

# Perspectives à long terme sur les marchés financiers 2022

**Livre orange**



**MACKENZIE**  
Placements

# Table des matières

Sommaire	03
Principales constatations	04
Perspectives sur la répartition de l'actif	09
Hypothèses à propos des marchés financiers	15
Pondérations d'un régime de retraite	32
Perspectives macroéconomiques mondiales	36

## Présentation

L'équipe des stratégies multi-actifs de Mackenzie présente le Livre orange 2022, nos perspectives à long terme sur les marchés des capitaux nationaux et mondiaux. L'équipe est codirigée par Todd Mattina, vice-président principal et notre économiste en chef interne, ainsi que par Nelson Arruda, vice-président principal et gestionnaire de portefeuille. L'équipe possède une expertise approfondie dans un large éventail de stratégies, notamment :

- des portefeuilles multi-actifs;
- une série d'approches dynamiques de couverture des devises basées sur la valorisation, la confiance et les conditions macroéconomiques, développées et maintenues en interne;
- les stratégies alternatives liquides comprenant des portefeuilles composés systématiquement de macro, de produits de base, de devises, de contrats à terme gérés et de placements neutres sur le marché;
- des portefeuilles d'actions composés uniquement de positions acheteur, multi-facteurs (bêta intelligent).

Les membres de l'équipe s'engagent avec des investisseurs institutionnels de tout le Canada sur la répartition stratégique et tactique des actifs, les partenariats universitaires et la rédaction de livres blancs. Le parcours du groupe s'inscrit naturellement dans la pensée des investisseurs institutionnels, et cette perspective se reflète dans la prise en compte du risque et du rendement dans tout ce que nous faisons.



**Todd Mattina,**  
Ph. D.



**Nelson Arruda,**  
M.Fin., M.Sc., CFA



**L'équipe des stratégies multi-actifs gère un vaste éventail de stratégies, dont une couverture dynamique des devises, des placements alternatifs liquides, et des fonds d'actions multifactoriels.**

# Sommaire

## 1 Rendements anticipés

Au cours des 10 prochaines années, nous nous attendons à ce que les rendements moyens de la plupart des catégories d'actifs soient inférieurs aux rendements réalisés au cours des dernières décennies, tirés de l'arrière par des taux d'intérêt sans risque bas et des valorisations élevées.

## 2 Conditions de financement

La situation financière des investisseurs institutionnels s'est en général renforcée au cours de la dernière année, avec le rendement supérieur des actifs risqués et l'augmentation des taux obligataires à long terme. Compte tenu des perspectives de rendements inférieurs, les investisseurs pourraient devoir envisager d'adapter leurs répartitions stratégiques d'actifs pour atteindre leurs objectifs de rendement à long terme. La gestion des répercussions sur la volatilité deviendra de plus en plus importante.

## 3 Stratégies

Des stratégies potentielles pour les investisseurs visant à réduire le risque tout en maintenant les rendements cibles comprennent l'utilisation prudente de l'effet de levier afin de rehausser la sensibilité aux taux d'intérêt, l'augmentation de la diversification, la modulation de la répartition dans des actifs stratégiques et la couverture du change, et l'évaluation de la sensibilité du portefeuille aux risques macroéconomiques.

## 4 Diversification en actions et en obligations

Alors que nous nous attendons à ce que les corrélations entre actions et obligations soient moins négatives que pendant la désinflation des années 2010, les obligations souveraines devraient demeurer des sources efficaces de diversification pour le risque lié aux actions dans des portefeuilles multi-actifs.

## 5 Placements alternatifs

Les investisseurs ont un meilleur accès aux stratégies d'alternatives liquides et aux catégories d'actifs alternatifs pour contribuer à contrôler le risque tout en ajoutant de nouvelles sources de rendement.

## 6 Rendements relatifs des marchés boursiers

Il est attendu que les actions américaines accusent un rendement inférieur à celui d'autres marchés boursiers, alors que les actions de marchés émergents sont en bonne position pour générer un rendement supérieur.

## 7 Devises

Parmi les principales devises, le dollar américain demeure onéreux compte tenu des facteurs fondamentaux économiques. Nous nous attendons à ce qu'il perde de la vigueur par rapport aux principales devises du G5 au cours des prochaines années.

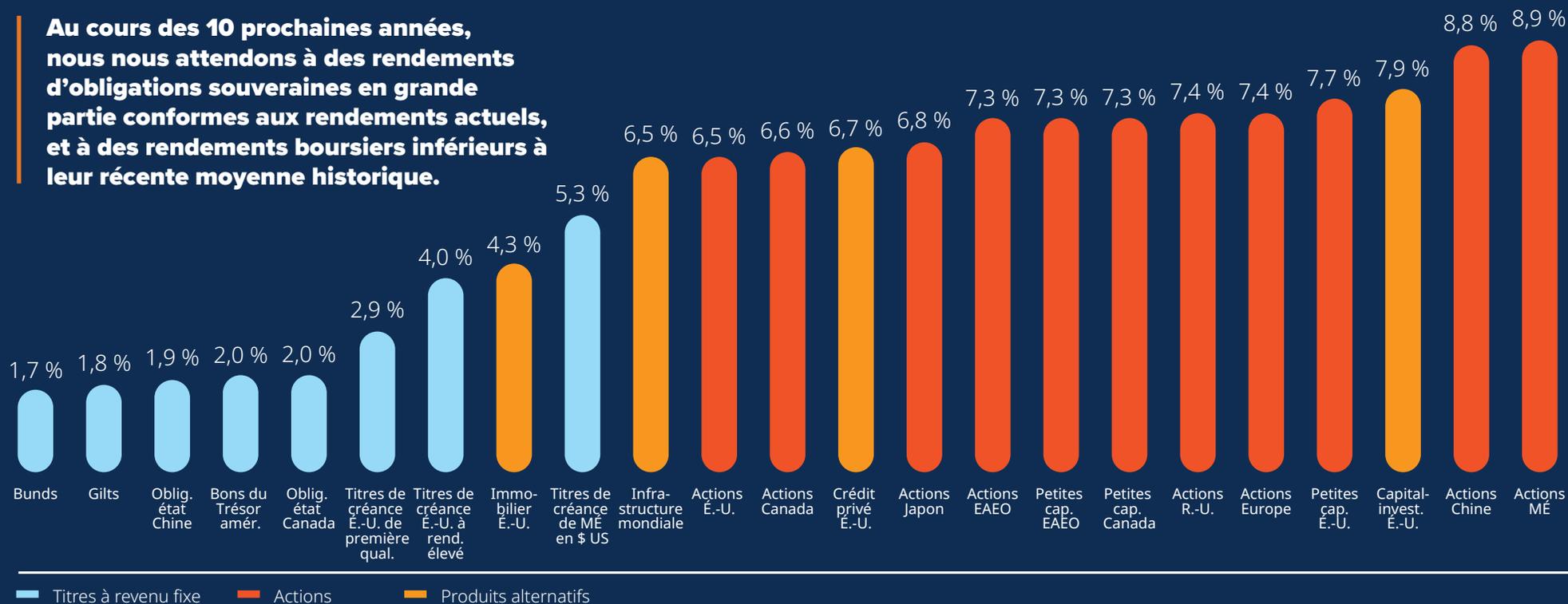
## 8 Risques macroéconomiques

Pendant la prochaine année, les deux principaux scénarios de risques macroéconomiques comprennent 1) une poussée de l'inflation, et 2) un ralentissement de la croissance mondiale déclenchée par le mur budgétaire en 2022 et le resserrement monétaire. Nous estimons que le premier scénario pourrait faire en sorte d'abaisser les rendements réels de la plupart des actifs, alors que le second pourrait se traduire par un rendement inférieur des actions et une hausse des obligations souveraines.

## Principales constatations

# Rendements anticipés sur 10 ans (couverts en CAD)

**Au cours des 10 prochaines années, nous nous attendons à des rendements d'obligations souveraines en grande partie conformes aux rendements actuels, et à des rendements boursiers inférieurs à leur récente moyenne historique.**



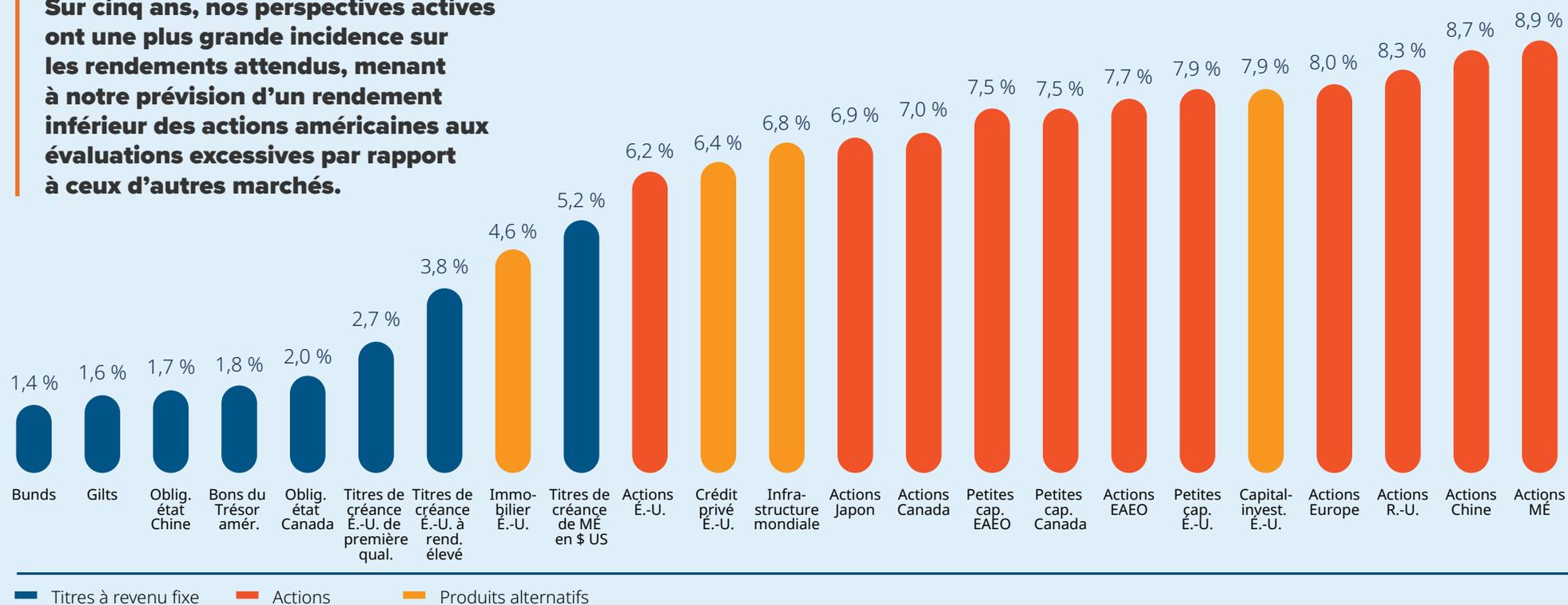
Les rendements géométriques attendus sont indiqués sur une base nominale, avant déduction des frais pour toutes les catégories d'actif, à l'exception des catégories d'actifs privés, dont les rendements sont présentés après déduction des frais. Les frais de gestion varient d'une catégorie d'actif à l'autre, en ce sens qu'ils seront généralement plus élevés pour les actifs fermés que les actifs ouverts. Les quatre catégories d'actifs privés sont l'immobilier de base aux É.-U. (sans effet de levier), les actions d'infrastructure mondiale (sans effet de levier), le capital-investissement (90 % créances/actions), et les fonds de crédit privé (taux variable, effet de levier de 2x).

Consultez la page suivante pour connaître nos prévisions de rendement sur cinq ans, dont la composante de rendement actif anticipé, qui est fondée sur nos données relatives à la valeur, aux facteurs macroéconomiques et à la confiance, joue un rôle plus important sur les rendements. Sur un horizon de 10 ans, les rendements tendront à converger vers la combinaison du taux sans risque et de la prime de risque de la catégorie d'actif, car les attentes de rendement actif se réduiront progressivement avec le temps. Les rendements des obligations souveraines des marchés développés présentés ici reflètent le rendement attendu d'un placement dans une obligation d'État à échéance constante sur 10 ans.

## Principales constatations

# Rendements anticipés sur 5 ans (couverts en CAD)

Sur cinq ans, nos perspectives actives ont une plus grande incidence sur les rendements attendus, menant à notre prévision d'un rendement inférieur des actions américaines aux évaluations excessives par rapport à ceux d'autres marchés.



Les rendements géométriques attendus sont indiqués sur une base nominale, avant déduction des frais pour toutes les catégories d'actif, à l'exception des catégories d'actifs privés. Comme nous l'avons mentionné dans nos prévisions de rendement sur 10 ans, les rendements anticipés sur 5 ans ont plus d'influence sur nos perspectives actives, qui à leur tour ont plus de poids sur un horizon de 5 ans que sur un horizon de 10 ans.

## Principales constatations

# Volatilité et corrélations attendues des catégories d'actifs

	Volatilité	Bons du Trésor É.-U.	Oblig. état Canada	Bunds	Gilts	Titres de créance É.-U. de première qual.	Titres de créance É.-U. à rend. élevé	Titres de créance de MÉ en \$ US	Oblig. état Chine	Actions É.-U.	Actions Canada
Bons du Trésor É.-U.	6,1 %	1,0									
Oblig. état Canada	5,6 %	0,8	1,0								
Bunds	5,0 %	0,6	0,6	1,0							
Gilts	6,0 %	0,8	0,7	0,7	1,0						
Titres de créance É.-U. de première qual.	6,4 %	0,6	0,5	0,5	0,5	1,0					
Titres de créance É.-U. à rend. élevé	9,5 %	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,5	1,0				
Titres de créance de MÉ en \$ US	13,2 %	0,3	0,2	0,1	0,2	0,6	0,6	1,0			
Oblig. état Chine	4,5 %	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,2	0	1,0		
Actions É.-U.	17,4 %	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,3	0,6	0,5	-0,1	1,0	
Actions Canada	14,9 %	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,6	0,5	-0,1	0,8	1,0
Actions Japon	18,4 %	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,4	0,3	-0,2	0,6	0,5
Actions R.-U.	15,5 %	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,5	0,5	-0,1	0,7	0,7
Actions Europe	18,3 %	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,6	0,4	-0,1	0,8	0,7
Actions MÉ	23,5 %	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,4	0,6	0,6	-0,2	0,8	0,7
Actions Chine	29,4 %	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	0,4	0,3
Petites cap. É.-U.	21,5 %	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,3	0,6	0,5	-0,2	0,9	0,7
Petites cap. Canada	20,4 %	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,4	0,6	0,5	-0,1	0,7	0,7
Petites cap. EAEO	16,0 %	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	0,6	0,5	-0,2	0,8	0,7
Actions EAEO	15,4 %	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,2	0,6	0,5	-0,2	0,8	0,7
Infrastructure mondiale	15,2 %	0,1	0,1	0,0	0,1	0,5	0,6	0,6	-0,1	0,8	0,7
Crédit privé É.-U.	13,3 %	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,3	0,7	0,4	-0,2	0,5	0,5
Capital-invest. É.-U.	25,4 %	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,5	0,5	-0,1	0,8	0,7
Immobilier É.-U.	11,7 %	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,6	0,5	0,0	0,6	0,5

## Principales constatations

	Actions Japon	Actions R.-U.	Actions Europe	Actions MÉ	Actions Chine	Petites cap. É.-U.	Petites cap. Canada	Petites cap. EAEO	Actions EAEO	Infra-structure mondiale	Crédit privé É.-U.	Capital-invest. É.-U.	Immobilier É.-U.
Actions Japon	1,0												
Actions R.-U.	0,5	1,0											
Actions Europe	0,6	0,7	1,0										
Actions MÉ	0,5	0,6	0,6	1,0									
Actions Chine	0,3	0,3	0,3	0,4	1,0								
Petites cap. É.-U.	0,6	0,6	0,7	0,7	0,3	1,0							
Petites cap. Canada	0,4	0,6	0,5	0,6	0,3	0,7	1,0						
Petites cap. EAEO	0,7	0,7	0,7	0,7	0,3	0,7	0,7	1,0					
Actions EAEO	0,8	0,8	0,9	0,7	0,3	0,7	0,6	0,8	1,0				
Infra-structure mondiale	0,4	0,6	0,6	0,7	0,3	0,7	0,6	0,6	0,7	1,0			
Crédit privé É.-U.	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	1,0		
Capital-invest. É.-U.	0,5	0,6	0,6	0,6	0,3	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,5	1,0	
Immobilier É.-U.	0,4	0,5	0,5	0,5	0,2	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	1,0

Volatilité mensuelle annualisée et corrélations des rendements mensuels attendues. Les hypothèses à l'égard de la volatilité et des corrélations pour les actifs privés sont dénivelées comme l'on devrait si attendre si les placements pourraient être régulièrement évalués à la valeur de marché. La volatilité observée a tendance à être beaucoup plus basse.

