



Les diversions de l'inversion

Todd Mattina, Ph. D.

Vice-président principal, économiste en chef,
gestionnaire de portefeuille, cochef d'équipe
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Jules Boudreau, MA

Économiste
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Faits saillants

- Le rendement des obligations du Trésor américain à deux ans dépasse aujourd'hui celui des obligations à 10 ans, un événement qui, historiquement, a été suivi d'une récession.
- Même si l'inversion de la courbe de rendement des obligations du Trésor 10-2 peut être un signe de mauvais augure pour l'économie mondiale, les autres signaux de la courbe de rendement ne clignotent pas encore rouges.
- Les inversions ont historiquement été de bons indicateurs de récession, mais elles sont beaucoup moins précises quant au moment de l'éventuel ralentissement. Par le passé, les récessions ont en moyenne eu lieu plus d'un an après une inversion prolongée.
- Le rendement des actions, et particulièrement celui des actions canadiennes, n'est pas nettement inférieur à la moyenne au cours des mois suivant une inversion de la courbe du Trésor.

Le rendement des obligations du Trésor américain à 2 ans dépasse aujourd'hui le rendement des obligations 10 ans, aboutissement d'une tendance d'aplatissement de la courbe de rendement qui dure depuis un an. Une courbe inversée des rendements 10-2 des obligations du Trésor américain a précédé les huit dernières récessions, en remontant jusqu'en 1970. Dans le monde des indicateurs économiques, la moyenne au bâton du signal d'inversion est impressionnante, quoiqu'il soit difficile de distinguer ce qui relève de la corrélation et ce qui relève de la causalité. Même les économistes qui accordent la plus grande confiance au signal d'inversion n'iraient pas jusqu'à affirmer que l'inversion de 2019 a prédit la récession liée à la Covid de 2020. En même temps, le signal d'inversion n'est pas seulement une anomalie statistique. Il existe des raisons économiques convaincantes pour lesquelles les inversions de courbe sont associées à une récession.

Cette capacité pour l'inversion de la courbe de rendement de signaler une récession s'explique, selon nous, par des facteurs macro et microéconomiques :

- **Au niveau macroéconomique**, les rendements des obligations du Trésor américain sont le reflet des attentes du marché obligataire quant à la trajectoire des taux d'intérêt établie par la Réserve fédérale. Le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans est une moyenne des taux d'intérêt à court terme au cours des dix prochaines années (c'est là une simplification, nous y reviendrons plus tard). Historiquement, les inversions ont eu lieu lorsque les banques centrales ayant pour cible l'inflation ont augmenté les taux d'intérêt à court terme pour réduire les pressions inflationnistes. Les banques centrales crédibles ont maintenu les attentes d'inflation ancrées près de la cible de 2 %, limitant l'augmentation aux rendements à long terme par rapport aux taux à court terme. Toutefois, les taux d'intérêt ne sont pas un outil précis et les banques centrales ont eu tendance à dépasser la cible en augmentant les taux à court terme plus que l'économie ne peut le supporter, ce qui a conduit à un atterrissage dur. Ainsi, une courbe inversée peut suggérer que la Fed devra réduire les taux à plus long terme.
- **Au niveau microéconomique**, lorsque les entreprises et les consommateurs perdent confiance dans les perspectives économiques, ils consomment moins et épargnent davantage. L'augmentation de l'offre d'épargne exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme. Étant donné que les taux à court terme sont fixés par la politique de taux de la Fed, une inversion de la courbe se produit, les rendements à long terme reculant sous les rendements « fixes » à court terme. La compréhension de ces moteurs macro et microéconomiques est la clé pour bien saisir les raisons pour lesquelles le signal d'inversion actuel clignote jaune et non rouge.



