres</b>						
Pétrole						
Or						
USD (pondéré par les échanges)						↓
CAD/USD						

aux États-Unis, nous avons jugé qu'il serait opportun de se demander si nous sommes trop pessimistes.

L'équation économique fondamentale du PIB, où la production est égale à la somme de la consommation, de l'investissement, des dépenses publiques et des exportations nettes, est un cadre simple mais utile grâce auquel il est possible d'analyser la dynamique économique:

$$Y = C + I + G + (X - M),$$

où C représente la consommation, I les investissements, G les dépenses publiques, X les exportations et M les importations.

Si nous allons un peu plus loin, nous pouvons faire une comptabilité de croissance en différenciant cette équation. Avec un peu d'algèbre, nous pouvons montrer que:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta C}{C} \frac{C}{Y} + \frac{\Delta I}{I} \frac{I}{Y} + \frac{\Delta G}{G} \frac{G}{Y} + \left( \frac{\Delta X}{X} \frac{X}{Y} - \frac{\Delta M}{M} \frac{M}{Y} \right)$$

$$\Delta \% Y = \Delta \% C \frac{C}{Y} + \Delta \% I \frac{I}{Y} + \Delta \% G \frac{G}{Y} + \left( \Delta \% X \frac{X}{Y} - \Delta \% M \frac{M}{Y} \right)$$

Ainsi, la croissance du PIB s'explique par la somme des contributions à la croissance des 4 composantes principales (mise en commun des exportations – importations en exportations nettes, pour plus de simplicité).

Commençons par quelques observations.

Tout d'abord, la consommation explique la majeure partie du PIB dans chaque région, avec les États-Unis en position de tête à environ 70 %. Deuxièmement, la part du PIB expliquée par l'investissement et les dépenses publiques est similaire d'un pays à l'autre. Enfin, les exportations nettes ont contribué négativement au PIB (ce qui signifie que les importations sont plus importantes que les exportations) en Amérique du Nord au cours de la période étudiée.

#### Comptabilité de la croissance (Moyennes de 2015 à 2019)

Part dans le PIB réel	États-Unis	Canada	France	Allemagne
Consommation	69%	57%	55%	53%
Investissement	20%	23%	22%	20%
Gouvernement	15%	20%	24%	20%
Exportations nettes (Exportations-Importations)	-4%	-1%	-1%	7%

#### Taux de croissance de chaque composante

Consommation	2.6%	2.4%	1.5%	1.8%
Investissement	3.4%	-0.8%	3.2%	2.7%
Gouvernement	1.6%	2.0%	1.1%	2.4%
Exportations nettes (Exportations-Importations)	9.5%	-76.7%	13.2%	-3.8%

#### Contribution à la croissance du PIB réel

Consommation	1.8%	1.4%	0.8%	0.9%
Investissement	0.7%	-0.2%	0.7%	0.5%
Gouvernement	0.2%	0.4%	0.3%	0.5%
Exportations nettes (Exportations-Importations)	-0.4%	0.5%	-0.2%	-0.3%

Maintenant que nous avons identifié l'importance récente de chacune de ces composantes pour expliquer la croissance, nous posons ouvertement la question : d'où viendra la croissance en 2023 ?

Commençons par le premier élément de l'équation du PIB, qui est également le plus grand contributeur à la croissance: la **consommation**.

Les dépenses de consommation sont généralement le principal moteur de la croissance : sa part du PIB atteint 69 % aux États-Unis, 57 % au Canada et 53 % en Allemagne. Il n'est pas surprenant que les dépenses de consommation se situent dans le collimateur des banquiers centraux lorsqu'ils combattent l'inflation et cherchent à ralentir la croissance du PIB.

La mauvaise nouvelle pour les banques centrales est que malgré le rythme effréné des hausses de taux d'intérêt observées cette année (plus sur ce sujet dans la section

suivante), la consommation demeure, jusqu'à présent, vigoureuse.

En théorie, la politique monétaire est prospective, de sorte que les banques centrales devraient être plus préoccupées par la consommation future que passée.

La consommation future est une fonction à la fois de la volonté et de la capacité des ménages à dépenser. La détérioration de la confiance des consommateurs laisse présumer que la volonté de dépenser serait moindre pour les trimestres à venir. De plus, la demande refoulée qui a été accumulée pendant les restrictions liées à la COVID, provoquant un boom des dépenses au cours de la dernière année, devrait s'estomper à mesure que l'excédent d'épargne des ménages diminue.