# Évaluation des devises

Parmi les devises du G10, le dollar néo-zélandais est le plus surévalué, alors que la couronne suédoise est de loin la moins onéreuse par rapport à sa juste valeur à long terme. Nos estimations supposent que le dollar américain est la principale devise la plus onéreuse.



Ces indicateurs de surévaluation et de sous-évaluation tiennent compte de quatre de nos analyses sur l'évaluation des monnaies à moyen et à long terme. Nos analyses sont fondées sur la parité des pouvoirs d'achat, sur les taux de change effectifs réels, sur un modèle d'évaluation des monnaies comportemental et corrigé des termes de l'échange et sur un autre modèle comportemental qui corrige les effets de la balance des paiements en fonction de facteurs structurels.

- 10** Traverser les contre-courants
- 11** Ajustements aux portefeuilles – Répartition de l'actif
- 13** Ajustements au portefeuille – Contrôle des risques et levier
- 14** Ajustements au portefeuille – Risques macroéconomiques

# Perspectives sur la répartition de l'actif

# Traverser les contre-courants

Au cours de la dernière année, la situation financière de nombreux investisseurs institutionnels s'est renforcée de manière importante grâce au rebond marqué des valorisations des actifs et de la hausse des taux obligataires à long terme comparativement aux niveaux historiques peu élevés de 2020 :

- **Les régimes de retraite à prestations déterminées (PD) se sont en général retrouvés dans des positions plus robustes d'excédents du point de vue actif/passif**, soutenus par des valorisations solides des actifs et des taux d'intérêt à long terme plus élevés qui ont réduit les passifs actuariels.<sup>1</sup> La répartition de l'actif moyenne d'un régime de retraite à PD a affiché un gain de 8,5 % au cours des quatre derniers trimestres et d'environ 8 % au cours de la dernière décennie.<sup>2</sup>
- **Les gestionnaires de fonds de dotation, de fondations et de régimes de retraite à cotisations déterminées (CD) ont également connu de solides gains au sein de leurs portefeuilles**, grâce à leur capacité financière à long terme à soutenir les besoins futurs en flux de trésorerie des promoteurs et des cotisants. Selon un simple indicateur, comme une composition 60/40 couverte en \$ CA d'actions mondiales et de titres à revenu fixe, ces portefeuilles ont progressé d'environ 12,9 % au cours des quatre derniers trimestres, et de 8,7 % pendant les 10 dernières années.<sup>3</sup>

**Avec des perspectives de rendements moins élevés pour de nombreuses catégories d'actifs pendant la prochaine décennie, les investisseurs institutionnels devront envisager d'adapter leurs portefeuilles cibles et leurs répartitions stratégiques d'actifs afin de maintenir leurs cibles de rendement à long terme.** Dans les marchés développés, les valorisations des marchés boursiers, notamment les actions américaines à grande capitalisation, semblent élevées par rapport aux facteurs fondamentaux à long terme. De la même manière, les titres de créance de sociétés offrent habituellement des écarts modestes par rapport aux obligations gouvernementales, offrant une compensation limitée aux investisseurs malgré les bilans plus endettés des entreprises. Et alors que les taux des obligations gouvernementales à long terme ont augmenté depuis les creux de 2020, elles continuent d'afficher des taux négatifs après inflation.

<sup>1</sup> Le ratio de solvabilité du régime de retraite à prestations déterminées canadien médian s'est amélioré au cours de la dernière décennie selon différentes estimations de Mercer, Willis Towers Watson et Aon.

<sup>2</sup> Rendements déduits au moyen de données de Mercer et Services aux investisseurs RBC.

<sup>3</sup> Indice de rendement total MSCI Monde à 60 % et indice de rendement total Bloomberg Barclays Treasury à 40 %.

<sup>4</sup> Calculs pour l'indice de risque de capitalisation par l'Équipe des stratégies multi-actifs à l'aide des données sur la croissance des salaires canadiens de la Banque du Canada, des écarts des taux sur les obligations de sociétés ajustés en fonction de la durée de Bloomberg et de données sur la composition de l'actif de l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite.

## Indice du ratio de solvabilité des régimes de retraite à prestations déterminées canadiens<sup>4</sup>

(en supposant que 2008 = 100 %)



**Par conséquent, atteindre une cible de rendement à long terme donnée pourrait obliger de nombreux investisseurs à repousser encore davantage la limite du rapport risque-rendement.** La gestion des répercussions de la volatilité deviendra de plus en plus importante afin d'assurer que les portefeuilles demeurent conformes à la tolérance au risque ([Section Hypothèses à propos des marchés financiers](#)). Cela est particulièrement vrai dans le contexte de risques macroéconomiques plus élevés au cours des 5 à 10 prochaines années, comme une poussée de l'inflation ou un ralentissement de la croissance ([Section Perspectives macroéconomiques mondiales](#)).

# Ajustements aux portefeuilles – Répartition de l'actif

Comme il est précisé plus loin, nous sommes d'avis que les investisseurs disposent de nombreuses options afin de gérer les contre-courants des valorisations élevées des actifs, des rendements attendus à long terme plus bas et des taux obligataires peu élevés d'aujourd'hui. Un recours prudent à l'effet de levier, une plus grande diversification et l'utilisation de placements alternatifs peuvent contrôler le risque — tant les ratios de Sharpe que les ratios d'excédent de l'actif sur le passif attendus — tout en rehaussant les répartitions dans des stratégies de recherche de rendement afin d'atteindre des cibles de rendement à long terme :

## 1 Effet de levier

- Une augmentation prudente du total de l'effet de levier peut permettre aux investisseurs sophistiqués dotés de capacités de gestion du risque et des liquidités robustes d'élaborer des portefeuilles plus efficaces avec plus de chance d'atteindre leurs objectifs à long terme. Par exemple, les régimes de retraite à PD peuvent utiliser l'effet de levier aux fins d'une plus grande exposition à la durée des obligations gouvernementales, réduisant le déséquilibre entre les facteurs de risque qui stimulent les rendements des actifs et la croissance du passif. De cette manière, un régime peut réduire la sensibilité aux taux d'intérêt et l'ensemble du « risque excédentaire ». Parallèlement, l'effet de levier rehausse la probabilité que le régime à PD génère un rendement à long terme suffisamment élevé afin de demeurer abordable pour les promoteurs et les cotisants.

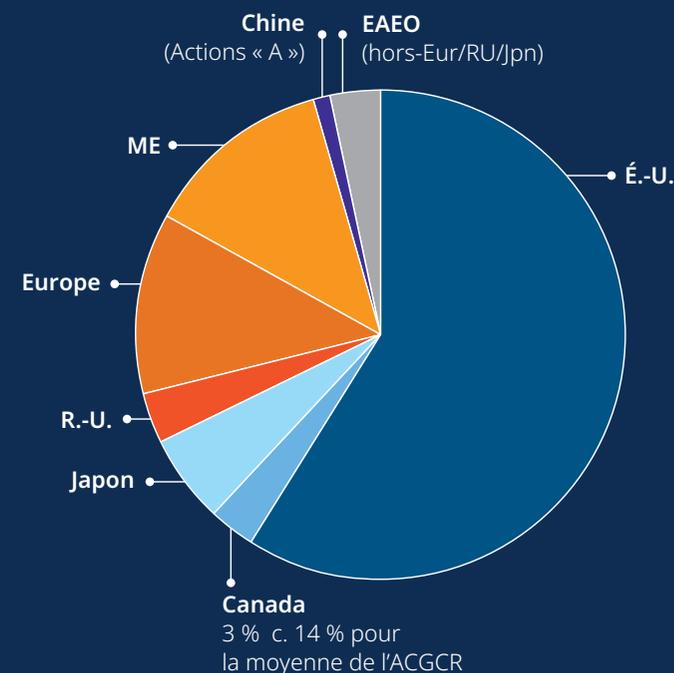
## 2 Répartition de l'actif

Rehausser la diversification entre des catégories d'actif, des régions géographiques, des facteurs de risque et des devises différents peut réduire le risque de placement à long terme.

- De nombreux régimes ont une importante orientation locale avec des répartitions élevées dans des actions et des titres de créance de sociétés canadiennes par rapport aux pondérations selon la capitalisation du marché mondial. Le régime de retraite canadien moyen a une répartition de 14 % de ses actions à grande capitalisation dans des titres canadiens, comparativement à une pondération de 3 % au sein de l'indice MSCI Monde Tous pays.
- De la même manière, la composition stratégique de l'actif de nombreux investisseurs est sous-pondérée dans les actifs de marchés émergents (MÉ) par rapport à leurs pondérations selon la capitalisation boursière. Dans l'indice MSCI Monde Tous pays, la pondération en actions de MÉ est d'environ 13 %.

Pondérations géographiques de l'indice MSCI Monde Tous pays de Bloomberg.

## Pondérations géographiques de l'indice MSCI Monde Tous pays



## Perspectives sur la répartition de l'actif

La croissance de longue date de la Chine, de l'Inde et d'autres grandes économies émergentes laisse présager que cette sous-pondération ne fera qu'augmenter avec le temps. Les actions chinoises cotées sur les Bourses continentales (« actions de type A ») composent moins de 1 % de l'indice MSCI Monde Tous pays, mais 11 % du marché boursier mondial « réel » ([page 11](#)).

- Une orientation locale et une sous-pondération dans des actifs de MÉ supposent d'importants paris actifs, qui ne sont habituellement pas évalués de manière explicite puisque les investisseurs évaluent généralement le risque actif par rapport à leurs portefeuilles cibles plutôt qu'au portefeuille de marché mondial pondéré en fonction de la capitalisation boursière. En effectuant une transition depuis des pondérations boursières vers des pondérations de marché mondial en fonction de la capitalisation boursière au fil du temps, cette source de risque actif peut être réattribuée à d'autres stratégies de placement et catégories d'actif offrant des rendements attendus corrigés du risque plus élevés.

**Des orientations tactiques par rapport à la répartition stratégique de l'actif peuvent ajouter de la valeur et réduire le risque.** Afin de limiter les coûts d'opération et refléter l'horizon de placement plus long de la plupart des investisseurs institutionnels, nos recommandations en matière d'orientations tactiques comportent un horizon de placement de 1 an à 2 ans.

- **Orientations en matière de répartition de l'actif :** Une surpondération des actions par rapport aux titres de créance de sociétés et aux liquidités est le moyen que nous favorisons afin de maintenir le rendement attendu d'un fonds. Des écarts de crédit serrés et des taux obligations profondément en territoire négatif après inflation présentent un ratio risque-rendement moins attrayant comparativement aux marchés boursiers, en dépit de fortes valorisations. Notre scénario de base de faibles taux d'intérêt et d'une croissance mondiale robuste laisse entendre que les rendements boursiers demeureront relativement intéressants au cours des 10 prochaines années. Une position surpondérée en obligations d'État à long terme permet également de contrebalancer le risque lié aux actions dans la répartition de l'actif.
- **Orientations relatives des marchés boursiers** Dans le volet en actions d'un fonds, nous recommandons une sous-pondération dans les actions américaines et japonaises, et une surpondération dans les actions de MÉ et du R.-U., selon les valorisations de départ d'aujourd'hui et les perspectives économiques mondiales plus solides. Nous sommes d'avis que les actions de MÉ et du R.-U. sont en bonne position pour tirer parti de la hausse des prix des produits de base, de valorisations de départ attrayantes par rapport aux facteurs fondamentaux à long terme et de l'élargissement de la reprise depuis les économies développées aux économies mondiales par suite du repli lié à la pandémie.
- **Modulations des devises :** Nous recommandons une sous-pondération tactique dans le dollar américain par rapport à d'autres principales devises du G5 étant donné la forte surévaluation du dollar par rapport à des facteurs fondamentaux à long terme. Il est également attendu que des facteurs macroéconomiques pèseront sur le dollar américain à moyen terme, y compris l'important déficit budgétaire fédéral sous-jacent, une hausse du déficit du compte courant et des niveaux d'endettement élevés. Alors que l'incidence sur la croissance de mesures de relance monétaire et budgétaire exceptionnelles pendant 2020 et 2021 commence à s'atténuer, nous prévoyons que le rythme de l'expansion économique américaine ralentira, permettant à d'autres pays d'effectuer un rattrapage vers les phases plus avancées de la reprise aux É.-U.

## Aperçu de la répartition de l'actif

### Grandes catégories d'actifs

	Sous-pondération	Neutre	Surpondération
Actions			■
Obligations d'État			■
Crédit	■		
Liquidités	■		

### Rendement relatif des marchés boursiers

	Sous-pondération	Neutre	Surpondération
États-Unis	■		
Canada			■
Europe		■	
R.-U.			■
Japon	■		
Marchés émergents			■

### Devises

	Sous-pondération	Neutre	Surpondération
USDCAD	■		

# Ajustements au portefeuille – Contrôle des risques et levier

## 3 Stratégies de contrôle de la volatilité et des risques

### Placements non traditionnels

Les investisseurs ont plus facilement accès aux stratégies alternatives liquides et aux catégories d'actifs alternatifs, offrant des outils additionnels aux répartiteurs d'actifs de contrôler le risque tout en ajoutant de nouvelles sources de rendement dans le portefeuille.

- **Actifs privés** : Les actifs de marchés privés, comme le capital-investissement, le crédit privé, l'immobilier et les infrastructures peuvent être des outils intéressants pour les répartiteurs d'actifs. Tout d'abord, l'évaluation périodique des placements du portefeuille atténue la volatilité, voilant les valorisations sous-jacentes comparativement à une évaluation à la valeur de marché. Pour les régimes de retraite à PD, un profil plus harmonieux des évaluations des actifs présentées réduit la possible nécessité d'effectuer des paiements supplémentaires pour rehausser la situation financière d'un régime, réduisant le risque lié aux flux de trésorerie pour les promoteurs et les cotisants par suite de replis importants sur les marchés publics (comme cela s'est produit en septembre 2008 et en mars 2020). Ensuite, les actifs privés disposent d'un meilleur accès aux secteurs à croissance élevée puisque des sociétés plus jeunes et novatrices recherchent de plus en plus un financement privé plutôt qu'au moyen d'un PAPE en raison du fardeau réglementaire. Enfin, certains placements privés, comme dans l'infrastructure et l'immobilier, peuvent potentiellement rehausser la sensibilité à l'inflation d'un portefeuille.
- **Stratégies d'alternatives liquides** : Les stratégies de placement dans des titres cotés liquides, y compris des dérivées, visent à procurer un rendement cible pendant le cycle avec une faible corrélation avec des catégories d'actifs traditionnels au moyen de positions acheteur et vendeur et de l'intégration d'un effet de levier. Ces stratégies reposent habituellement sur la compétence du gestionnaire dans l'ajout de valeur par rapport aux indices de référence traditionnels. Le choix fructueux de gestionnaires d'alternatives liquides peut potentiellement contrôler le risque total du fonds tout en contribuant au rendement global.

### Couverture stratégique des devises

Un outil souvent oublié par les répartiteurs d'actifs afin de réduire la volatilité totale d'un fonds est leur politique de couverture des expositions aux devises. Des placements dans des actifs étrangers entraînent souvent des expositions non voulues aux devises. Des corrélations prévisibles entre les expositions aux devises et les rendements boursiers étrangers peuvent souvent être utilisées pour réduire le risque total. Pour les investisseurs résidant au Canada, les actions étrangères ont tendance à être négociées en dollars canadiens. Des expositions non couvertes à des devises de réserve, comme le dollar américain, peuvent réduire le risque total du portefeuille en dollars canadiens.