MACKENZIE

Placements

La situation cette fois-ci pourrait-elle être différente? La liste des mises en garde à propos de l'inversion 10-2 en tant que signal de récession est plus longue que d'habitude. Voici les trois principales mises en garde dont il faut tenir compte dans la prévision d'une récession en fonction d'une inversion 10-2 prévue :

- 1. D'autres écarts clés de la courbe de rendement ne se rapprochent pas du territoire négatif.** L'écart de rendement entre les obligations du Trésor américain à 3 mois et à 10 ans est sans doute encore plus efficace pour prévoir les récessions que l'écart 10-2. Historiquement, ces deux écarts se suivent de près. Cependant, ce n'est pas le cas aujourd'hui. Comme le montre le Tableau 1, la partie 10-3 mois de la courbe est loin de s'inverser.
- 2. La courbe des taux du Trésor américain corrigée de l'inflation est encore abrupte.** Les taux d'intérêt après l'inflation comptent le plus pour les prêteurs et les emprunteurs. Il est difficile d'affirmer que la Fed opère un resserrement excessif étant donné que le taux directeur corrigé de l'inflation prévue est négatif pour les deux prochaines années. Le Tableau 1 montre que l'écart « réel » 10-2 se rapproche de sommets historiques plutôt que d'être négatif.
- 3. L'assouplissement quantitatif brouille le signal.** Nous avons mentionné précédemment que le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans est la moyenne des taux d'intérêt à court terme au cours des 10 prochaines années. Cependant, les investisseurs sont aussi indemnisés pour les risques de détenir des obligations à long terme plutôt que de simplement renouveler les obligations à court terme (soit la « prime de terme »). Selon la plupart des estimations, la prime de terme a diminué au cours des quelques dernières décennies et est maintenant négative, et beaucoup estiment que l'assouplissement quantitatif des banques centrales est le coupable potentiel de la distorsion du signal de prix. Si l'on exclut la prime de terme négative, la courbe 10-2 est encore loin de s'inverser (Tableau 1).

Tableau 1. La courbe des bons du Trésor envoie des signaux mitigés quant à la possibilité d'une récession

La courbe de rendement 10-2 est très proche de l'inversion



Mais d'autres indicateurs basés sur la courbe dressent un tableau différent.



Notes : Données obtenues de Bloomberg. Les régions ombragées représentent les récessions, selon les dates du National Bureau of Economic Research. Dans le graphique de droite, l'estimation d'Adrian, Crump et Moench (2013) est utilisée pour soustraire les primes de terme de l'écart 10-2.

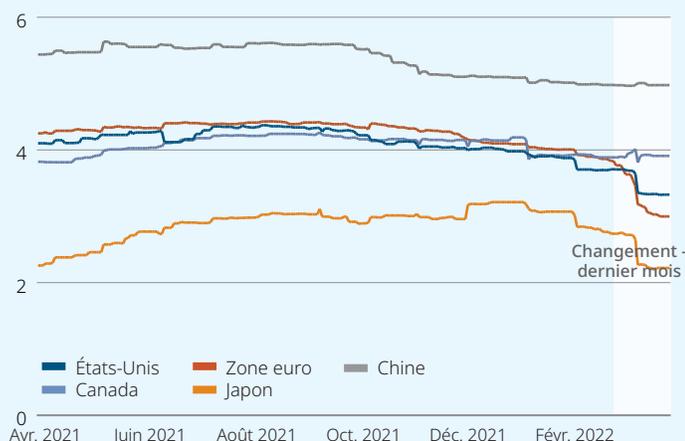
Même si le signal d'inversion a par le passé bien réussi à prévoir les éventuelles récessions, son utilité pour prédire quand les récessions se produiront est mitigée. Les huit plus récentes récessions se sont produites en moyenne 13 mois après l'inversion de la courbe 10-2. La récession de 2008 a commencé deux ans après la première inversion de la courbe. Dans ce contexte, les investisseurs doivent utiliser le signal de la courbe de rendement avec prudence étant donné que les marchés boursiers ont historiquement continué de produire des gains après l'inversion de la courbe de rendement. En moyenne, au cours des 6 mois suivant les inversions des courbes de rendement qui annonçaient les huit dernières récessions, le S&P 500 a enregistré un rendement de 3,0 % et le TSX, de 6,4 %. Ces résultats se comparent à un rendement moyen de 3,5 % sur 6 mois pour les deux indices sur l'ensemble de la période.