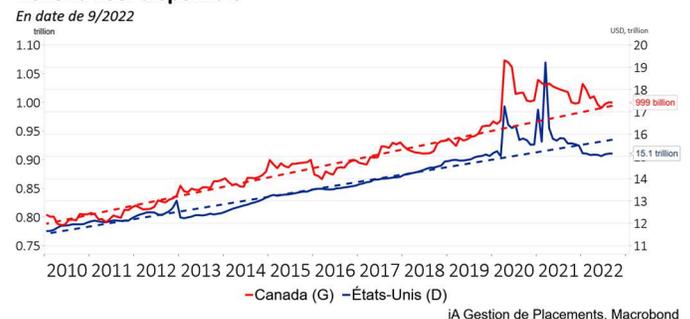
La capacité de dépenser, en revanche, est fonction de la richesse et du revenu. La richesse peut être considérée de manière générale comme étant la valeur nette que les ménages ont sur leur maison et leurs actifs sur les marchés financiers, par le biais de fonds communs de placement, de fonds de pension ou d'autres investissements directs.

Le ménage typique détient la majorité de son patrimoine dans sa résidence principale, et des données récentes montrent que la hausse des taux hypothécaires a commencé à affecter négativement la plus grande source de richesse des ménages nord-américains.

Les prix des maisons se sont déjà contractés de 3.3 % et de 7.7 % respectivement aux États-Unis et au Canada, et il est raisonnable de s'attendre à d'autres vents contraires en 2023.

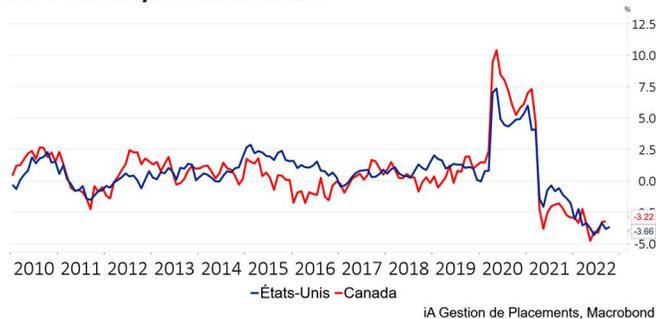
Le deuxième moteur, qui est le revenu, n'est pas non plus en mesure de soutenir la consommation. L'inflation, en particulier dans les domaines de l'alimentation, du logement et du transport, a fortement réduit le revenu réel disponible de la plupart des ménages. Celui-ci est d'ailleurs passé sous de la tendance à long terme au Canada.

#### Revenu réel disponible



Il en est de même pour les salaires. Bien que les salaires nominaux aient augmenté, l'inflation pousse la croissance des salaires réels en territoire négatif.

## Salaire réel moyen hebdomadaire

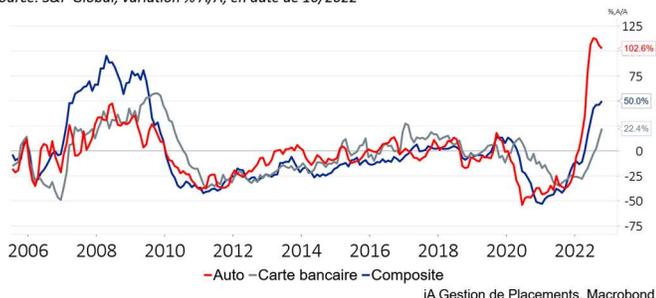


Pour continuer à financer leurs dépenses, les consommateurs épargnent moins et se tournent davantage vers le crédit. Cette option n'est, bien sûr, pas viable et les défauts de paiement des crédits à la consommation (prêts automobiles et cartes de crédit) sont déjà en hausse aux États-Unis.

Ainsi, bien que nous ne nous attendions pas à ce que la consommation s'effondre du jour au lendemain, il est difficile de voir comment celle-ci pourrait stimuler la croissance en 2023.

## É.-U.: Défauts liés aux crédits à la consommation

Source: S&P Global, variation % A/A, en date de 10/2022



Le deuxième élément de l'équation du PIB est **l'investissement**, qui comprend à la fois les dépenses en capital des entreprises et le logement.

Nous savons que le rendement minimal exigé pour les investissements privés augmente avec la hausse des taux. Lorsque les taux d'intérêt et l'incertitude autour de ceux-ci augmentent, les entreprises ont tendance à retarder leurs dépenses en immobilisations. Ainsi, l'incertitude macroéconomique mondiale actuelle crée un climat d'investissement très difficile.

Le graphique suivant montre que les enquêtes sur la confiance des entreprises indiquent actuellement très peu d'appétit pour l'expansion au cours des 12 à 18 prochains mois.