# Ajustements au portefeuille – Risques macroéconomiques

## 4 Répartition robuste de l'actif à l'égard des risques macroéconomiques

Nos perspectives de base pour l'économie mondiale en 2022 demeurent constructives, la croissance économique demeurant au-delà de son potentiel à long terme, et l'inflation élevée diminuant vers les cibles de 2 % des banques centrales d'ici la fin de 2024. Le déploiement des vaccins et les énormes mesures de relance des banques centrales, ainsi que les dépenses gouvernementales financées par le déficit, ont mené à la reprise économique marquée au sein des économies avancées cette année. Nous prévoyons une croissance du PIB réel d'environ 5 % et 5,5 % respectivement au Canada et aux É.-U. en 2021. Toutefois, de nombreux risques macroéconomiques planent sur les marchés pour 2022. D'un côté, les pressions inflationnistes persistantes de cette année intensifient le risque d'une erreur de politique. Les banques centrales pourraient procéder à des hausses de taux trop ambitieuses en 2022 en vue de maîtriser les pressions inflationnistes temporaires, se traduisant par un **ralentissement de la croissance** imprévu (voir plus loin). Par contre, des hausses des taux directeurs trop lentes pourraient donner lieu à une surchauffe de l'économie, à une instabilité financière et à une **poussée de l'inflation**. D'un autre côté, le nouveau variant Omicron de la COVID, ou l'émergence d'autres variants potentiels, pourrait menacer la reprise mondiale en forçant une nouvelle fois l'imposition de confinements et (ou) en malmenant la confiance des consommateurs. Il existe encore beaucoup d'incertitude au sujet de la nouvelle souche, y compris à l'égard de l'efficacité des vaccins et de la sévérité des symptômes. Le variant Omicron élargit l'éventail déjà étendu de scénarios macroéconomiques pour 2022, mais il n'a pas d'incidence importante sur notre scénario de base.

Les répartitions stratégiques de l'actif comportent des sensibilités diverses à différentes conditions économiques. Plus particulièrement, de nombreux portefeuilles institutionnels ont une exposition concentrée au risque de facteurs actions comme moyen d'atteindre leurs cibles de rendement à long terme. Les obligations gouvernementales

nominales jouent habituellement un rôle de lest pour les rendements des portefeuilles, équilibrant le risque lié aux actions pendant des périodes de conditions de marché difficiles. D'un point de vue macroéconomique, les expositions aux facteurs actions tendent à dégager un rendement supérieur lorsque la croissance économique est plus solide que prévu et que l'inflation demeure basse, alors que les expositions à la durée des titres gouvernementaux ont tendance à moins bien se comporter en situation d'inflation inférieure aux attentes. Au cours des quatre dernières décennies, ces expositions ont généré des rendements ajustés en fonction du risque solides pour les investisseurs alors que l'inflation a fléchi et que la croissance est demeurée robuste. À l'avenir, les portefeuilles dont le risque lié aux actions est concentré pourraient ne pas bien résister aux régimes macroéconomiques futurs, comme une inflation persistante ou un ralentissement de la croissance économique mondiale. Dans ce contexte, le test de résistance des répartitions d'actifs stratégiques aux risques macroéconomiques futurs peut révéler des concentrations excédentaires du risque. Dans la présente édition du Livre orange, nous examinons deux scénarios de risques macroéconomiques opposés ([voir la page 40](#)).

- **Poussée de l'inflation** : Les rendements réels estimatifs sont négatifs pour les principales catégories d'actif dans le contexte d'une inflation élevée, supposant un rendement réel négatif pour un portefeuille équilibré. Les obligations gouvernementales nominales subissent les plus importantes baisses, alors que les marchés boursiers européen et canadien génèrent des rendements supérieurs par rapport à d'autres marchés boursiers.
- **Ralentissement de la croissance** : Les obligations gouvernementales nominales génèrent un rendement supérieur après un ralentissement mondial inattendu, alors qu'en général, les principaux marchés boursiers connaissent un repli.

<b>16</b>	Perspectives sur les marchés financiers - sommaire	<b>24</b>	Titres à revenu fixe — Rendements
<b>18</b>	Méthodologie	<b>25</b>	Revenu fixe — Taux des titres souverains
<b>19</b>	Rendements anticipés sur 10 ans par rapport à la volatilité	<b>26</b>	Revenu fixe — Corrélations entre les actions et les obligations
<b>20</b>	Actions cotées — Rendements	<b>27</b>	Revenu fixe — Obligations de sociétés
<b>21</b>	Actions cotées — Contribution aux rendements	<b>28</b>	Actifs alternatifs — Rendements attendus
<b>22</b>	Actions cotées — Pondérations du marché	<b>29</b>	Devises — Évaluations erronées
<b>23</b>	Actions cotées — Valorisations actuelles	<b>30</b>	Devises — Couverture stratégique optimale
		<b>31</b>	Devises — Couverture dynamique des devises

# Hypothèses à propos des marchés financiers

# Perspectives sur les marchés financiers – Sommaire

**Des valorisations de départ élevées et des taux d'intérêt sans risque faibles laissent présager des rendements attendus plus bas pour de nombreuses catégories d'actif clés au cours de la prochaine décennie comparativement aux rendements moyens des 40 dernières années.** Toutefois, depuis 2020, l'augmentation des taux d'intérêt sans risque a donné un coup de pouce aux rendements prospectifs comparativement à l'édition précédente du Livre orange de Mackenzie. Notre cadre prévisionnel s'articule autour de trois facteurs clés : taux d'intérêt sans risque, prime de risque de la catégorie d'actif et un rendement actif surtout tributaire des valorisations de départ et des conditions macroéconomiques ([voir la page 18](#)). Les rendements attendus sont couverts en dollars canadiens afin de faire la distinction entre la devise et les rendements des actifs locaux.

**Nous traitons les taux des obligations gouvernementales à 10 ans à titre d'actif sans risque conformément à l'horizon de placement à long terme de nos investisseurs institutionnels.** De nombreux investisseurs s'attendent à ce que les taux à 10 ans augmentent de manière marquée compte tenu des pressions inflationnistes actuelles, d'un élargissement attendu de la reprise économique mondiale et du resserrement des conditions des liquidités par les principales banques centrales en 2022 et 2023. Toutefois, les investisseurs ont systématiquement surestimé la hausse des taux obligataires depuis les années 1990 ([voir la page 25](#)), alors même que des replis séculaires de l'inflation et des taux réels demeuraient virtuellement soutenus. Ces baisses reflètent des forces macroéconomiques séculaires, y compris la surabondance des épargnes mondiales, le vieillissement de la population et le recul de la productivité qui ont affaibli la demande et abaissé le rendement réel du capital. Dans ce contexte, nos prévisions pour les obligations gouvernementales à 10 ans sont fondées sur les taux actuels, les primes de risque supposées par les écarts de taux actuels et notre opinion active à l'égard des marchés des obligations gouvernementales. Ce cadre suppose un rendement nominal attendu moyen, pour une obligation gouvernementale à 10 ans à échéance constante, d'environ 2 % en dollars canadiens au cours de la prochaine décennie. Des obligations à taux plus élevé, comme les obligations du gouvernement de la Chine, perdent une grande partie de leur avantage de taux après la couverture de la devise. Toutefois, des expositions en partie non couvertes peuvent être attrayantes pour les investisseurs ayant une opinion active à l'égard du RMB.

**Pour les marchés boursiers publics, la remontée impressionnante a fortement resserré les primes de risque comparativement aux conditions difficiles du marché du début de 2020.** La vaccination a permis la réouverture de l'économie dans la plupart des économies avancées alors que des mesures de relance sans précédent ont stimulé les revenus et les dépenses du secteur privé. Avec de bas taux d'intérêt sans risque et un rebond de la croissance attendue, les valorisations boursières des principaux marchés ont bondi. Cependant, selon le ratio cours-bénéfices ajusté en fonction du cycle de Shiller, les valorisations boursières américaines n'ont pas atteint des niveaux aussi élevés depuis l'ère des point-coms ([voir la page 23](#)). En dépit de valorisations élevées comparativement au passé, nous

## Perspectives propres aux marchés boursiers régionaux :

- Nous nous attendons à ce que la plupart des marchés boursiers surévalués, comme les **actions américaines et japonaises**, procurent des rendements d'environ 6,5 % pendant la prochaine décennie en dollars canadiens.
- Par opposition, les **actions de MÉ et chinoises** offrent des perspectives de rendement plus élevées d'environ 8,8 %, reflétant des valorisations de départ attrayantes et un positionnement favorable pour tirer parti d'une reprise économique mondiale plus étendue. Toutefois, la volatilité prévue des marchés des MÉ et de la Chine est également plus élevée comparativement aux marchés des économies avancées.
- Le **marché boursier du R.-U.**, ayant une grande exposition aux ressources, présente également des valorisations de départ attrayantes et est en bonne position pour tirer parti de la hausse des prix des ressources comparativement au marché boursier américain fortement pondéré dans la technologie.
- Les **rendements des styles boursiers**, comme la croissance et la valeur aux É.-U., ont été volatils alors que le commerce de la reflation a dominé au début de 2021, stimulant les actions de valeur, mais s'effaçant au profit d'une nouvelle poussée des actions de croissance plus tard au cours de l'année. La volatilité des rendements relatifs liés au style devrait persister alors que les perspectives à court terme oscillent entre la reflation (c.-à-d., croissance robuste avec une inflation élevée) et un ralentissement de milieu de cycle (c.-à-d., croissance plus modérée alors que prennent fin les mesures de relance et atténuation de l'inflation). Pour cette raison, au sein d'une répartition stratégique de l'actif, nous suggérons de favoriser les expositions aux actions de base.

## Hypothèses à propos des marchés financiers

nous attendons à des rendements moyens robustes au cours de la prochaine décennie alors que les taux sans risque demeurent bas pendant plus longtemps et que la reprise économique mondiale s'élargit, même si la voie pourrait être plus cahoteuse en raison de la hausse des risques macroéconomiques. ([Section Perspectives macroéconomiques mondiales](#)).

**Dans l'espace du crédit, les rendements attendus au cours de la prochaine décennie s'échelonnent de 2,9 % pour les titres de créance de première qualité américains à 5,3 % pour les titres de créance en dollars de MÉ.** À l'heure actuelle, le crédit offre un faible écart par rapport aux obligations gouvernementales sans risque dont l'échéance est semblable. À cette phase précoce de la reprise économique, nous nous serions attendus à des écarts de crédit plus élevés, de manière semblable à la reprise ayant suivie la Crise financière mondiale de 2008. Les bilans des sociétés sont également plus endettés aujourd'hui alors que les emprunteurs ont tiré avantage de taux historiquement faibles, ayant conscience du soutien actif du marché des obligations de sociétés américaines par la Fed et le Trésor. Nous voyons le crédit sous un angle d'expositions sous-jacentes aux facteurs de risque, qui comprennent habituellement une composition diversifiée de durée d'obligations gouvernementales et du facteur de risque lié aux actions qui stimule le rendement attendu ajusté en fonction du risque. Toutefois, nous sommes d'avis qu'une composition plus optimale d'obligations gouvernementales et de titres du marché boursier peut générer un rendement attendu corrigé du risque supérieur pour les investisseurs ([voir la page 27](#)).

**Les actifs privés continuent de gagner en popularité auprès des répartiteurs d'actifs** ([voir la page 28](#)). Les catégories d'actifs privés offrent une prime d'illiquidité afin de compenser les investisseurs pour le fait d'immobiliser des fonds pendant une longue période. Pour les investisseurs disposant d'amples liquidités et ayant des horizons de placement à long terme, la prime d'illiquidité offre une source additionnelle de rendement excédentaire. Cependant, les afflux de capitaux dirigés vers l'espace des actifs privés ont probablement resserré la prime d'illiquidité par rapport aux décennies précédentes. D'autres avantages demeurent, y compris la sensibilité à l'inflation de la valeur collatérale de la détention d'actifs réels, comme des **biens immobiliers** ou des **infrastructures**. Les flux de trésorerie liés à ces actifs peuvent également être indexés sur l'inflation. Nous prévoyons des rendements liés à l'immobilier aux É.-U. et aux infrastructures mondiales (sans effet de levier) de respectivement 4,3 % et 6,5 %. Le **crédit privé** à effet de levier est en concurrence avec les actions cotées, avec un rendement attendu de 6,7 %, mais avec une corrélation plus faible, offrant des avantages liés à la diversification. Le **capital-investissement**, avec un rendement attendu attractif de 7,9 %, offre également une occasion d'accéder à un volet sous-représenté du marché des capitaux sur les marchés publics.

**Le dollar américain, surévalué, devrait s'affaiblir au cours de la prochaine décennie par rapport à un ensemble de principales devises de pays développés** ([voir la page 29](#)). Les flux des portefeuilles ont été attirés par la sécurité et la liquidité relatives des marchés financiers américains au début de 2020. Depuis, les flux des portefeuilles ont constamment adopté une tendance inverse vers des marchés non américains à la recherche de rendements attendus plus élevés alors que l'économie mondiale se redresse. Nous nous attendons à ce que le dollar canadien légèrement sous-évalué prenne de la vigueur, se rapprochant de sa juste valeur à long terme d'environ 0,835 \$ US, particulièrement si les prix des produits de base et de l'énergie continuent d'augmenter et que la Banque du Canada resserre les conditions des liquidités avant la Fed, comme nous nous y attendons.



**Les afflux de capitaux dirigés vers l'espace des actifs privés ont probablement resserré la prime d'illiquidité par rapport aux décennies précédentes. D'autres avantages demeurent, y compris la sensibilité à l'inflation de la valeur collatérale de la détention d'actifs réels, comme des biens immobiliers ou des infrastructures.**

# Méthodologie

### Catégories d'actifs publics

$$\begin{aligned} \text{Rend. de l'actif attendu à long terme} &= \text{Taux sans risque} + \text{Rend. excédentaire} \\ \text{Rend. excédentaire} &= \text{Prime de risque} + \text{Rend. actif} \end{aligned}$$

Les **taux sans risque** sont établis à partir de la courbe des taux actuelle et reflètent le taux d'intérêt directeur de la banque centrale, l'inflation prévue et la croissance.

Les **rendements excédentaires** compensent les investisseurs pour la prise de risque et peuvent varier alors que l'appétit pour le risque des investisseurs varie selon les conditions économiques et financières.

Les **primes de risque** représentent une source systématique de rendement excédentaire lié à la volatilité de la catégorie d'actif et à sa corrélation au portefeuille du marché mondial des capitaux.

Les **rendements actifs attendus** correspondent aux variations prévues du rendement de l'actif lié à sa prime de risque à long terme. Les rendements actifs attendus reflètent des perspectives exclusives à l'égard de la valorisation, des conditions macroéconomiques et de l'humeur des investisseurs.

### Catégories d'actifs privés

$$\begin{aligned} \text{Rend. de l'actif attendu à long terme} &= \text{Rend.} + \text{Taux de croissance} \\ &+ \text{Effet de levier} + \text{Prime d'illiquidité} - \text{Frais} \end{aligned}$$

Les **rendements** sont des mesures du rendement ex ante des flux de trésorerie pour un investisseur. En guise d'indicateur, nous utilisons une composition de ratios d'actifs privés et de rendements de marchés publics.