Historiquement, l'inversion de la courbe des obligations du Trésor américain 10-2 a offert un signal puissant de récession, mais il n'y a pas lieu de s'inquiéter, du moins pour l'instant. Une leçon importante pour les investisseurs est de traiter ce signal avec prudence, parce que les rendements des marchés boursiers ont, par le passé, bien performé pendant de nombreux mois après une inversion de la courbe. Selon nous, un signal d'inversion est plus puissant lorsqu'il est associé à d'autres indicateurs avancés des perspectives de l'économie et des marchés, dont les évaluations à long terme, les signaux du cycle économique et les indicateurs du climat économique.

Mise à jour macroéconomique mondiale

- Au cours des derniers trimestres, les **prévisions de croissance pour 2022** aux États-Unis, en Europe et au Canada se sont suivies de près, à environ 4 %. Le tout a changé au cours des dernières semaines, les économistes s'attendant maintenant à une croissance du PIB de 3,9 % au Canada cette année, contre seulement 3,3 % aux États-Unis et 2,9 % en Europe. Comme nous l'avons vu le mois dernier, étant donné qu'au Canada le profil de production des produits de base ressemble à celui de la Russie et de l'Ukraine, ses perspectives de croissance économique sont moins touchées par l'invasion. Le Canada termine aussi le premier trimestre sur des bases macroéconomiques très solides, avec une économie en plein essor et un marché du travail tendu. L'économie canadienne a créé 336 000 emplois en février, un chiffre incroyable, et effacé de loin les 200 000 emplois perdus à cause des confinements entraînés par le variant Omicron en janvier.
- Une semaine après la surprise des données sur l'emploi, **l'inflation de l'IPC canadien** pour le mois de février s'est élevée à 5,7 % en glissement annuel. Maintenant que la Banque du Canada s'est engagée sur la voie d'une hausse régulière des taux, les prévisionnistes de l'inflation se tournent vers la politique budgétaire, car le gouvernement fédéral se prépare à publier son budget 2022. Le budget 2021 prévoyait un ensemble de dépenses de 100 milliards de dollars sur trois ans, pour lesquelles nous ne connaissons toujours pas les détails. Le portrait macroéconomique a beaucoup changé depuis le printemps 2021, car une économie en confinement a fait place à l'inflation et à un marché du travail tendu. Le gouvernement s'en tiendra-t-il à ses plans de dépenses au risque de provoquer une surchauffe de l'économie ?

Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



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



Prévision de l'inflation en 2022 (% , consensus)



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



Notes : Prévisions de Consensus Economics au 31 mars 2022.



MACKENZIE

Placements

Mise à jour sur les marchés financiers

- Les **marchés des actions** ont connu une forte reprise pendant la deuxième moitié de mars, avec les indices boursiers des États-Unis, de l'Europe, du Japon et des marchés émergents terminant le mois sur une hausse d'au moins 10 % par rapport à leur niveau le plus faible du mois. Les actions canadiennes ont une fois de plus compté parmi les plus résilientes au niveau mondial, terminant mars en hausse de 4,5 %, tout en évitant les baisses enregistrées par d'autres marchés.
- Les **rendements des obligations du Trésor américain ont connu une forte augmentation** sur toute la courbe, les obligations à court terme enregistrant les hausses les plus impressionnantes. Les rendements des bons du Trésor à 2 ans (+90 points de base) et à 5 ans (+74 points de base) n'avaient pas connu une hausse mensuelle aussi forte depuis 1980. Les obligations à plus court terme devraient rester volatiles au cours des prochains quelques mois, étant donné l'incertitude entourant le rythme de normalisation de taux par la Réserve fédérale. Les marchés s'attendent actuellement à l'équivalent de huit hausses de taux supplémentaires de 25 points de base cette année, ce qui équivaut à un rythme de hausse observé pour la dernière fois en 1994.
- Le **dollar canadien** a été la devise du G5 la plus performante en mars, avec un gain de 1,34 % contre le dollar américain. La croissance continue des prix des produits de base explique en partie la vigueur du dollar canadien, l'indice des exportations des produits de base de la Banque du Canada ayant augmenté de 11 % le mois dernier. À l'autre extrémité, le yen japonais a perdu 5,5 % contre le dollar américain, la Banque du Japon ayant signalé qu'elle conserverait ses faibles taux d'intérêt pendant plus longtemps, ce qui va à l'encontre de la politique de resserrement des autres grandes banques.