## Enquêtes sur les perspectives des entreprises

En date de 10/2022

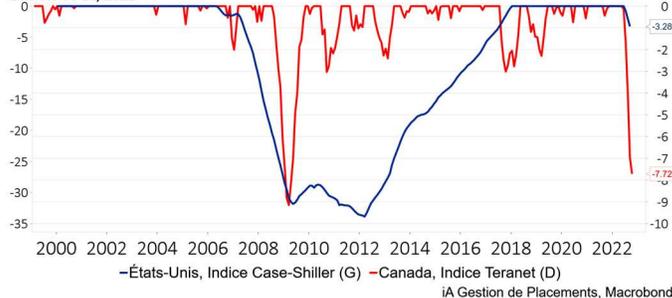


Les perspectives pour l'investissement résidentiel sont également difficiles. La hausse rapide des taux hypothécaires devrait agir comme un obstacle majeur aux nouvelles dépenses de construction et de rénovation, ainsi qu'à l'activité de revente.

Après une bonne période en 2020 et 2021 (faibles taux, changement d'habitudes liées au télétravail, ...), l'immobilier résidentiel se dirige fort probablement vers une saine correction en 2023.

## Baisses des prix de l'immobilier

En date de 10/2022



Le troisième élément de l'équation du PIB, **les dépenses publiques**, est limité à la fois par l'augmentation du service de la dette et par l'encours de dette accumulé. En effet, la hausse des taux rend plus coûteuse pour les gouvernements l'émission de nouvelles obligations en plus des montants déjà massifs accumulés pendant la crise du COVID.

De plus, l'expérience récente au Royaume-Uni, où la première ministre Liz Truss a été poussée à la démission après seulement 44 jours, est un avertissement clair pour tout gouvernement que politique budgétaire et monétaire doivent aller de pair, et non à l'opposé.

Il est donc très peu probable que les dépenses publiques deviennent un moteur de croissance au cours de l'année à venir.

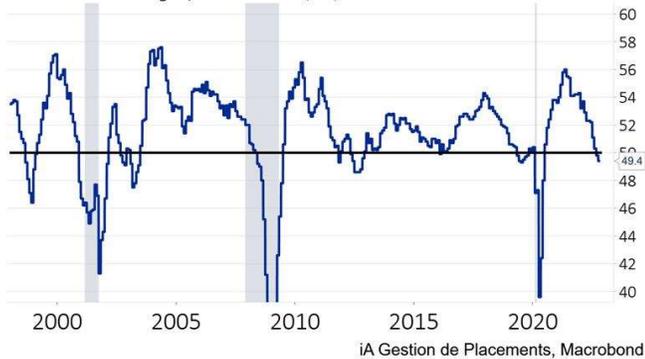
Enfin, le dernier élément de l'équation du PIB, **les exportations nettes**, reste un grand point d'interrogation surtout vu que le commerce mondial est confronté à un environnement difficile.

L'histoire aux États-Unis est simple: le dollar américain a atteint des sommets historiques et a donc réduit la compétitivité des biens et services produits aux États-Unis.

La situation au Canada et en Europe est légèrement différente. La faiblesse des taux de change agit comme un avantage concurrentiel, mais la faiblesse globale de l'économie mondiale limite la demande de biens et de services exportés.

### Monde: Indice PMI manufacturier

Indice mondial JP Morgan, en date du 10/31/2022



Alors, nous demandons encore une fois: d'où viendra la croissance en 2023?

Nous nous attendons à une pause de la croissance économique, ce qui devrait conduire à une récession peu profonde. Qu'il s'agisse de la consommation, de l'investissement, du soutien budgétaire ou du commerce mondial, il est difficile de plaider en faveur de l'une ou l'autre de ces composantes pour montrer la voie au cours des 12 prochains mois.

## Stratégie: À propos de ce pivot...

La clé pour les marchés financiers au cours des prochains mois sera sans aucun doute le pivot éventuel des banques centrales. Mais qu'entendons-nous par pivot? Et à quoi ressemblaient les pivots dans le passé?

Nous sommes d'avis que la barre doit être placée haut pour appeler tout mouvement de banque centrale un « pivot ». Ainsi, dans le contexte actuel, nous le définissons comme une banque centrale qui commence à *réduire* son taux directeur, et non pas simplement à arrêter les hausses (ou simplement suggérer que le rythme de la hausse devrait ralentir).

Nous pensons que le pivot éventuel de la Fed ou de la BdC est encore loin dans l'avenir, et probablement une histoire pour 2024.

Commençons par le premier aspect de la question: quel est le processus probable d'aujourd'hui à l'éventuel pivot de la banque centrale?