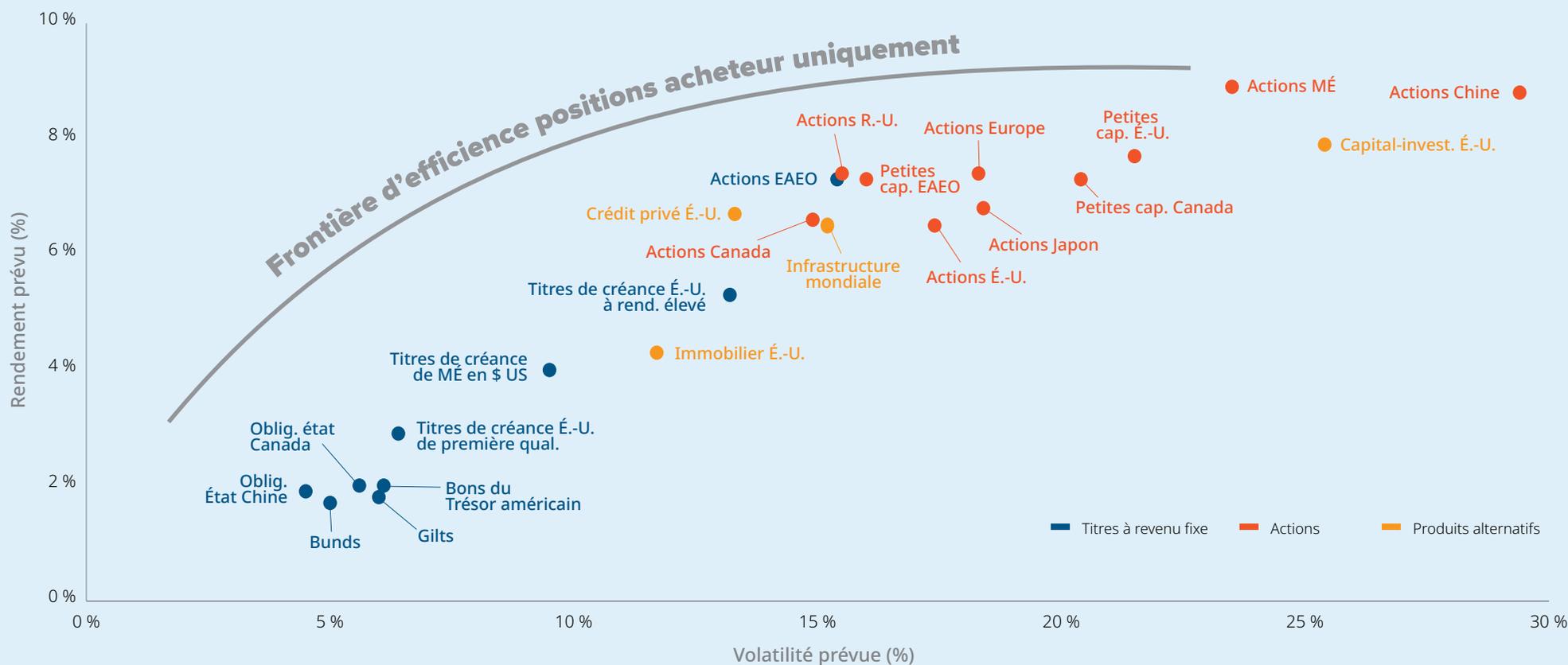
Les **taux de croissance** des bénéfices sous-jacents sont établis au moyen de la croissance économique à long terme et à l'inflation attendue, ajustées en fonction des caractéristiques de la catégorie d'actif.

L'**effet de levier** reflète l'utilisation d'instruments d'emprunt pour les rendements, compte tenu des coûts d'emprunt. Le capital-investissement et le crédit privé ont habituellement tous deux recours à l'effet de levier. Nous excluons l'effet de levier dans l'estimation des rendements des secteurs de l'immobilier et des infrastructures.

Les **primes d'illiquidité** compensent les investisseurs pour le fait d'immobiliser des capitaux dans un actif illiquide. Pendant des périodes de turbulence des marchés, la liquidation d'actifs privés a tendance à être plus difficile. Les indications de l'existence de primes d'illiquidité varient selon les catégories d'actif.

Les **frais** peuvent composer une part importante des rendements des actifs privés. Dans nos calculs, nous tenons compte tant des frais forfaitaires historiques que des frais prospectifs en fonction du rendement.

# Rendements anticipés sur 10 ans par rapport à la volatilité



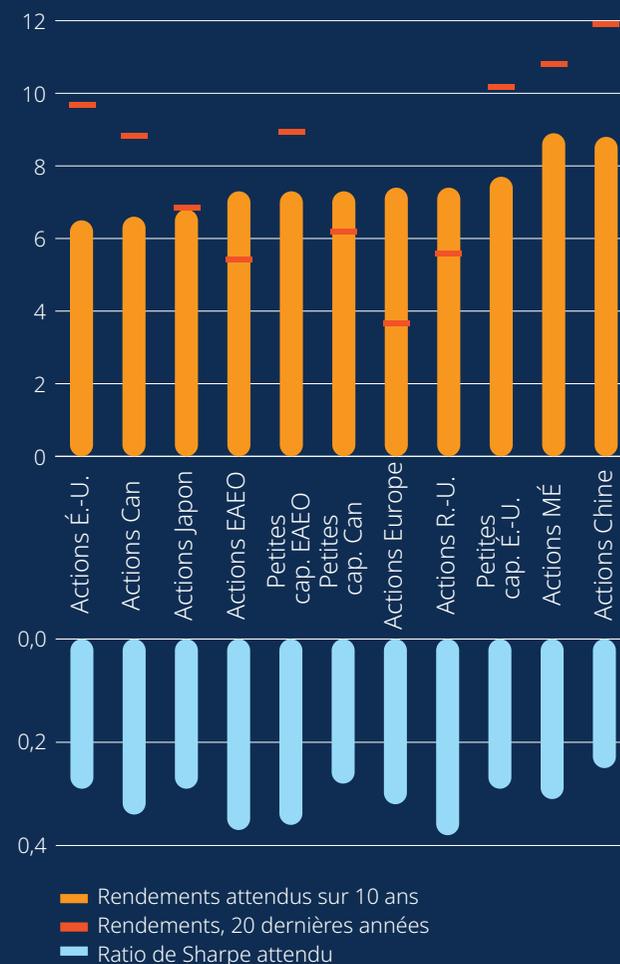
Les rendements géométriques attendus sont indiqués sur une base nominale, avant déduction des frais pour toutes les catégories d'actif, à l'exception des catégories d'actifs privés. Ces derniers sont mis en contraste par rapport à la volatilité mensuelle annualisée prévue de chaque actif.

# Actions cotées — Rendements

- Les **actions à grande capitalisation américaines** semblent surévaluées par rapport à d'autres principaux marchés boursiers par suite d'une décennie de rendements supérieurs stimulés par l'expansion des marges bénéficiaires et la diminution des taux d'intérêt ayant réduit la valeur des bénéfices futurs attendus de l'important secteur de la technologie et d'autres secteurs de « croissance ».
- Les **actions de la région EAEO** ont été à la traîne des actions mondiales au cours des 20 dernières années, en partie tirées de l'arrière par le rendement anémique des actions européennes pendant la crise de la dette européenne. La stagnation séculaire de la période postérieure à la Grande crise financière a également donné lieu à un rendement inférieur compte tenu de la surexposition de l'indice EAEO aux banques et aux sociétés énergétiques. Au sein de l'espace de l'EAEO, les actions du R.-U. affichent des valorisations particulièrement intéressantes, mais sont sensibles à la demande mondiale pour des produits de base.
- La valorisation des **actions de MÉ** est intéressante après une décennie de rendements inférieurs découlant de l'effondrement des prix de l'énergie, du ralentissement de la croissance de la Chine au milieu des années 2010 et de la vigueur du dollar américain. Les indices des MÉ ont également profité d'une diversification géographique naturelle, générant des rendements attendus élevés comparativement à d'autres catégories d'actif à grande volatilité. Le MSCI MÉ, un indice libellé en \$ US, devrait également tirer parti de la surévaluation actuelle du billet vert.
- Les **actions chinoises** peuvent contribuer à la diversification d'un portefeuille étant donné des corrélations relativement faibles avec les actions de marchés développés. Mais les actifs risqués chinois affichent également des ratios de Sharpe structurellement moins élevés, en partie en raison de facteurs de risque idiosyncrasique qui pourraient ne pas être bien compensés. Par conséquent, nous sommes d'avis qu'une gestion active est particulièrement importante à l'égard des actions chinoises.

Remarques : Les rendements géométriques annuels sur 10 ans attendus sont indiqués sur une base nominale, avant déduction des frais pour toutes les catégories d'actif. Rendements totaux géométriques passés calculés avec des données de Bloomberg.

## Rendements attendus c. historiques



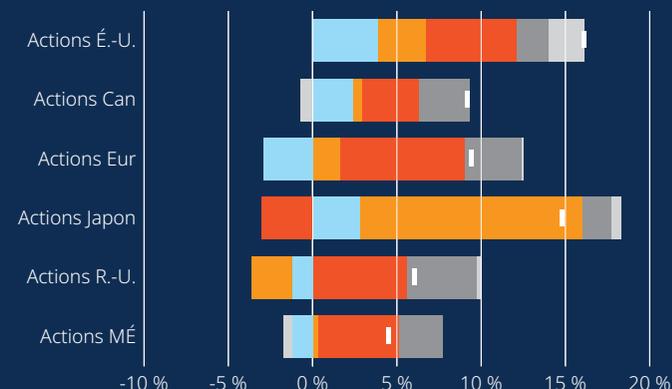
# Actions cotées — Contribution aux rendements

- **Pour la plupart des marchés**, l'expansion des multiples du ratio cours-bénéfices (CB) a été le principal contributeur aux rendements au cours des 10 dernières années (graphique du haut), à l'exception de celui des actions japonaises. La croissance économique mondiale a ralenti, et les taux d'intérêt à long terme ont chuté de façon marquée, ajoutant une prime aux bénéfiques futurs. Mais le contexte est différent pour une période de 20 ans (graphique du bas). En commençant par une période de valorisations élevées au début des années 2000, la compression des multiples du ratio CB a en général nui au rendement total dans la plupart des marchés, y compris celui des É.-U. Pendant de plus longues périodes historiques, l'expansion des multiples du ratio CB a tendance à avoir moins d'importance pour les rendements boursiers à long terme que les facteurs fondamentaux.
- Les **actions américaines** sont souvent vues comme générant des distributions en dividendes relativement peu élevés pour les investisseurs. Cela s'avère lorsque nous regardons strictement les dividendes : les rendements des dividendes américains se sont établis en moyenne à 2,0 % au cours des 20 dernières années, comparativement à 3,5 % en Europe et à 2,7 % au Canada. Mais les rendements bonifiés par les rachats de ces actions sont plus élevés, à en moyenne 3,7 % au cours de la même période.
- Les **actions de marchés émergents** promettent habituellement une croissance robuste des produits, en harmonie avec leurs trajectoires de croissance à long terme plus élevées. Mais, au cours des 10 dernières années, le profil de rendement des actions de MÉ s'est écarté de cette voie des 20 années précédentes : le ralentissement de la croissance mondiale a laissé supposer que la composante du chiffre d'affaires par action a nui aux rendements des actions de ME. En outre, étant donné que le MSCI MÉ est un indice libellé en \$ US, la vigueur du dollar pendant la deuxième moitié de 2020 a exercé des pressions à la baisse sur les produits libellés en dollars.
- Les **marges bénéficiaires** se situent à des sommets en 25 ans pour les actions américaines et japonaises. Ce phénomène n'est pas une singularité réservée aux actions à grande capitalisation : après une longue tendance à la hausse, les ratios des bénéfices des sociétés sont près de sommets historiques au sein des économies américaine et japonaise, et encore plus lorsqu'on exclut les sociétés financières.

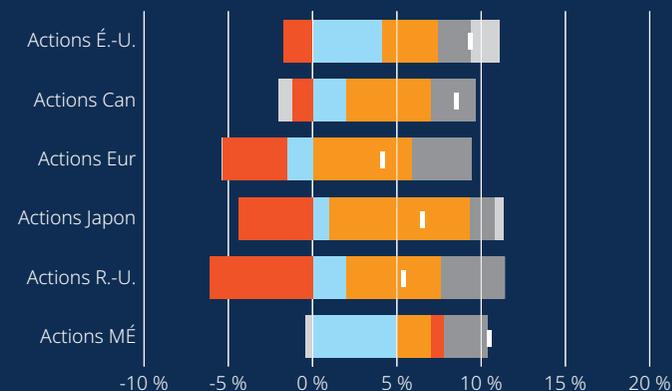
Remarques : Données fournies par Bloomberg, décomposition par l'Équipe des stratégies multi-actifs. Les données du T3 de 2021 sont les dernières observées.

## Contributions aux rendements réalisés (rendements géométriques annualisés)

### 2011 - 2021



### 2001 - 2021



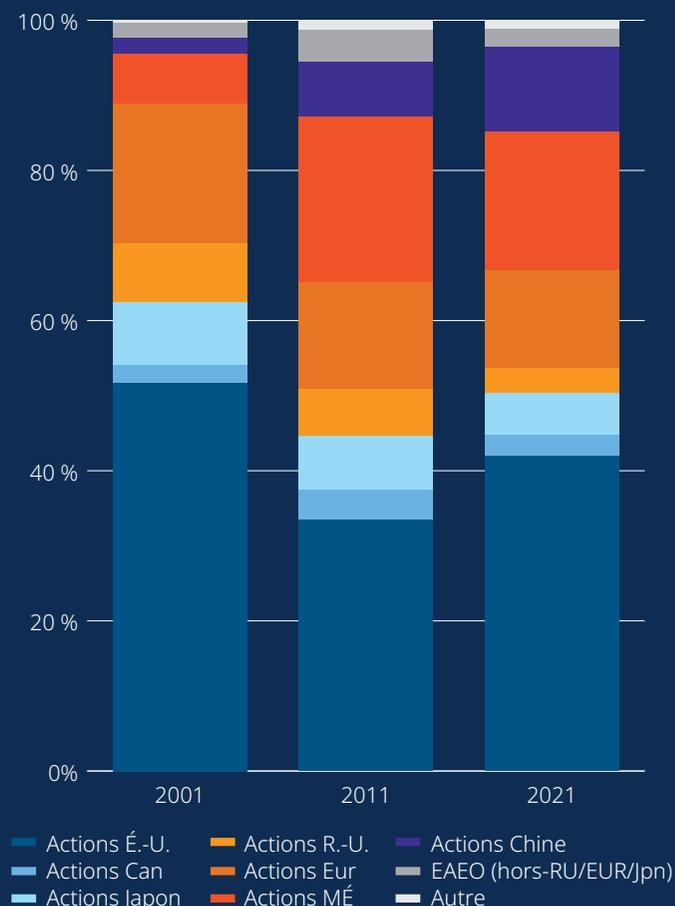
■ Ventes par action   
 ■ Ratio cours-bénéfices   
 ■ Rend. de rachat net  
■ Marge bénéficiaire   
 ■ Rendement du div.   
 ■ Rend. total

# Actions cotées — Pondérations du marché

- Dans le portefeuille boursier mondial pondéré en fonction de la capitalisation boursière, les **pondérations des pays et régionales** ont changé de manière importante au fil du temps, reflétant des gains relatifs des valeurs boursières, des tendances vers de nouvelles inscriptions et l'émission nette d'actions.
- Les **actions cotées aux É.-U.** composent 42 % du marché boursier mondial des titres cotés, après 10 années de rendements robustes selon les données de la World Federation of Exchanges. Cette part est en hausse depuis 33 % il y a dix ans, mais bien en deçà de la tranche de 51 % atteinte à l'arrivée du nouveau millénaire.
- Les **actions du R.-U.** se sont le plus repliées parmi tous les principaux marchés boursiers au cours des 10 dernières années par rapport à leur pondération initiale. Le « Brexit » a selon toute vraisemblance ralenti les émissions nettes d'actions, et des rendements relativement bas ont pesé sur les capitalisations boursières, en partie en raison du recul mondial des prix des produits de base. Alors que nous nous attendons à des rendements relativement élevés des actions du R.-U. pendant la prochaine décennie, leur petite pondération pourrait limiter la taille des orientations actives dans de nombreux portefeuilles.
- La part du marché boursier mondial des **actions chinoises** a augmenté de manière constante au cours des 20 dernières années, passant de 2 % en 2001 à 11 % aujourd'hui. Les investisseurs à l'extérieur de la Chine détiennent habituellement une part moins importante de leurs portefeuilles boursiers en actions chinoises par rapport aux pondérations suggérées par la capitalisation boursière en raison de restrictions historiques et des limites continues en matière de détention étrangère. En fait, la pondération des actions chinoises dans l'indice de référence des actions mondiales MSCI Monde Tous pays n'est que de 4 %. Alors que les marchés boursiers chinois poursuivent leur ouverture au fil du temps, cette pondération devrait augmenter.