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 obtenues de Bloomberg au 31 mars 2022. Les indices de rendement total des actions sont exprimés en devises locales, à l'exception de l'indice MSCI marchés émergents qui est libellé en \$ US.



Ce qui retiendra notre attention en avril

12 avril : Publication de l'indice des prix à la consommation (IPC) de mars aux États-Unis

- Le taux d'inflation global pour le mois de mars devrait battre les records récents, sous l'effet de la hausse de 15 à 20 % des prix de l'essence dans l'ensemble du pays. Cependant, l'évolution des prix des produits de base est encore plus intéressante.
- Comme il en est question dans le thème émergent ci-dessous, alors que nous commencerons probablement à voir un ralentissement de certaines des sources de pression sur les prix de longue date (transport, voitures usagées), les loyers et les prix du secteur des services devraient plus que compenser.

17 avril : Décision de politique monétaire de la Banque du Canada

- La Banque du Canada a augmenté son taux directeur de 25 points de base le 2 mars, portant à 0,50 % le taux auquel elle verse des intérêts aux banques. Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada relève ses taux de nouveau en avril, cette fois de 50 points de base. La dernière fois qu'elle a annoncé une hausse de plus de 25 points en une seule décision remonte à mai 2000.
- Étant donné que la Réserve fédérale envisage une hausse de 50 points de base, la Banque du Canada peut facilement justifier cette décision. Par rapport à son voisin du Sud, le marché de l'emploi du Canada est plus tendu, son marché du logement plus effervescent, son économie moins touchée par l'invasion de l'Ukraine et le taux de croissance devrait être plus élevé en 2022 et en 2023, surtout en termes nominaux.

17 avril : Publication des données du PIB du premier trimestre de la Chine

- La croissance annualisée du PIB de 6,4 % de la Chine pour le quatrième trimestre de 2022 a constitué une surprise, en raison de l'intervention du gouvernement pour limiter la contagion de la crise immobilière du pays à l'économie en général. Cependant, les difficultés du secteur résidentiel continueront de peser sur la croissance tout au long de 2022, et le gouvernement continuera de stimuler les exportations et les investissements des entreprises pour compenser.

Thème émergent

- En mars, entre les manchettes portant sur la flambée des prix des produits de base et la hausse des prévisions d'inflation, beaucoup ont manqué **l'amélioration généralisée des indicateurs des chaînes d'approvisionnement**. Mars a été le premier mois depuis le début de la pandémie où nous avons constaté un assouplissement des trois indicateurs de la chaîne d'approvisionnement américaine les plus souvent cités : les délais de livraison des produits manufacturés, les taux de fret Shanghai-Los Angeles et l'indice des prix des voitures usagées Manheim. D'autres mesures de délais de livraison, de taux du fret et des prix des voitures d'occasion ont montré des améliorations semblables.
- Nous avons souvent répété que les goulots d'étranglement causant les pressions sur les prix étaient concentrés dans la partie transport de la chaîne d'approvisionnement, et non la partie production. Sauf pour quelques secteurs clés dont l'automobile, les capacités de fabrication ne sont pas dépassées, tant aux États-Unis qu'à l'étranger. **La capacité de transport est la principale cause des faibles stocks et des prix exorbitants**. Lorsque la situation se normalisera, les stocks de fabrication deviendront des stocks de détail, ce qui atténuera les pénuries. Le transport par camion est le meilleur exemple de ce début de normalisation. Les prix au comptant des services de transport par camion sont en baisse, tandis que les taux de refus par les chauffeurs pour les

contrats de transport sont à leur plus bas niveau depuis 18 mois, soit 15 % contre 23 % il y a trois mois seulement.

- Malheureusement, avec l'élargissement de l'inflation au cours des derniers mois, **les pressions sur les prix ne se limitent plus au secteur des biens durables**, alors un répit éventuel dans ce secteur ne serait probablement pas suffisant pour nettement modérer l'inflation de base.