Le message commun lancé par la Fed et la BdC est que la politique monétaire doit se resserrer davantage pour briser l'inflation. Après tout, des conditions financières extrêmement accommodantes nous ont amenés ici, avec des taux directeurs proches de zéro dans la plupart des régions du monde et des injections de liquidités sans précédent.

Il y a donc deux pièces centrales au puzzle de la politique monétaire: le taux directeur et le bilan des banques centrales.

La plupart des banques centrales publient leur propre estimation de leur « taux neutre » (le niveau estimé des taux d'intérêt qui n'est ni stimulant ni restrictif pour l'économie). Bien que toutes les estimations ne coïncident pas, nous pouvons généraliser en disant que le taux neutre pour les pays développés se situe entre 2,0 % et 3,0 %.

Étant donné que les taux directeurs en Amérique du Nord se trouvaient entre 0,0 % et 0,25 % au début de l'année, et que l'inflation a pris son envol assez rapidement, certaines actions décisives étaient nécessaires pour 1) atteindre la neutralité le plus rapidement possible et cesser de souffler sur les braises de l'inflation, puis 2) aller suffisamment loin en territoire restrictif pour agir réellement contre l'inflation. La première partie a été achevée cet été, et nous en sommes toujours au second acte.

Selon les anticipations actuelles envers les taux terminaux reflétées dans les marchés, la Fed devrait resserrer un peu plus sa politique monétaire, et pour plus longtemps que la BdC. Les prix du marché de l'OIS suggèrent que la Fed atteindra 5,0% (actuellement à 4,0%), tandis que la BdC pourrait atteindre entre 4,25 et 4,5% (actuellement à 3,75%). Bref, la bonne nouvelle est que nous avons presque fini avec ce cycle de resserrement historiquement agressif.

Quiconque suit les marchés comprendra ainsi pourquoi le sentiment de risque s'est amélioré si rapidement à la suite de de l'IPC d'octobre : le ralentissement de l'inflation signifie que le taux terminal est en vue, réduisant le risque perçu d'un resserrement plus fort qu'anticipé.

La question au sujet des taux directeurs est la suivante : lorsque les banques centrales auront fini de hausser leurs taux directeurs, combien de temps leur faudra-t-il avant de rebrousser chemin?

### Taux terminaux

Tirés des OIS en date du 11/28/2022



Une statistique intéressante est que, dans les 13 cycles de resserrement précédents, depuis 1953, l'écart médian et moyen entre la dernière hausse et la première coupure n'était que de 5 mois. C'est un peu plus court que nos anticipations actuelles, pour de multiples raisons.

### Cycles de politique monétaire

Dernière hausse	Première baisse	Intervalle
1/53	1/54	12 mois
9/57	11/57	2 mois
10/59	5/60	7 mois
10/66	12/66	2 mois
7/69	2/70	7 mois
7/74	8/74	1 mois
3/80	4/80	1 mois
8/84	9/84	1 mois
3/89	5/89	2 mois
2/95	7/95	5 mois
6/00	1/01	7 mois
6/06	7/07	13 mois
12/18	6/19	6 mois

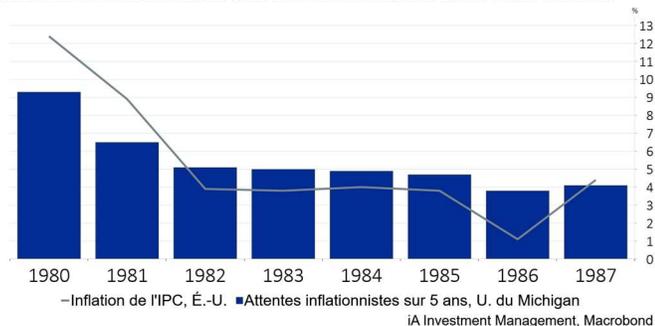
Médiane	5.0
Moyenne	5.1

Les leçons tirées du début des années 1980 nous indiquent qu'une fois les attentes d'inflation dé-ancrées, les banques centrales doivent se battre jusqu'au bout. Une fois que le génie de l'inflation est sorti de la bouteille, il faut généralement un certain temps pour que les ménages et les propriétaires

d'entreprise réalignent leurs attentes avec la cible de la banque centrale.

La meilleure illustration de cela est de regarder ce qui s'est passé lorsque Paul Volcker a pris les rênes de la Fed en 1979. Après près d'une décennie de croissance obstinément élevée des prix, la Fed a finalement réussi à juguler l'inflation, mais les attentes des ménages ont mis plusieurs années à finalement s'aligner sur la nouvelle réalité.