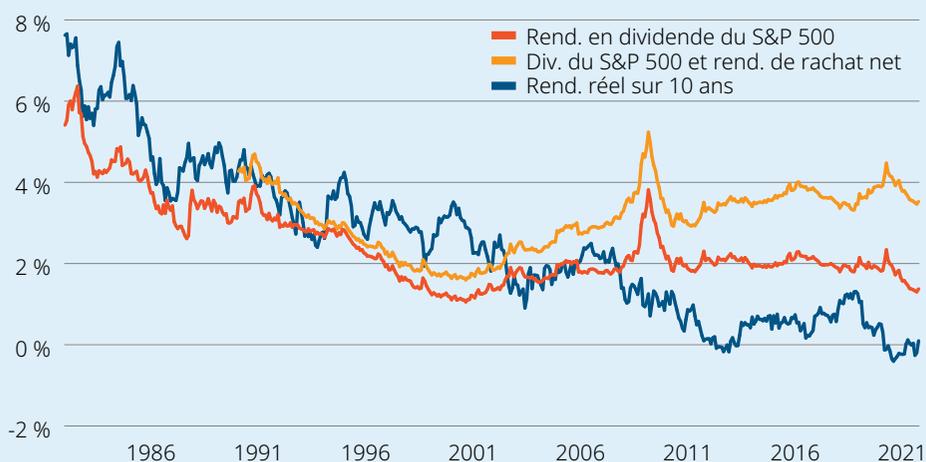
Remarques : World Federation of Exchanges, Bloomberg, MSCI. La catégorie des actions de MÉ exclut les actions cotées sur les Bourses chinoises continentales, lesquelles figurent dans « Actions chinoises ».

## Composition des marchés boursiers mondiaux en mutation (part du pays/de la région du marché boursier public mondial)



# Actions cotées – Valorisations actuelles

**Les actions sont onéreuses d'un point de vue historique, mais les rachats d'actions et les taux sans risque peu élevés après inflation dressent un portrait plus nuancé.**



- Entre 1982 et 2008, les rendements réels sans risque plus bas correspondaient à des valorisations plus élevées pour les actions américaines selon le rendement des dividendes.
- Après 2008, les rendements réels ont continué de se replier, alors que les rendements des dividendes découlant des rachats sont demeurés stables, suggérant que les valorisations boursières sont plus intéressantes que ce que laissent entendre certaines mesures.

**Les actions de MÉ sont particulièrement bon marché.** (rendement des bénéfices ajusté en fonction du cycle de Shiller)



- Le rendement des bénéfices ajusté en fonction du cycle de Shiller est loin d'être un indicateur parfait de la valorisation. Cependant, des marchés affichant des rendements à long terme relativement faibles ont prévu de manière fiable des rendements moyens à long terme moins élevés.
- Les actions américaines sont onéreuses par rapport à d'autres marchés boursiers, ce qui explique en partie leurs rendements prévus plus bas. À l'autre extrémité du spectre, les actions de marchés émergents sont relativement bon marché.

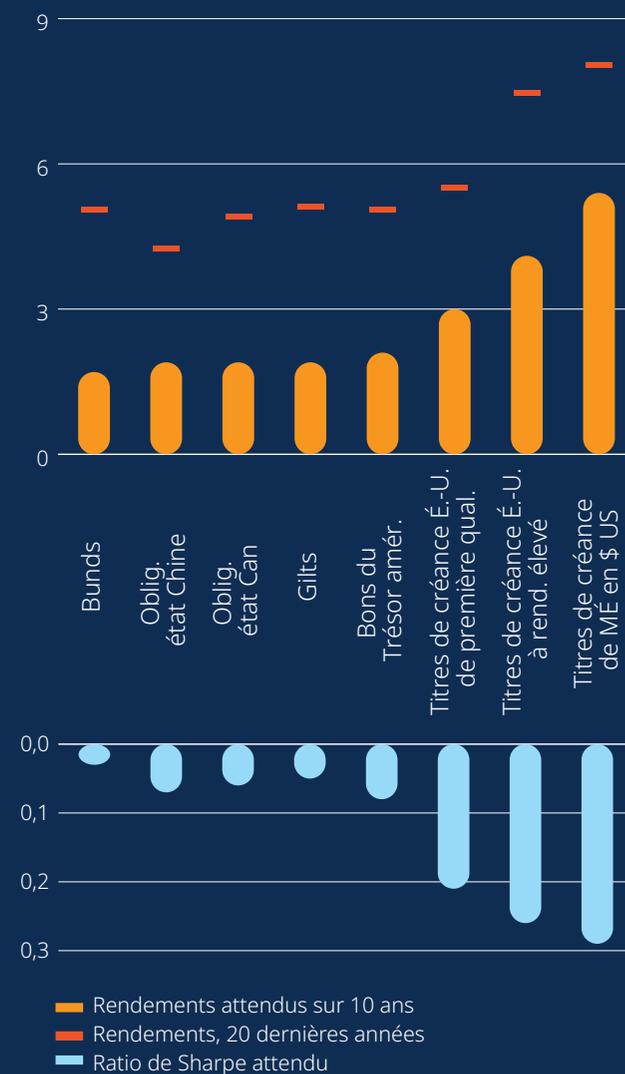
Remarques : Données fournies par Bloomberg et la Fed de Cleveland. Le rendement de rachat net est calculé sur une période mobile de 10 ans, selon la méthodologie du CAPE de Shiller. Le CAEY divise la moyenne sur 10 ans des bénéfices réels par le prix actuel de l'indice.

# Titres à revenu fixe — Rendements

- Les **rendements réalisés** au cours des 20 dernières années ont été exceptionnels pour les titres à revenu fixe alors que le recul constant de l'inflation et des taux d'intérêt a stimulé les obligations nominales. Aussi, mis à part la Grande crise financière de 2008, les taux de défaillance des obligations de sociétés ont en général été faibles comparativement au passé. Après les crises des marchés émergents dans les années 1990, les titres de créance de marchés émergents ont accusé des pertes moins importantes dans les années 2000 et 2010, conformément à l'amélioration des facteurs macroéconomiques fondamentaux des ME.
- À l'avenir, les **rendements attendus** sont moins élevés comparativement aux deux dernières décennies. Des pressions à la baisse continuent d'être exercées sur les taux des obligations gouvernementales à long terme, y compris le vieillissement de la population mondiale, la croissance anémique de la productivité et les inégalités. Comme prévu, à moyen terme, l'atténuation des pressions inflationnistes devrait également peser sur les taux d'intérêt à long terme. Au cours des dix prochaines années, nous nous attendons à des rendements des obligations souveraines en grande partie conformes aux rendements actuels, avec un léger rendement excédentaire reflétant la prime dégressive attendue de la détention d'une répartition dans des obligations à échéance constante.
- Les **obligations du gouvernement chinois** offrent des rendements attrayants en devise locale par rapport à des obligations comparables d'économies avancées. Toutefois, les coûts de couverture du change limitent l'avantage de la détention. Par conséquent, les rendements attendus après la couverture du change semblent généralement conformes aux rendements des titres de plusieurs économies avancées.
- Les **écarts de taux des obligations de sociétés** sont près de creux historiques aux É.-U., au Canada et en Europe. Les rendements prévus d'obligations de sociétés de première qualité et à rendement élevé excèdent ceux d'obligations souveraines, reflétant leur exposition au facteur de risque lié aux actions en raison du risque de défaillance et de notation du crédit. Toutefois, leur profil risque-rendement est habituellement non intéressant, puisqu'elles accusent des ratios de Sharpe moins élevés que les groupes d'obligations souveraines et d'actions ajustés en fonction du risque.

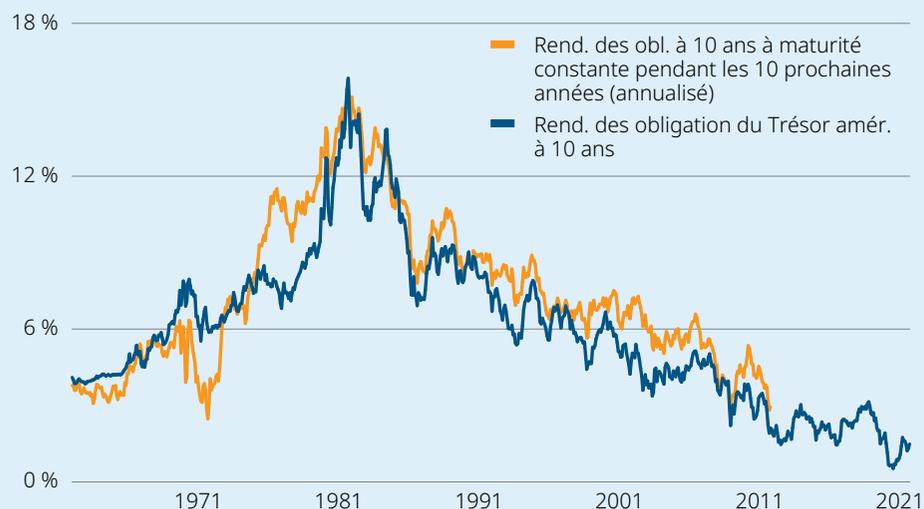
Remarques : Les rendements géométriques annuels sur 10 ans attendus sont indiqués sur une base nominale, avant déduction des frais pour toutes les catégories d'actif. Rendements totaux géométriques passés calculés avec des données fournies par Bloomberg.

## Rendements attendus c. historiques

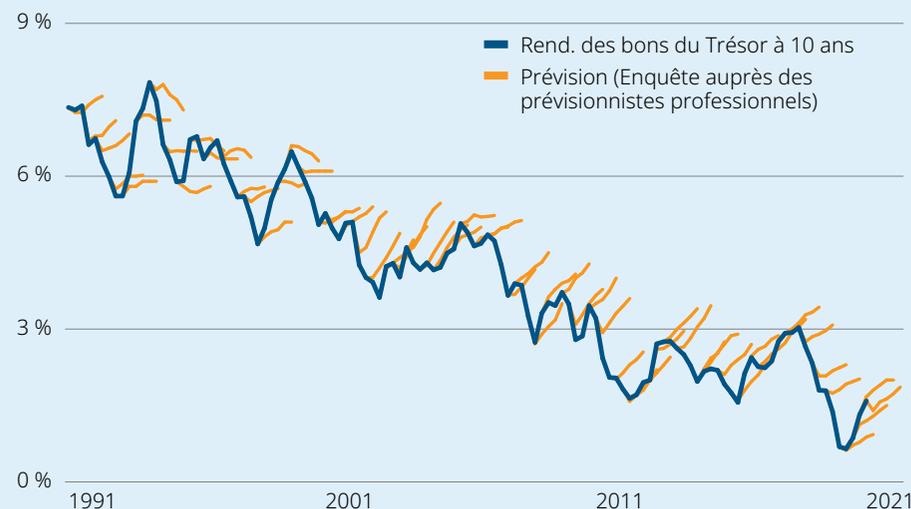


# Revenu fixe – Taux des titres souverains

Sur un horizon de 10 ans, les taux constituent de très bons indicateurs des rendements attendus à long terme.



Orientation à la hausse persistante des prévisions des taux, particulièrement depuis 2000.



- Au cours des 40 dernières années, les rendements réalisés ont été plus élevés que les taux de début de période pour des obligations à échéance constante en raison de leurs rendements mobiles positifs découlant de la baisse des taux d'intérêt. Mais même avec cette tendance séculaire saisissante, les taux de début de période ont été de bons indicateurs des rendements sur 10 ans.
- Les participants à l'enquête des prévisionnistes professionnels de la Fed ont systématiquement surestimé les taux des bons du Trésor à 10 ans au cours dernières décennies.

- S'attacher à des taux historiques ou surestimer le taux d'intérêt neutre peut se traduire par des erreurs de répartition de l'actif. Au cours des 20 dernières années, la sous-pondération de la durée des obligations gouvernementales n'a pas seulement entraîné des rendements plus faibles, et a également privé les investisseurs du pouvoir de diversification d'obligations souveraines à échéance à long terme dans des portefeuilles multi-actifs.

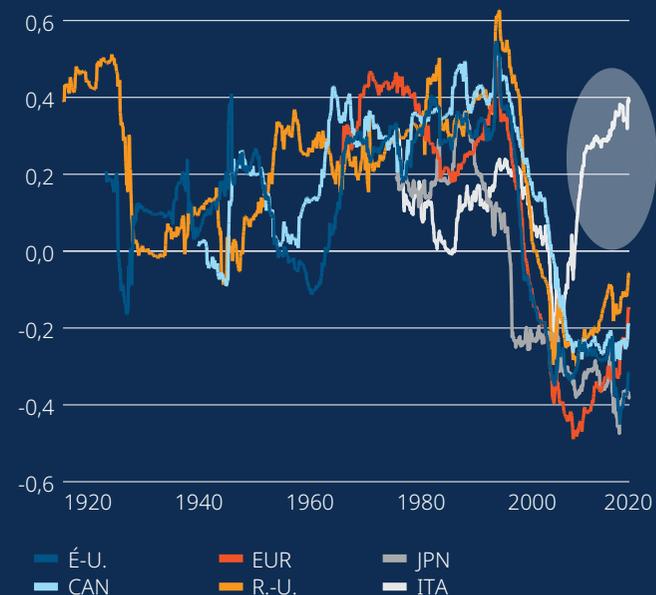
Remarques : Gauche : Données fournies par Bloomberg. Droite : Prévision du rendement sur 10 ans tirée de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels.

# Revenu fixe — Corrélations entre les actions et les obligations

- **Au cours des 20 dernières années, les obligations souveraines « sans risque » ont affiché des corrélations étonnamment faibles avec leurs marchés boursiers locaux.** Les caisses de retraite qui utilisent des stratégies « sensibles aux passifs » ont été récompensées pour avoir ajouté une plus grande sensibilité aux taux d'intérêt dans la composition de l'actif, en dépit de préoccupations relatives aux faibles rendements. La surpondération de la duration en ayant décollé a contribué au total des rendements ajustés en fonction du risque des portefeuilles.
- **À l'avenir, nous prévoyons que les corrélations entre les actions et les obligations soient moins négatives que pendant la période désinflationniste des années 2010.** Alors que s'atténuent les pressions inflationnistes, que les chaînes d'approvisionnement mondiales s'ajustent et que l'économie mondiale revient vers un contexte de demande limitée, nous nous attendons à des chocs macroéconomiques défavorables généralement désinflationnistes.
- **Les obligations du gouvernement de l'Italie, le 6<sup>e</sup> marché des obligations souveraines en importance au monde, ont fait figure d'exceptions alors que les corrélations entre les actions et les obligations ont augmenté pendant les années 2010** (voir le cercle dans le graphique). Après la crise de la dette de la zone euro, les corrélations mensuelles entre actions et obligations ont grimpé à plus de 0,3, soit un niveau plus élevé que pendant les années 1990. Ce cas démontre la manière dont une prime de risque de défaillance ajoutée aux taux d'équilibre « sans risque » peut changer les propriétés de diversification des obligations par rapport aux actions.
- **Des primes de risque de défaillance des titres souverains plus élevées dans d'autres économies avancées demeurent un risque limité à ce moment-ci.** La dette publique s'est fortement détériorée dans plusieurs pays avancés pendant la pandémie, mais nous ne prévoyons pas que les marchés obligataires commenceront à intégrer une prime de risque de défaillance importante. Le fardeau de la dette publique semble viable à long terme, avec des taux d'intérêt plus bas pendant plus longtemps et une solide croissance à long terme. Plusieurs économies avancées peuvent également éviter une défaillance pure et simple des titres souverains puisque les titres de créance sont surtout émis en devise locale. Alors que, techniquement, l'Allemagne n'a pas encore cette capacité, ses finances publiques sont dans une position relativement plus saine, le total de la dette gouvernementale s'établissant à 70 % du PIB.