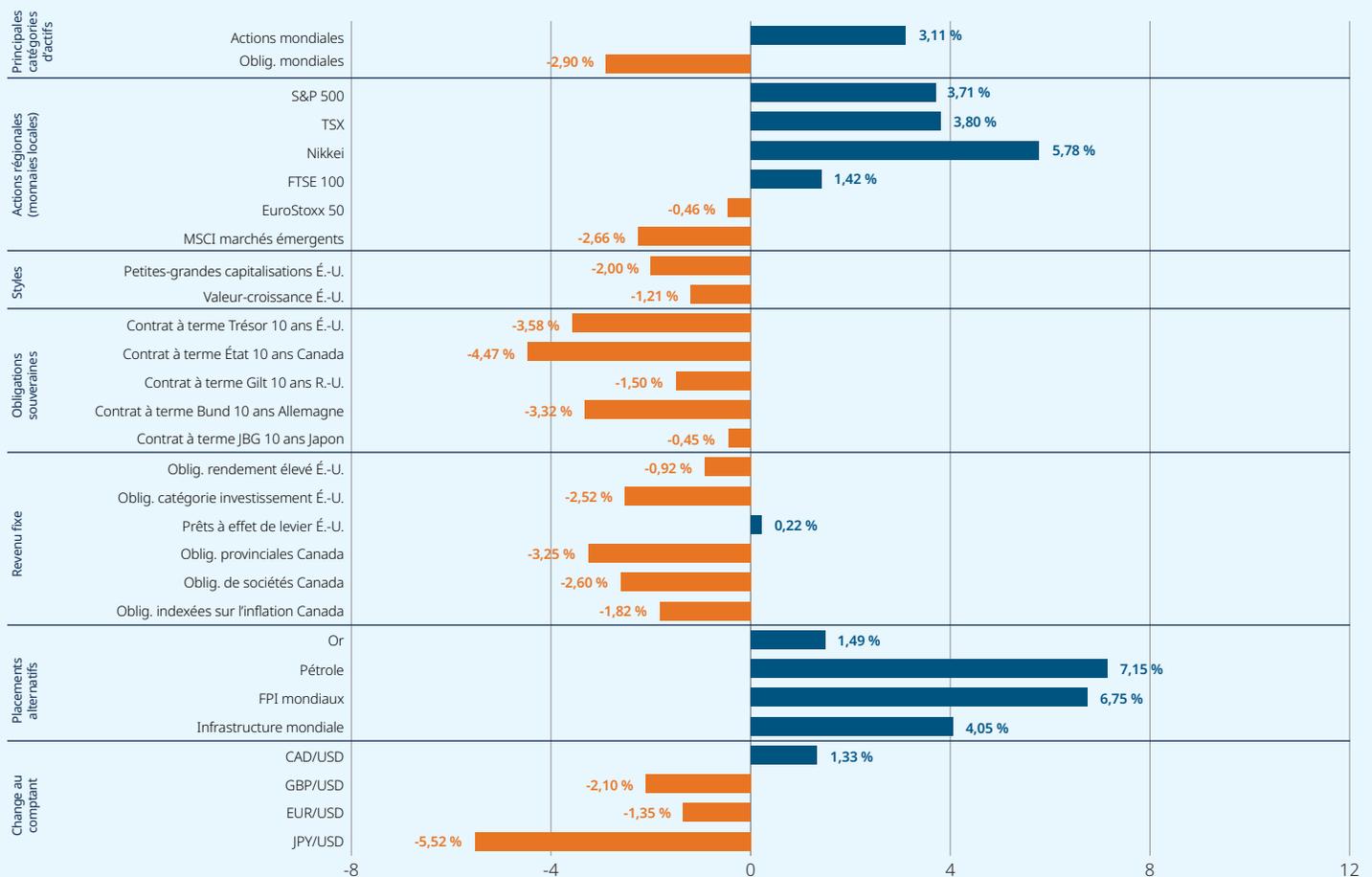
Amélioration discrète des indicateurs de la chaîne d'approvisionnement en mars



Notes : Données provenant de Markit.



Rendements des marchés financiers en mars



Notes : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 31 mars 2022. Les rendements de l'indice sont présentés pour la période du 1^{er} au 31 mars 2022. 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/TMX Universe), BAML Canada Corp, BAML Canada IL, BBG Gold, BBG WTI, REIT (MSCI Local), Infrastructure (MSCI Local), BBG CADUSD, BBG GBPUSD, 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 31 mars 2022. 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.