#### Attentes inflationnistes des consommateurs sous Paul Volcker



Les prochaines années pourraient faire écho à cette période si les banques centrales ne sont pas prudentes. Le risque est que les attentes demeurent élevées plus longtemps que nous ne le pensons, entraînant des pressions inflationnistes qui s'auto-alimentent, surtout dans un contexte de pénurie de main-d'œuvre et de pressions salariales. En résumé, tant que l'inflation ne sera pas revenue à la cible de manière convaincante, le combat continuera.

Il faudra probablement une grande détermination de la part des banques centrales pour ramener les attentes d'inflation à la cible.

La politique monétaire est connue pour agir sur l'économie avec un décalage. La littérature académique classique et récente<sup>1</sup> a tendance à convenir qu'il faut environ 6 à 8 trimestres avant que le plein effet des hausses de taux ne se fasse sentir sur la production et les niveaux de prix. Ainsi, les premières hausses lancées en mars 2022, commenceront à avoir un impact direct sur l'inflation à la fin de 2023, et la dernière hausse (probablement au premier trimestre de 2023) devrait être ressentie d'ici la fin de 2024.

La séquence devrait ressembler à ceci: 1) le secteur immobilier s'affaiblit d'abord, en raison de la hausse des taux hypothécaires et de la baisse de la confiance des consommateurs, 2) la demande des consommateurs devrait ralentir en raison de l'effet de richesse, conduisant à 3) un ralentissement de la production et de l'investissement, à mesure que la demande s'affaiblit, avant que, finalement, 4) des emplois soient perdus. Bien que le resserrement du marché du travail puisse changer la situation cette fois-ci, il faudra du temps avant que la Fed et la BdC ne voient enfin

<sup>1</sup> Voir, par exemple, <https://www.frbsf.org/economic-research/wp-content/uploads/sites/4/el1995-05.pdf> ou cette

l'impact de leurs mesures sur les indicateurs du marché du travail.

Évidemment, les banquiers centraux finiront par agir de manière préventive et commenceront à réduire les taux avant que les conditions économiques ne se soient gravement détériorées, mais nous pensons qu'il y a de fortes chances que les taux directeurs restent élevés pour toute l'année 2023 et que la première baisse de taux tombe quelque part en 2024.

Une étude historique de Bridgewater suggère que le pivot de la Fed a tendance à se produire *avant* le creux ultime du marché boursier. La raison en est que les banques centrales agissent lorsque les risques pour l'économie deviennent évidents, et l'effet de retard de la politique monétaire fait que les données économiques continuent de se détériorer pendant environ 6 trimestres après la première coupure du taux directeur.

Bien que le marché boursier soit généralement un indicateur économique avancé (ce qui signifie qu'il a tendance à regarder l'économie 12 mois dans le futur), le décalage des effets de la politique monétaire est un peu plus long que la fenêtre d'avenir des investisseurs en actions. Ainsi, le creux a tendance à se produire 1 ou 2 trimestres après le pivot. La morale de cette histoire est qu'il se peut que les choses soient différentes cette fois-ci, mais l'histoire suggère tout de même de rester patient.



Source: Bridgewater

En ce qui concerne brièvement les bilans des banques centrales (nous aborderons ce sujet plus en détail au cours des prochains mois), nous pensons que c'est là que nous pourrions voir quelques ajustements en cours de route pour éviter que la lutte contre l'inflation ne crée pas un éventuel resserrement trop intense des liquidités.

L'idée est de drainer la quantité nécessaire de liquidités de l'économie et du système financier pour ramener l'inflation à la cible. Bien que la Fed et la BdC soient déjà à l'œuvre pour normaliser la taille de leurs bilans, il est probable qu'il y aura des ajustements en cours de route (il ne semblerait pas que ce processus soit sur pilote automatique cette fois-ci!). Ces ajustements devraient soutenir le sentiment de risque et même conduire à de bons rallies en cours de route.

étude plus récente : <https://www.ijcb.org/journal/ijcb13q4a2.pdf>

Il faudra donc un certain temps pour normaliser les conditions de liquidité; les conditions financières doivent rester serrées durant un certain temps, et il serait surprenant de voir les banques centrales tolérer tout assouplissement important des conditions en cours de route. Cela signifie, de toute évidence, que l'idée d'un « Fed put » devrait être mise au placard pour l'instant, et qu'au contraire, les banques centrales pourraient s'opposer à toute reprise du marché boursier jusqu'à ce qu'elles sentent que le travail est terminé.