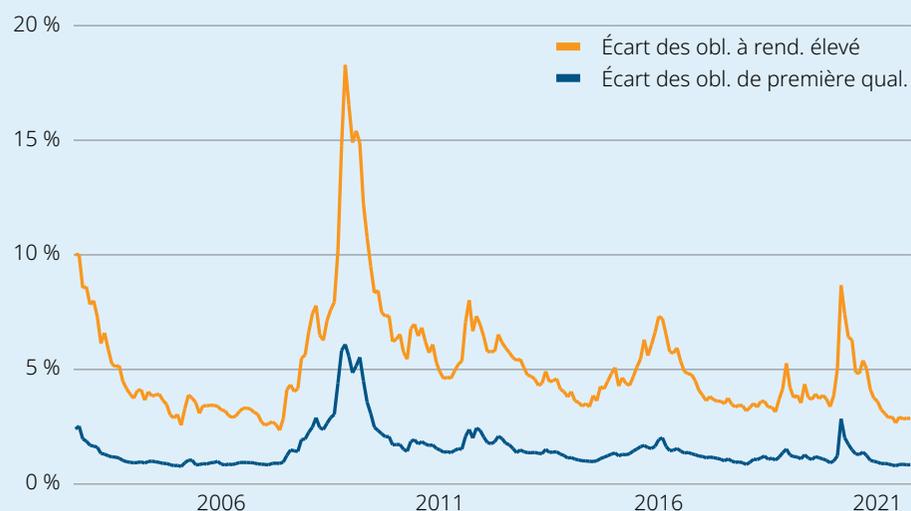
Remarques : Données fournies par Bloomberg et Global Financial Data. Les calculs sont fondés sur des obligations à 10 ans à échéance constante. L'« Europe » montre la corrélation des rendements des bunds allemands avec l'indice Eurostoxx. Taille des marchés des obligations souveraines selon la Banque des règlements internationaux.

## Corrélations mobiles sur 10 ans des rendements d'obligations souveraines locales et du marché boursier.

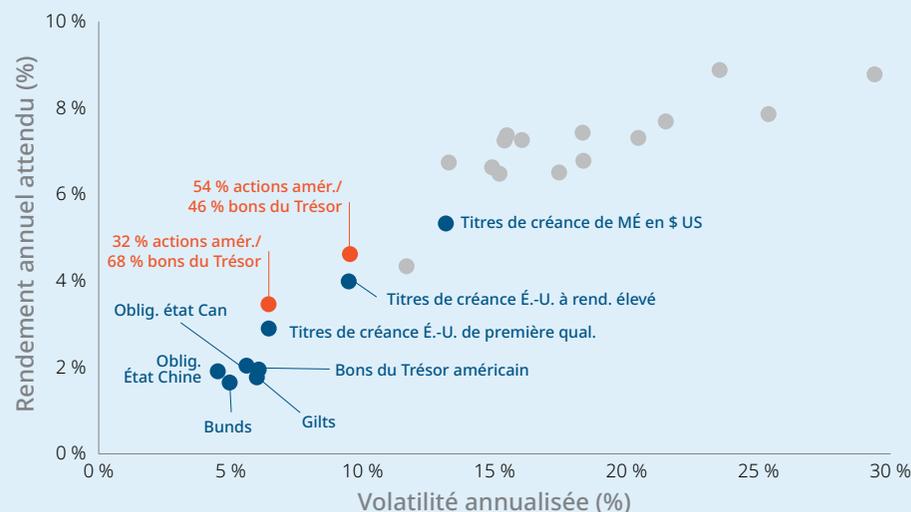


# Revenu fixe – Obligations de sociétés

**Les écarts de taux des obligations de sociétés se situent à des creux historiques malgré des bilans de sociétés plus endettés.**



**Les obligations de sociétés sont moins attrayantes qu'une combinaison d'actions et de titres souverains affichant une volatilité équivalente.**



- Tant les écarts des titres de première qualité qu'à rendement élevé se situent dans le 5<sup>e</sup> centile de leur distribution depuis 2003. Étant donné que les créances de sociétés non financières ont augmenté de 11 % l'an passé, le deuxième niveau en importance depuis 1960, et le resserrement des conditions financières possiblement imminent aux É.-U., les taux de défaillance actuellement peu élevés pourraient ne pas se maintenir.

- Alors que les obligations de sociétés affichent un ratio de Sharpe attendu plus élevé que celui des obligations souveraines pour les 10 prochaines années, le profil risque-rendement reflète en grande partie leur rôle à titre d'expositions de diversification par rapport aux actions et aux facteurs de risque de durée des titres gouvernementaux. Nous prévoyons qu'un portefeuille d'actions et d'obligations souveraines américaines ajusté en fonction de la volatilité générera un rendement supérieur à long terme.

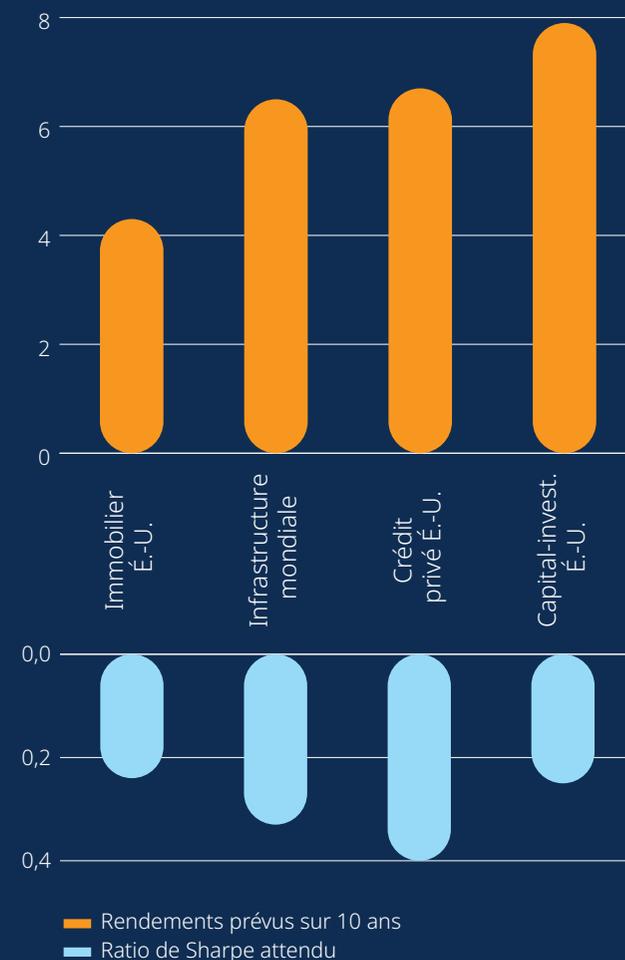
Graphique de gauche : La ligne bleu indique l'écart ajusté en fonction du risque de l'indice Bloomberg-Barclays Investment Grade Corporate Index, la ligne rouge indique l'écart ajusté en fonction du risque de l'indice Bloomberg-Barclays High-Yield Corporate Index, par Bloomberg. Graphique de droite : Rendements géométriques annuels attendus sur 10 ans indiqués sur une base nominale, avant déduction des frais pour toutes les catégories d'actif, à l'exception des catégories d'actifs privées.

# Actifs alternatifs — Rendements attendus

- L'**immobilier** présente des rendements attendus robustes à long terme par rapport à la volatilité atténuée des indices fondés sur des évaluations. Selon un indicateur du marché public, notre estimation de la volatilité à la valeur de marché sous-jacente de l'immobilier de base américain est deux fois plus élevée que les indices fondés sur des évaluations. Au cours des 10 prochaines années, nous prévoyons que l'immobilier de base américain sans effet de levier générera des rendements reflétant ceux des obligations à rendement élevé, avec en commun une importante exposition au facteur de risque lié aux actions. L'immobilier peut également présenter une sensibilité limitée à l'inflation, faisant en sorte que cette catégorie d'actif sera utile pour les investisseurs qui cherchent à ajouter une exposition à un facteur d'inflation.
- Les **actifs d'infrastructures** comportent un bêta des actions élevé, ce qui constitue un facteur de risque important stimulant les rendements attendus à long terme. Les infrastructures offrent également des rendements des flux de trésorerie plus élevés que ceux des actions avec des ratios dividendes-bénéfices de près de 100 % dans de nombreux cas. Leur rendement risque-rendement attrayant reflète la nature mondiale de notre indice de référence des infrastructures et la diversification implicite qu'apportent des expositions à plusieurs pays.
- Les fonds de **crédit privé** consentent des prêts à des sociétés du marché intermédiaire dont les notations du crédit sont semblables à celles de sociétés ouvertes figurant dans des indices d'obligations de sociétés à rendement élevé. Les prêts portent habituellement intérêt à des taux variables, se traduisant par une corrélation plus faible avec les obligations gouvernementales. Nous supposons un ratio de levier de 2x puisqu'il est fréquent dans nombre de structures de fonds.
- Le profil risque-rendement du **capital-investissement** est semblable à celui d'une exposition à des actions à petites capitalisations avec effet de levier, expliquant les rendements historiques et attendus élevés. Les faibles taux actuels laissent entendre que les rendements des fonds de capital-investissement généreront des revenus inférieurs à la récente moyenne historique, mais que les valorisations auront toujours tendance à être plus basses par rapport à des actions américaines à grande capitalisation.

Remarques : Les rendements géométriques annuels sur 10 ans attendus sont indiqués sur une base nominale, après déduction des frais, pour les actifs privés. Les quatre catégories d'actifs privés sont l'immobilier de base aux É.-U. (sans effet de levier), les actions d'infrastructure mondiale (sans effet de levier), le capital-investissement (90 % créances/actions), et les fonds de crédit privé (taux variable, effet de levier de 2x). Les hypothèses à l'égard de la volatilité (et les ratios de Sharpe dérivés) pour les actifs privés sont dénivelées comme l'on devrait si attendre si les placements peuvent être régulièrement évalués à la valeur de marché. La volatilité observée a tendance à être beaucoup plus basse.

## Rendements attendus pour des actifs privés choisis

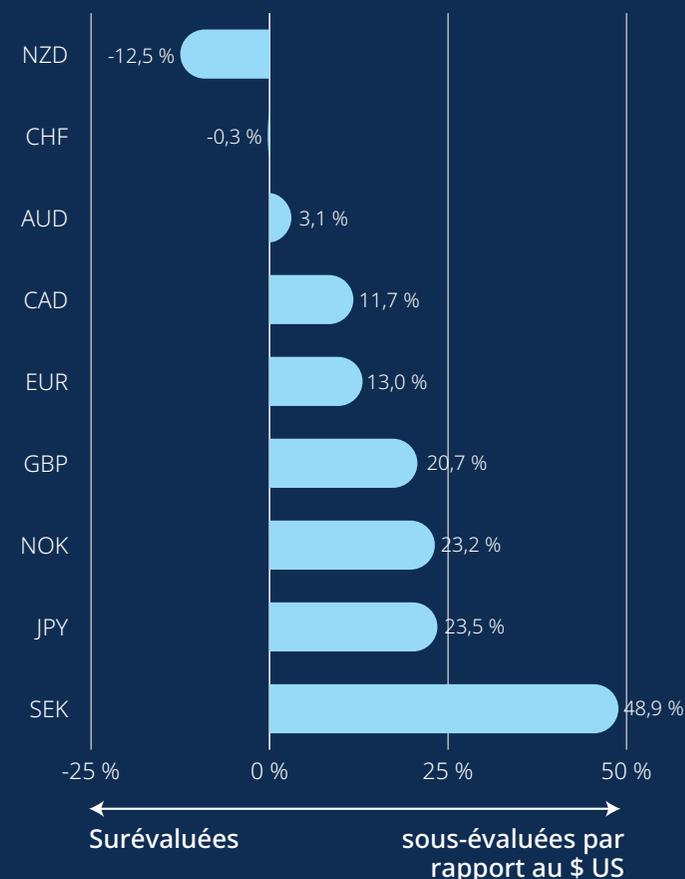


# Devises — Évaluations erronées

- **Des valorisations erronées par rapport aux estimations fondamentales de la juste valeur à long terme** stimulent les rendements attendus des devises. Sur un horizon cyclique plus court, les conditions macroéconomiques et les changements d'humeur des investisseurs sont également des facteurs importants qui influencent la variation des devises. Mais sur une période de 10 ans, les valorisations erronées par rapport à la juste valeur supplantent ces facteurs. À très long terme, nous ne nous attendons pas à ce que les devises d'économies avancées dégagent des rendements excédentaires. Toutefois, elles peuvent être un outil puissant pour les gestionnaires actifs et les répartiteurs d'actif afin de réduire le risque total du fonds.
- **Dans l'univers du G10, le dollar américain est surévalué par rapport à la plupart des devises.** Seuls le dollar néo-zélandais et le franc suisse sont plus onéreux par rapport aux facteurs fondamentaux économiques. Alors que des flux de capitaux ont été attirés sur les marchés financiers américains pendant mars et avril 2020 dans un contexte de fuite vers la sécurité et la liquidité des actions américaines, les flux ont constamment renversé leurs cours vers des marchés non américains à la recherche de rendements attendus plus élevés au fil de la reprise de l'économie mondiale. À notre avis, la Réserve fédérale est habituellement plus conciliante que la banque centrale typique du G10, ce qui devrait empêcher les occasions de détention du \$ US de pousser le dollar à la hausse au cours des quelques prochaines années.
- **Nous prévoyons que le dollar canadien gagnera en vigueur par rapport au dollar américain.** L'élargissement des différentiels de taux et la hausse des prix des produits de base donnent la marge de manœuvre nécessaire pour que le dollar converge vers sa juste valeur par rapport au dollar américain. En général, les devises liées aux produits de base sont inférieures à leur valeur par rapport aux périodes passées semblables de prix plus élevés des produits de base, comme en 2007 et en 2011.
- **Parmi toutes les devises du G10, la couronne suédoise est de loin la meilleur marché par rapport à sa juste valeur à long terme.** À plus court terme, le SEK tire parti d'un élan macroéconomique solide : la reprise de l'économie suédoise est rapide, stimulant un indice élevé des directeurs d'achats et les récentes données robustes sur le PIB. Cela devrait constituer un vent favorable pour le SEK le poussant vers sa juste valeur.

Ces indicateurs de surévaluation et de sous-évaluation tiennent compte de quatre de nos analyses sur l'évaluation des monnaies à moyen et à long termes. Nos analyses sont fondées sur la parité des pouvoirs d'achat, sur les taux de change effectifs réels, sur un modèle d'évaluation des monnaies comportemental et corrigé des termes de l'échange et sur un autre modèle comportemental qui corrige les effets de la balance des paiements en fonction de facteurs structurels.

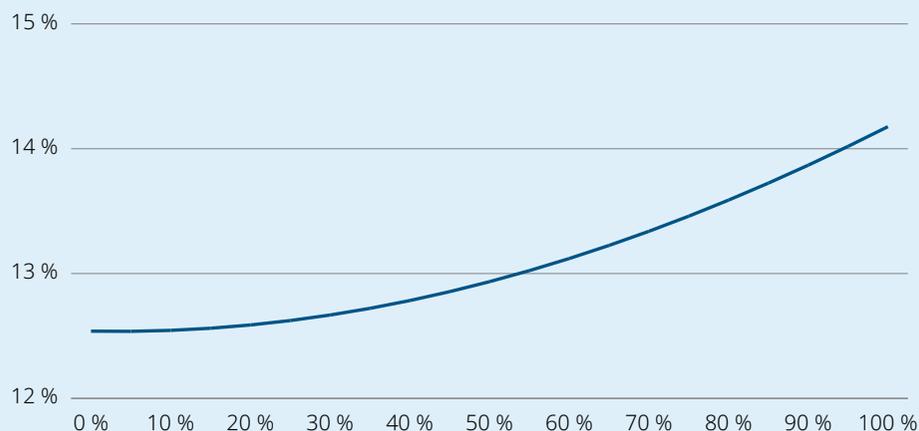
## Évaluation des devises (par rapport au \$ US)



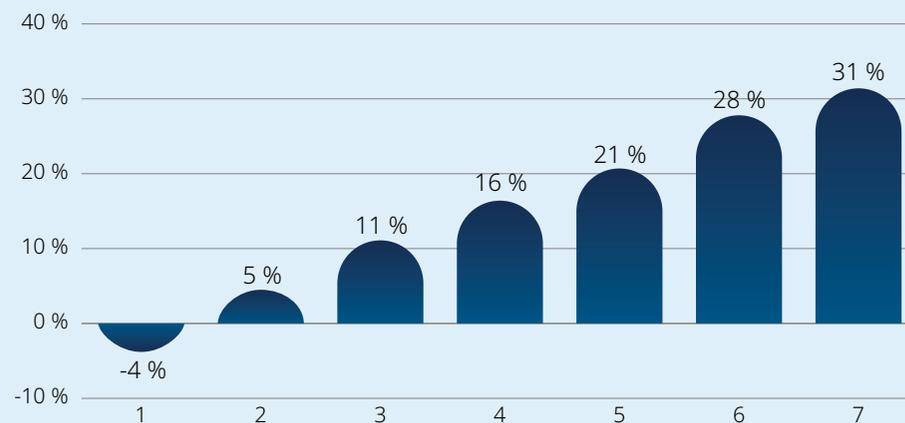
# Devises – Couverture stratégique optimale

La couverture optimale des monnaies dépend parfois de l'horizon de placement

**Volatilité de l'indice MSCI Monde selon différents ratios de couverture des devises pour les investisseurs canadiens** (selon des données mensuelles)



**% du risque du portefeuille découlant des devises pour divers horizons d'évaluation** (investisseur canadien détenant des actions internationales non couvertes)



Les décisions de couverture des devises peuvent influencer sur la volatilité d'un portefeuille d'actions mondiales diversifié détenu par un investisseur résident canadien. Par le passé, un faible taux de couverture du dollar américain (inférieur à 30 %) permettait généralement de réduire au minimum le risque total lié à un portefeuille d'actions étrangères.