# Conclusion

## Actions

Après les nouveaux creux atteints à la mi-octobre, le marché boursier américain demeure dans ce que nous considérons comme le sixième rebond de ce marché baissier. Bien que chaque marché soit différent, nous notons que l'histoire suggère qu'il y a, en moyenne, entre 8 et 10 rallyes avant de trouver le plus bas ultime de tout marché baissier.

Novembre a été un autre mois positif pour les marchés et le sentiment de risque, le S&P 500 affichant son cinquième mois positif de l'année, clôturant en hausse d'environ 5 %, mais reste fermement sur une trajectoire descendante et en baisse de près de 15 % depuis le pic de janvier.

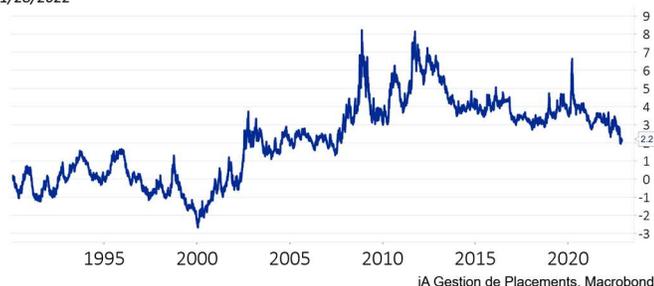
Les valorisations continuent de favoriser les actions mondiales ex-américaines, et en particulier le Canada, où le S&P/TSX, malgré le récent rebond, semble toujours abordable sur une base historique et relative.

Après 11 mois complets de ce marché baissier, il est intéressant de noter que le S&P 500 se négocie toujours à des valorisations qui sont à peu près conformes à la moyenne des 20 dernières années, ce qui signifie que Wall Street n'est pas encore bon marché en termes de ratio C / B. Le fait que nous commençons seulement à voir des révisions à la baisse des bénéfices attendus en 2023 nous rend encore moins confortables avec les valorisations actuelles.

Une alternative intéressante pour évaluer la valorisation des places boursières serait d'examiner la prime de risque des actions (PRA), qui examine le rendement des bénéfiques (B / C, ou l'inverse du ratio C / B) et soustrait le taux américain à 10 ans, donc le rendement de l'alternative la plus directe aux actions. Comme nous pouvons le voir ci-dessous, la PRA est approximativement au milieu de la route, ce qui signifie que les actions ne semblent ni dispendieuses ni bon marché par rapport aux obligations.

### S&P 500: Prime de risque

Utilisant les bénéfices prévus sur 12 mois et le taux souverain 10 ans des États-Unis, en date du 11/28/2022



Ainsi, comme nous l'avons conclu le mois dernier, nous continuons de prôner la prudence en ce qui concerne les actions, alors que le long processus du marché baissier continue de se dérouler.

À court terme, un ralentissement du rythme de l'inflation mensuelle pourrait très bien maintenir un certain élan sur la dernière reprise des actions (les rebonds du marché baissier peuvent en fait atteindre 20 à 25 %), mais nous pensons toujours que le creux ultime des actions reste probablement à venir.

## Titres à revenu fixe

Les chiffres de l'IPC américain d'octobre ont apporté un certain réconfort au marché obligataire, et le taux terminal semble maintenant être à portée de main à environ 5,0 % pour la Fed, et probablement autour de 4,5 % pour la BdC. La réaction du marché a été massive lors de la publication du chiffre de l'inflation, mais les gouverneurs de la Fed appellent à la vigilance et la restreinte en semblant s'opposer à tout assouplissement des conditions financières.

Il faut maintenant se concentrer sur les autres questions importantes. Tout d'abord, à quel point la Fed et la BdC maintiendront-elles le taux directeur à des niveaux élevés avant de devoir éventuellement réduire à nouveau? Et deuxièmement, comment vont-ils gérer la réduction des effectifs de leurs bilans? Ces deux questions sont à la fois complexes et importantes et devraient guider le comportement des taux d'intérêt au cours des prochains trimestres.

À court terme, le niveau d'inversion de la courbe de rendement et les mouvements des écarts de crédit dans un contexte de récession probable seront essentiels. Pour l'instant, nous continuons de préconiser des positions de longue durée sur les obligations souveraines et des positions de courte durée et de haute qualité dans le crédit.

## Matières premières et devises

Le dollar américain reste dans une tendance haussière séculaire jusqu'à ce que nous voyions suffisamment de preuves que le sommet est atteint. Comme on le sait, le dollar US a tendance à atteindre son sommet lorsque l'économie mondiale se stabilise.

### Dollar américain: Indice DXY

En date du 11/28/2022



Le tableau reste pessimiste quant à l'économie mondiale, en particulier pour l'Europe étant donné ses bases fragiles. Nous avons eu des échos positifs venant de Chine ce mois-ci, avec de petits pas vers la fin éventuelle de sa politique stricte zéro-Covid ainsi que plus de soutien financier pour son secteur

immobilier en panne. Compte tenu des nouvelles chinoises, nous avons décidé de rétrograder d'un cran notre point de vue sur le dollar US pondéré en fonction des échanges, de surpondération maximale à surpondération.

La récente reprise du huard par rapport au dollar américain a été un développement positif, compte tenu de notre positionnement haussier sur notre devise. Bien que nous maintenions une surpondération du huard par rapport au dollar américain, nous croyons également qu'une certaine prise de profit pourrait être justifiée à court terme compte tenu de la vigueur du récent rebond.

### Indice des commodités de Bloomberg

En date du 11/28/2022



Les prix des produits de base semblaient s'être stabilisés au cours des derniers mois, alors que la situation économique défavorable est accompagnée de déséquilibres de l'offre. Bien que nous puissions voir une certaine volatilité au cours des prochains mois, nous continuons d'être positifs sur les perspectives pour le pétrole. En ce qui concerne l'or, bien que l'action récente des prix ait été positive, l'absence de tendance claire nous fait jouer le jeu de l'attente jusqu'à ce que nous voyions des signes clairs que le métal jaune réagit de manière cohérente avec les mouvements des taux réels et du dollar américain.

## Performance des marchés

(Rendement total, en devise locale)

En date du 31 Octobre 2022	MAD%	TAD%	AAD%	Δ% 1 an
<b>Équités (devise locale et rendement total)</b>				
S&P 500	8.1%	8.1%	-17.7%	-14.6%
S&P/TSX composite	5.6%	5.6%	-6.2%	-4.9%
NASDAQ 100	4.0%	4.0%	-30.1%	-28.0%
MSCI Monde Net	7.1%	7.1%	-16.3%	-14.2%
MSCI EAEO Net	5.3%	5.3%	-9.9%	-8.4%
MSCI Marchés émerg.	-2.6%	-2.6%	-22.5%	-23.9%
<b>Matières premières</b>				
Or (\$US)	-1.6%	-1.6%	-10.7%	-8.4%
Indice des prix des matières premières (\$US)	-1.8%	-1.8%	-5.0%	-3.8%
Pétrole brut (\$US)	8.9%	8.9%	15.1%	3.5%
<b>Revenu fixe</b>				
Indice obligataire universel FTSE Canada	-1.0%	-1.0%	-12.7%	-10.4%
Indice obligataire global à long terme FTSE Canada	-2.8%	-2.8%	-23.2%	-19.1%
Indice obligataire toutes les sociétés FTSE Canada	-0.9%	-0.9%	-11.5%	-9.8%
<b>Devises</b>				
DXY	-0.5%	-0.5%	16.6%	18.5%
\$US/\$CAD	-1.5%	-1.5%	7.8%	10.0%
\$US/euro	-0.8%	-0.8%	15.1%	17.0%
\$US/yen	2.7%	2.7%	29.2%	30.5%
\$US/livre sterling	-2.6%	-2.6%	18.0%	19.4%

En date du 31 Octobre 2022	MAD%	TAD%	AAD%	Δ% 1 an
<b>Secteurs S&amp;P/TSX</b>				
Finance	3.1%	3.1%	-9.6%	-6.0%
Énergie	13.8%	13.8%	36.1%	32.3%
Industrie	7.0%	7.0%	1.1%	-2.5%
Matériaux	-0.7%	-0.7%	-6.6%	-2.3%
Technologies de l'information	10.8%	10.8%	-52.8%	-55.3%
Services aux collectivités	-2.4%	-2.4%	-5.7%	-1.2%
Services de communication	5.3%	5.3%	N/A	N/A
Biens de consommation de base	5.5%	5.5%	7.0%	17.1%
Consommation discrétionnaire	8.1%	8.1%	-6.6%	0.7%
Immobilier	2.9%	2.9%	-24.6%	-22.5%
Santé	7.3%	7.3%	-53.8%	-59.8%
<b>Secteurs S&amp;P 500</b>				
Technologies de l'information	7.8%	7.8%	-26.7%	-21.0%
Santé	9.6%	9.6%	-5.9%	-0.8%
Consommation discrétionnaire	0.2%	0.2%	-30.2%	-29.1%
Finance	11.8%	11.8%	-13.2%	-15.7%
Services de communication	-0.1%	-0.1%	-39.5%	-41.2%
Industrie	13.9%	13.9%	-10.9%	-9.7%
Biens de consommation de base	8.8%	8.8%	-5.9%	2.2%
Énergie	24.8%	24.8%	63.2%	58.1%
Services aux collectivités	2.0%	2.0%	-6.7%	-0.2%
Immobilier	1.9%	1.9%	-29.1%	-22.9%
Matériaux	9.0%	9.0%	-18.2%	-12.8%