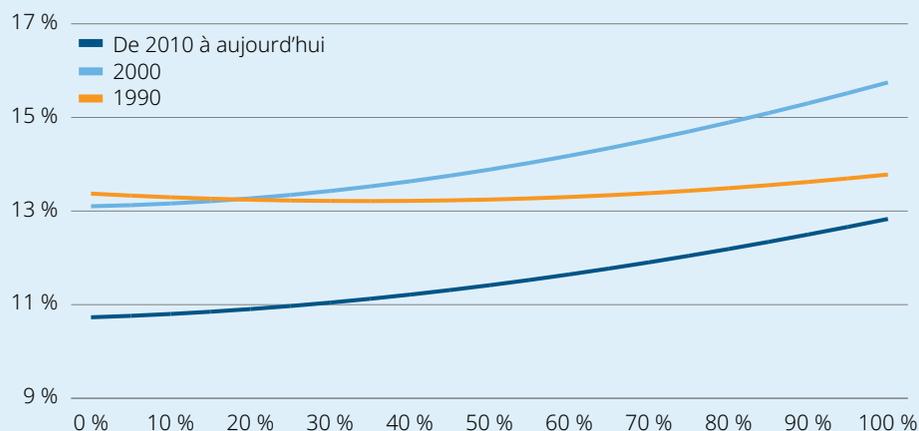
Cependant, le ratio de couverture des devises optimal peut dépendre de l'horizon. Sur un horizon de mesure de deux à sept ans, un portefeuille sans couverture présentait un risque plus élevé qu'un portefeuille avec couverture. Pour les investisseurs dont l'horizon de placement est très court, un portefeuille sans couverture est tout indiqué, tandis qu'une couverture partielle permettrait de réduire les risques pour les investisseurs dont l'horizon est plus long.

Remarques : Calculs de l'Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie.

# Devises – Couverture dynamique des devises

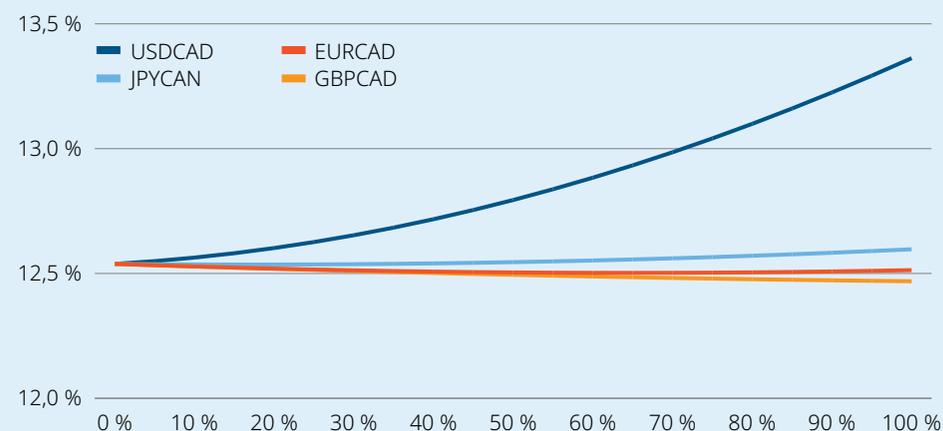
Des décisions de couverture optimale des devises pourraient devoir être modifiées au fil du temps et sont tributaires de facteurs propres aux devises.

## Volatilité de l'indice MSCI Monde pour les investisseurs canadiens selon différents ratios de couverture des devises, par décennie



Les décisions de couverture optimale des devises dépendent de la corrélation entre les régimes et changent au fil du temps. Les corrélations entre devises ont différé selon les décennies alors que les conditions macroéconomiques au sein de certains pays ont évolué au fil du temps.

## Volatilité de l'indice MSCI Monde pour les investisseurs canadiens selon différents ratios de couverture des devises, par décennie (monnaies du G5), 1990 à 2020



De plus, le ratio de couverture optimale des devises dépend de la devise particulière faisant l'objet de la couverture, puisque chaque devise comporte des caractéristiques de risque différentes pour un portefeuille.

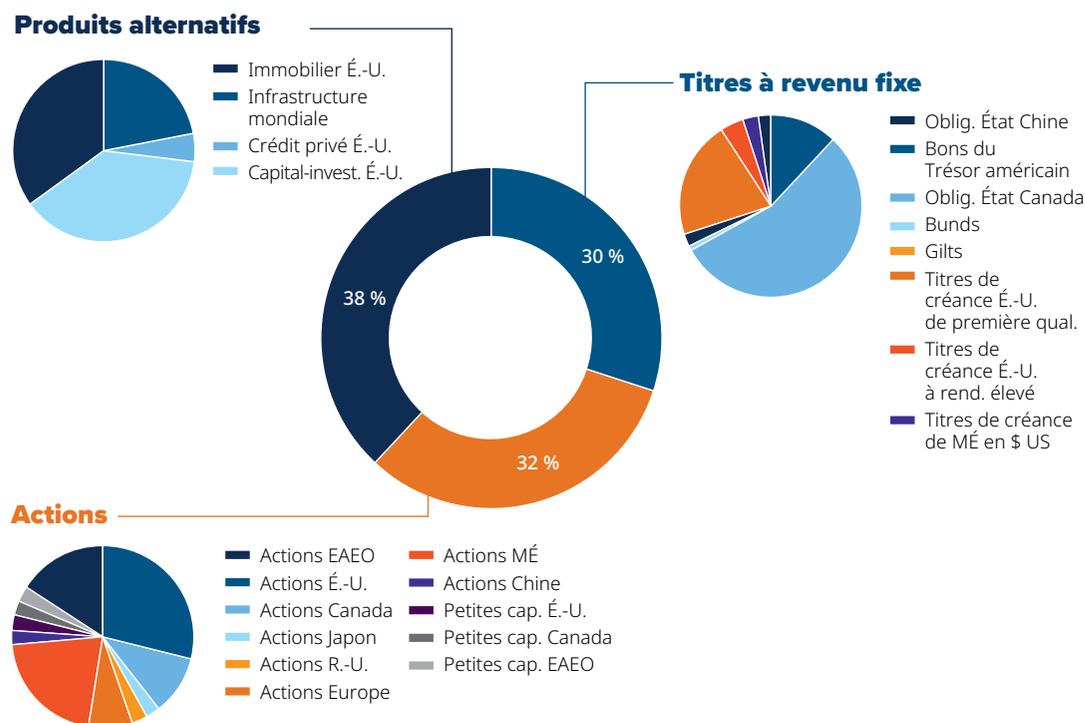
Remarques : Calculs de l'Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie.

- 33** Portefeuille de régime de retraite canadien
- 34** 60/40 c. moyenne de l'ACGCR
- 35** Portefeuilles modèles de SMA

# Pondérations d'un régime de retraite

# Portefeuille de régime de retraite canadien

## Pondérations du portefeuille du régime de retraite à prestations définies moyen canadien



Le portefeuille de retraite de référence, montré dans l'espace des capitaux, élaboré par l'Équipe des stratégies multi-actifs à l'aide de notre univers de catégories d'actifs, basé sur le rapport de l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite (ACGCR) sur les placements moyens des régimes de retraite canadiens. Source : Duration des passifs tirée de <https://www.morneaushepell.com/ca-fr/Publications/suivi-de-la-situation-financi%C3%A8re-des-r%C3%A9gimes-de-retraite-au-30-septembre-2020>.

Les régimes de retraite sont confrontés à trois risques clés dans la capitalisation des passifs à long terme, y compris :

- Duration courte en raison d'une non-correspondance entre les facteurs de risque à la source des rendements des actifs et la croissance des passifs
- Risque lié aux actions concentré dans la tranche des actifs
- Risque de change

Les régimes de retraite ont modifié leurs répartitions stratégiques de l'actif pour gérer ces risques :

- Plus grande répartition dans des actifs alternatifs
- Plus faible répartition dans des actions du marché public
- Plus grande diversification au sein des catégories d'actifs
- Effet de levier pour rehausser la sensibilité aux taux d'intérêt, équilibrant les expositions du portefeuille tout en améliorant les rendements attendus ajustés en fonction du risque et le risque d'excédent des actifs sur les passifs

Le régime de retraite à PD moyen conserve également une répartition importante dans des titres à revenu fixe liquides

- Un tampon pour les liquidités permet d'avoir une marge de manœuvre pour couvrir les appels de capitaux de gestionnaires d'actifs privés, la couverture du change et le rééquilibrage
- Toutefois, un effet de levier modeste limite la marge de manœuvre pour étendre la sensibilité aux taux d'intérêt

# 60/40 c. moyenne de l'ACGCR

- **La répartition 60/40 entre les actions mondiales et les titres à revenu fixe constitue une référence commune pour évaluer les placements et les caractéristiques actif-passif d'un portefeuille.** Le tableau joint compare la répartition de l'actif moyenne des régimes de retraite à PD canadiens avec la composition 60/40 de l'actif. Le régime de retraite moyen a une répartition de 38 % dans des produits alternatifs, conserve une importante orientation « locale » dans des actions canadiennes, est sous-pondéré dans les actions de MÉ et a une plus petite répartition dans la durée d'obligations.
- **Le portefeuille de retraite a un rendement attendu plus élevé que la répartition 60/40, mais également un risque d'excédent de l'actif sur le passif selon notre modèle.** Dans ce contexte, le portefeuille de retraite semble dépasser la frontière risque-rendement pour générer des rendements attendus plus élevés, qui ce qui peut être important certains régimes afin qu'ils atteignent leurs cibles de rendement à long terme, mais souvent au détriment d'un risque d'excédent plus élevé.
- **Une plus grande exposition à la durée d'obligations gouvernementales pourrait permettre une meilleure harmonisation des facteurs de risques qui sous-tendent les rendements des actifs et la croissance des passifs au fil du temps, réduisant le risque d'excédent des actifs sur les passifs.** Un effet de levier pourrait être favorable pour harmoniser ces facteurs. Toutefois, le portefeuille de retraite adopte un modeste effet de levier dans les données.
- **Dans notre analyse, le risque estimatif des catégories d'actifs alternatifs et illiquides est fondé sur un actif indicateur du marché public.** Étant donné que plusieurs produits alternatifs ne sont évalués que de manière périodique, la volatilité est artificiellement atténuée comparativement aux actifs du marché public, en dépit de profils de facteurs de risque potentiellement similaires. La volatilité atténuée des actifs alternatifs peut être utile lorsque les marchés financiers éprouvent des difficultés, limitant les augmentations observées de la volatilité des placements. Toutefois, l'évaluation des expositions des actifs alternatifs aux facteurs de risque sous-jacents est importante afin de comprendre les caractéristiques de risque à long terme du portefeuille.

Remarques : Calculs de l'Équipe des stratégies multi-actifs selon les rendements, les volatilités et les corrélations attendus sur 10 ans. Le portefeuille de retraite de référence, montré dans l'espace des capitaux, élaboré par l'Équipe des stratégies multi-actifs à l'aide de notre univers de catégories d'actifs, basé sur le rapport de l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite (ACGCR) sur les placements moyens des régimes de retraite canadiens et en posant des hypothèses raisonnables quant à la décomposition des placements de fonds d'actions mondiales.

Catégorie d'actif	60/40	Moyenne de l'ACGCR
Bons du Trésor É.-U.	0,0 %	3,6 %
Oblig. état Canada	28,0 %	17,2 %
Bunds	0,0 %	0,4 %
Gilts	0,0 %	0,6 %
Titres de créance de qualité invest.	11,6 %	6,6 %
Titres de créance à rendement élevé	0,4 %	1,4 %
Titres de créance de MÉ en \$ US	0,0 %	1,0 %
Oblig. état Chine	0,0 %	0,5 %
Actions É.-U.	25,5 %	11,0 %
Actions Canada	1,7 %	4,4 %
Actions Japon	3,5 %	1,5 %
Actions R.-U.	1,9 %	0,8 %
Actions Europe	7,9 %	3,4 %
Actions MÉ	12,3 %	8,5 %
Actions Chine	1,5 %	0,5 %
Petites cap. É.-U.	2,4 %	1,1 %
Petites cap. Canada	0,1 %	0,3 %
Petites cap. EAEO	3,0 %	1,3 %
Infrastructure mondiale	0,0 %	8,7 %
Crédit privé É.-U.	0,0 %	2,1 %
Capital-invest. É.-U.	0,0 %	14,8 %
Bien immobilier américain	0,0 %	13,7 %
Proportion de titres à revenu fixe	40,0 %	31,2 %
Surpondération des titres à revenu fixe liquides	28,0 %	22,3 %
Proportion d'actions	60,0 %	32,9 %
Proportion de placements alternatifs	0,0 %	39,2 %
Rendement (attendu, moyenne sur 10 ans)	5,4 %	5,8 %
Volatilité	10,3 %	11,3 %
Ratio de Sharpe	0,388	0,387
Risque d'excédent	11,7 %	12,4 %
Erreur de réplcation d'un portefeuille 60/40	-	2,6 %
Exposition totale (incl. le levier)	100,0 %	103,3 %

# Portefeuilles modèles de SMA

Les portefeuilles modèles du tableau ci-joint montrent les options possibles pour les investisseurs afin de rehausser les résultats attendus ajustés en fonction du risque. Les objectifs sont d'élaborer des portefeuilles d'actifs alternatifs qui apportent des améliorations additionnelles par rapport au portefeuille de retraite moyen. Les répartitions modèles de l'actif supposent une erreur de suivi limitée compte tenu des coûts potentiellement élevés d'un changement des répartitions stratégiques de l'actif dans la pratique. Pour les régimes ayant une tolérance au risque relative plus ou moins élevée, la taille des modulations dans ces portefeuilles modèles peut être ajustée en conséquence.

**Le portefeuille modèle 1 rehausse le rendement attendu avec une volatilité constante et un risque d'excédent, sans augmenter le total du levier du fonds.** Les orientations clés comprennent :

- La réduction des titres de créance de société au moyen d'une nouvelle répartition dans une composition d'obligations gouvernementales à long terme, d'actions du marché public et de crédit privé.
- Augmenter la part des titres à revenu fixe liquides.
- Réduire l'orientation locale en réduisant les attributions à des actions canadiennes.
- Mettre en œuvre des orientations tactiques dans le volet des actions en fonction des hypothèses à long terme portant sur le marché des capitaux précisés à la [section « Principales constatations »](#).

**Le portefeuille modèle 2 intègre un effet de levier prudent pour rehausser encore plus les caractéristiques du portefeuille.** Tout en limitant le total du levier du fonds à environ 20 %, les nouvelles répartitions proposées rehaussent le rendement attendu, augmentent le ratio de Sharpe prévu et réduisent le risque d'excédent. Dans le modèle 2, les orientations demeurent relativement petites, mais elles peuvent être adaptées à la hausse ou à la baisse selon le niveau d'aise ou de l'aversion du régime à l'effet de levier et au risque relatif.