## Scénarios de marché de 12 mois (à partir de novembre 2022)

<p><b>Scenario de base (55 %)</b></p>	<p>L'inflation mondiale est plus persistante que prévu par le consensus.</p> <p>Les banques centrales continuent de resserrer leurs taux par le biais de hausses de taux et de resserrement quantitatif. Lorsque les taux de pointe sont atteints, les autorités monétaires prennent une pause s e.</p> <p>La croissance est affectée par la hausse des taux et la politique chinoise de zéro-Covid, les économies avancées entrent en récession.</p> <p>La récession est plus profonde en Europe et avec l'espace budgétaire étant limité, les gouvernements ont moins de marge de manœuvre pour stimuler l'économie.</p> <p>La prime sur les prix de l'énergie demeure même si le ralentissement mondial exerce une pression à la baisse sur la demande d'énergie.</p> <p>La guerre en Ukraine, les sécheresses mondiales et les prix élevés des engrais exercent une pression à la hausse sur les prix des produits alimentaires.</p> <p>Le marché baissier des actions continue de se résoudre sous la forme d'un événement de capitulation.</p> <p>La courbe des taux souverains continue de s'inverser avant que les taux ne plafonnent. Les taux à long terme ont considérablement augmenté et présentent une proposition de valeur intéressante compte tenu de la croissance et des perspectives de politique monétaire.</p> <p><b>Durée de surpondération et USD et sous-pondération des capitaux propres.</b></p>
<p><b>Hausse de l'inflation (20%)</b></p>	<p>Les attentes d'inflation deviennent dé-ancrées par les cibles de la banque centrale.</p> <p>Les taux directeurs terminaux sont poussés plus haut et un resserrement supplémentaire est nécessaire.</p> <p>Le ralentissement économique entraîne une hausse significative du chômage.</p> <p>La récession est plus profonde en Europe et, la marge de manœuvre budgétaire étant limitée, les gouvernements ont moins de marge de manœuvre pour stimuler l'économie.</p> <p>Le marché baissier se poursuit, mais les retraits sont plus importants et plus profonds.</p> <p>Le marché obligataire poursuit ses marchés baissiers, les participants au marché étant contraints de reprice obligations à la suite de la hausse des taux terminaux.</p> <p><b>Sous-pondérer les actions et sous-pondérer les obligations. Surpondérer les liquidités et l'USD.</b></p>
<p><b>Resserrement monétaire plus lent (10%)</b></p>	<p>L'inflation revient à la cible plus rapidement que prévu.</p> <p>Moins de resserrement monétaire est nécessaire et les taux terminaux sont plus bas que prévu.</p> <p>Les économies avancées évitent une récession.</p> <p>Les prix de l'énergie devraient être soutenus par une forte demande.</p> <p>Des décennies de faibles dépenses d'investissement ont mis une pression à la hausse sur les métaux de base (c'est-à-dire le cuivre et le nickel). Les prix devraient connaître une tendance positive séculaire car ils sont essentiels à la transition énergétique.</p> <p>Les marchés boursiers et obligataires rebondissent à mesure qu'une récession est évitée.</p> <p><b>Surpondérer les actions, les métaux de base et les obligations. Sous-pondérer l'argent et l'USD.</b></p>
<p><b>Autres (15 %)</b></p>	<p>Fin de la politique chinoise zéro-Covid.</p> <p>Escalade ou résolution du conflit en Ukraine.</p> <p>Résurgence du Covid.</p> <p>Escalade des tensions entre la Chine et les États-Unis.</p> <p>Ralentissement économique mondial plus rapide que prévu.</p>

## À propos d'iAGP

Pôle d'attraction des meilleurs talents en investissement, iAGP 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'iAGP 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 l'Industrielle Alliance, Gestion de placements inc. ("iAGP"). iAGP est détenue par Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc. une filiale de iA Société financière inc. ("iA Société financière"). iA Société financière est une société cotée à la Bourse de Toronto et, à ce titre, iAGP est liée à iA Société financière. Les opinions, estimations et projections contenues dans ce rapport sont celles de iAGP à la date de ce rapport et peuvent être modifiées sans préavis. iAGP s'efforce de s'assurer que le contenu a été rassemblé et issue de sources que nous estimons fiables et contient des informations et des opinions précises et complètes. Cependant, iAGP ne fait aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, 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 en placements.