Remarques : Calculs de l'Équipe des stratégies multi-actifs selon les rendements, les volatilités et les corrélations attendus sur 10 ans. Le portefeuille de retraite de référence, montré dans l'espace des capitaux, élaboré par l'Équipe des stratégies multi-actifs à l'aide de notre univers de catégories d'actifs, basé sur le rapport de l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite (ACGCR) sur les placements moyens des régimes de retraite canadiens et en posant des hypothèses raisonnables quant à la décomposition des placements de fonds d'actions mondiales.

Catégorie d'actif	Moyenne de l'ACGCR	Modèle 1 : Sans effet de levier	Modèle 2 : Effet de levier
Bons du Trésor É.-U.	3,6 %	3,6 %	3,6 %
Oblig. état Canada	17,2 %	20,5 %	36,2 %
Bunds	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Gilts	0,6 %	0,6 %	0,6 %
Titres de créance de qualité invest.	6,6 %	3,1 %	3,1 %
Titres de créance à rendement élevé	1,4 %	0,2 %	0,2 %
Titres de créance de MÉ en \$ US	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Oblig. état Chine	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Actions É.-U.	11,0 %	8,5 %	8,6 %
Actions Canada	4,4 %	0,1 %	0,1 %
Actions Japon	1,5 %	1,2 %	1,2 %
Actions R.-U.	0,8 %	3,0 %	3,0 %
Actions Europe	3,4 %	5,0 %	5,0 %
Actions MÉ	8,5 %	8,9 %	8,2 %
Actions Chine	0,5 %	1,4 %	1,4 %
Petites cap. É.-U.	1,1 %	3,2 %	3,1 %
Petites cap. Canada	0,3 %	0,0 %	0,0 %
Petites cap. EAEO	1,3 %	2,0 %	1,9 %
Infrastructure mondiale	8,7 %	8,7 %	9,0 %
Crédit privé É.-U.	2,1 %	3,0 %	3,8 %
Capital-invest. É.-U.	14,8 %	14,8 %	14,9 %
Bien immobilier américain	13,7 %	13,7 %	13,7 %
Proportion de titres à revenu fixe	31,2 %	29,8 %	45,6 %
Surpondération des titres à revenu fixe liquides	22,3 %	25,5 %	41,2 %
Proportion d'actions	32,9 %	33,4 %	32,5 %
Proportion de placements alternatifs	39,2 %	40,1 %	41,4 %
Rendement (attendu, moyenne sur 10 ans)	5,8 %	5,9 %	6,0 %
Volatilité	11,3 %	11,3 %	11,3 %
Ratio de Sharpe	0,387	0,396	0,405
Risque d'excédent	12,4 %	12,3 %	12,1 %
Erreur de réplcation d'un portefeuille 60/40	-	0,6 %	1,0 %
Exposition totale (incl. le levier)	103,3 %	103,3 %	119,4 %

- 37** Croissance et inflation
- 38** Hausse des risques macroéconomiques
- 39** Indicateurs économiques avancés
- 40** Facteurs macroéconomiques et rendements des actifs
- 41** Scénario de risque macroéconomique

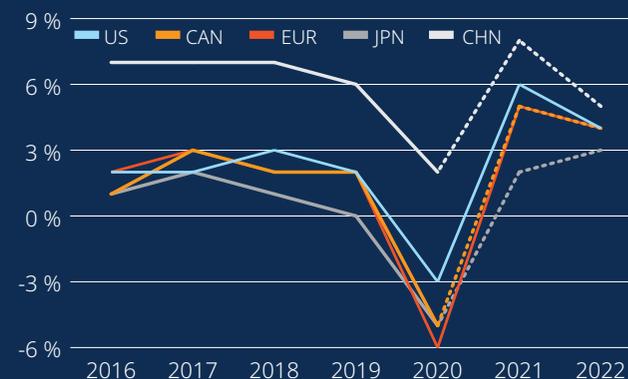
# Perspectives macroéconomiques mondiales

# Croissance et inflation

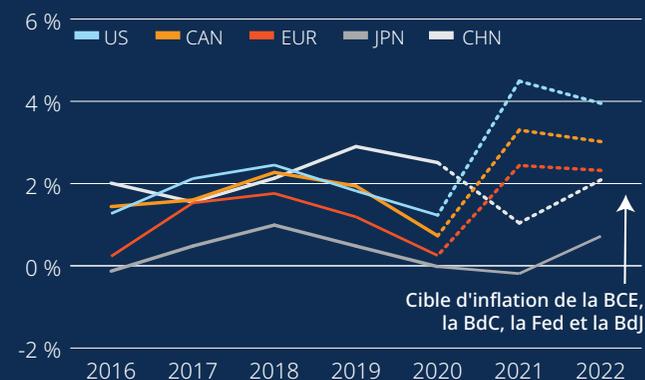
- **Après la contraction économique la plus marquée de l'histoire en 2020, de nombreuses économies avancées sont sur la voie d'atteindre les niveaux de production antérieurs à la pandémie d'ici la fin de 2021.** Les économies américaine et chinoise sont les plus avancées, leur PIB réel surpassant déjà les niveaux antérieurs à la pandémie. Il est attendu que la zone euro et que le Canada auront achevé une reprise complète d'ici la fin de 2021 ou le début de 2022. Conformément aux études prospectives consensuelles, nous estimons que les économies canadienne et américaine croîtront d'environ respectivement 5 % et 5,5 % cette année, et que la zone euro connaîtra une croissance d'environ 5,1 %. Dans toutes les principales économies, la croissance devrait ralentir en 2022 après les rebonds marqués de 2021. Le Canada et les É.-U. devraient revenir à leurs tendances en matière de croissance potentielle à long terme d'ici 2023. Alors que le nouveau variant Omicron de la COVID ou que la possibilité d'autres variants pourrait menacer la reprise mondiale continue, en forçant une nouvelle fois l'imposition de confinements et (ou) en malmenant la confiance des consommateurs, il existe encore beaucoup d'incertitude au sujet de la nouvelle souche, y compris à l'égard de l'efficacité des vaccins et de la sévérité des symptômes. Le variant Omicron élargit l'éventail déjà étendu de scénarios macroéconomiques pour 2022, mais il n'a pas d'incidence importante sur notre scénario de base.
- **L'inflation a connu une poussée partout dans le monde en 2021 et s'est avérée plus persistante que ce que bien des économistes prédisaient plus tôt dans l'année.** Des facteurs tant en matière de demande que d'offre sont à la source des récentes pressions inflationnistes. La récession induite par la pandémie était inhabituelle, car les revenus des ménages américains ont en fait augmenté grâce à un soutien budgétaire sans précédent. Les ventes au détail de biens ont bondi bien au-delà de leur tendance à long terme alors que les consommateurs américains sont passés de dépenses pour des services à forte intensité des contacts à des biens à la suite de confinements répétés et de préoccupations continues au sujet du virus. Les chaînes de valeur mondiales ont vacillé en raison des pressions en matière de dépenses stimulées par la demande qui a surpassé la capacité de l'offre à augmenter la production. À cette étape-ci, la plupart des banques centrales ont, à notre avis, ignoré ces pressions temporaires sur les prix. Alors que la vaccination permet une réouverture plus généralisée du secteur des services, les tendances en matière de demande devraient commencer à se rééquilibrer en 2022, atténuant les pressions sur les secteurs de production de biens. Les mesures de relance budgétaire de 2021 s'atténueront en 2022, et les banques centrales élimineront progressivement le soutien d'urgence aux liquidités, contribuant à apaiser les pressions excessives actuelles sur la demande. Dans ce contexte, nous prévoyons que l'inflation commencera à s'atténuer en 2022, et nous continuerons à nous diriger vers la cible de 2 % des banques centrales jusqu'en 2024.

Remarques : Prévisions moyennes de Consensus Economics

## Croissance du PIB supérieure à la tendance attendue en 2022



## L'inflation demeurera de beaucoup supérieure à la cible en Amérique du Nord.

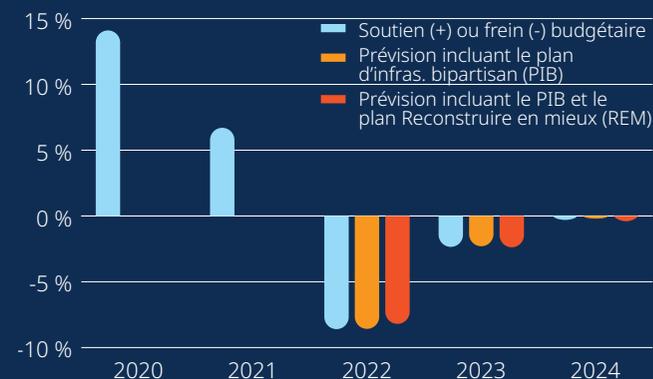


# Hausse des risques macroéconomiques

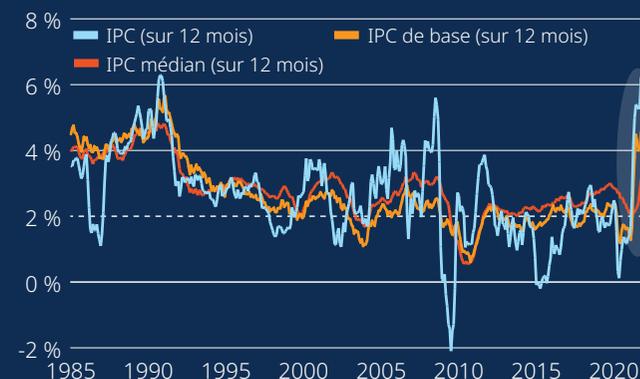
- **Une erreur de politique pendant la période hautement incertaine à venir est un grand risque macroéconomique.** Plusieurs banques centrales sont préoccupées par le fait que les surprises inflationnistes continues de 2022 pourraient déclencher un nouvel état d'esprit d'inflation qui pourrait menacer leur victoire durement gagnée d'établissement d'une cible d'inflation crédible de 2 %. Après le ton plus ferme des discours des banques centrales cet automne et la réduction des achats d'actifs (AQ) par la Fed et la Banque du Canada (BdC), les marchés obligataires ont intégré deux hausses des taux par la Fed et quatre par la BdC en 2022. Dans ce contexte, le risque d'une erreur politique a gagné en probabilité compte tenu des perspectives incertaines. Une hausse trop audacieuse des taux directeurs alors que les pressions inflationnistes pourraient déjà être en mode de recul menace de ralentir la reprise du marché de l'emploi. Combiné à un frein budgétaire alors que les mesures de relance passées sont retirées et à la baisse de la demande causée par l'émergence d'une nouvelle souche de la COVID, comme, plus récemment, Omicron, le resserrement monétaire pourrait se traduire par un **ralentissement de la croissance** inattendu. D'un autre côté, une hausse trop lente des taux directeurs pourrait entraîner une surchauffe et une instabilité financière. Et si plus de temps que prévu est nécessaire pour résoudre les contraintes en matière d'offre, une **poussée de l'inflation** constitue un risque pour les investisseurs.
- **Dans cette section, nous évaluons ces scénarios de risques macroéconomiques en estimant l'incidence sur les prix des actifs d'un ralentissement de la croissance ou d'un choc inflationniste persistant (voir les pages 41-42).** Cette analyse de résistance peut être utile pour évaluer la résilience d'une répartition d'actif dans des scénarios de risques macroéconomiques potentiels, particulièrement avec l'incertitude accrue actuelle. Notre analyse indique qu'une poussée de l'inflation serait la plus dommageable pour les rendements des obligations gouvernementales à 10 ans et les actifs de crédit sensibles à la durée, alors que les actions européennes et canadiennes inscraient des rendements relativement supérieurs. Toutefois, dans le contexte d'une inflation élevée, les rendements réels seraient négatifs pour toutes les catégories d'actifs. Lors d'un ralentissement de la croissance mondiale, les obligations nominales gouvernementales génèrent un rendement supérieur, alors que les marchés boursiers en général accusent des replis. Les actions américaines se comportent relativement bien dans ce scénario, alors que des taux d'intérêt plus bas rehaussent la valeur des bénéfices futurs du secteur de la technologie. Une répartition d'actif équilibrée contribuerait à protéger les investisseurs contre ces risques macroéconomiques.

Remarques : Brookings Institution, Council of Economic Advisors, Bloomberg.

## Contribution négative de la politique budgétaire à la croissance en 2022



## Plus importante inflation de base et globale aux É.-U. depuis 1990



# Indicateurs économiques avancés

Les indices des directeurs des achats (PMI) prédisent toujours une croissance solide à l'échelle mondiale. La totalité des 20 pays de notre échantillon affiche des PMI supérieurs à 50, indiquant un élan économique positif.

	Janv. 2019	Fév. 2019	Mars 2019	Avr. 2019	Mai 2019	Juin 2019	Juil. 2019	Août 2019	Sep. 2019	Oct. 2019	Nov. 2019	Déc. 2019	Janv. 2020	Fév. 2020	Mars 2020	Avr. 2020	Mai 2020	Juin 2020	Juil. 2020	Août 2020	Sep. 2020	Oct. 2020	Nov. 2020	Déc. 2020	Janv. 2021	Fév. 2021	Mars 2021	Avr. 2021	Mai 2021	Juin 2021	Juil. 2021	Août 2021	Sep. 2021	Oct. 2021
<b>Australie</b>	44.7	55.2	53.3	48.6	50.6	53.1	48.9	49.7	52.3	52.4	54.1	52.7	41.3	52.3	50.6	42.6	43.5	51.2	52.7	52.5	56.8	56.4	59.6	60.4	49.8	58.5	57.8	57.7	58.9	58.8	54.3	52.5	58.6	60.7
<b>Brésil</b>	52.7	53.4	52.8	51.5	50.2	51	49.9	52.5	53.4	52.2	52.9	50.2	51	52.3	48.4	36	38.3	51.6	58.2	64.7	64.9	66.7	64	61.5	56.5	58.4	52.8	52.3	53.7	56.4	56.7	53.6	54.4	51.7
<b>Canada</b>	53	52.6	50.5	49.7	49.1	49.2	50.2	49.1	51	51.2	51.4	50.4	50.6	51.8	46.1	33	40.6	47.8	52.9	55.1	56	55.5	55.8	57.9	54.4	54.8	58.5	57.2	57	56.5	56.2	57.2	57	57.7
<b>Chine</b>	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53	53.6	54.9	53	51.5	50.9	50.6	51.9	52	51.3	50.3	49.2	50	50.6
<b>Danemark</b>	48.9	62.1	57.8	59.4	48.9	46.4	46.6	48.2	49.4	45.2	53.5	52.8	53.4	47.6	45.8	37.6	55.5	53.4	55.2	51.5	54	58.9	46.9	42	43.1	46.4	66.1	67.3	66.1	66	70.2	67.8	65.8	71.9
<b>MÉ</b>	49.4	50.5	51	50.5	50.4	49.9	50.1	50.4	50.9	51	51	51	51	44.6	49.1	42.7	45.4	49.6	51.4	52.5	52.8	53.4	53.9	52.8	52	51.5	51.3	52.2	52	51.3	50.7	49.6	50.8	51.6
<b>Zone euro</b>	50.5	49.3	47.5	47.9	47.7	47.6	46.5	47	45.7	45.9	46.9	46.3	47.9	49.2	44.5	33.4	39.4	47.4	51.8	51.7	53.7	54.8	53.8	55.2	54.8	57.9	62.5	62.9	63.1	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3
<b>Hong Kong</b>	48.2	48.4	48	48.4	46.9	47.9	43.8	40.8	41.5	39.3	38.5	42.1	46.8	33.1	34.9	36.9	43.9	49.6	44.5	44	47.7	49.8	50.1	43.5	47.8	50.2	50.5	50.3	52.5	51.4	51.3	53.3	51.7	50.8
<b>Inde</b>	53.9	54.3	52.6	51.8	52.7	52.1	52.5	51.4	51.4	50.6	51.2	52.7	55.3	54.5	51.8	27.4	30.8	47.2	46	52	56.8	58.9	56.3	56.4	57.7	57.5	55.4	55.5	50.8	48.1	55.3	52.3	53.7	55.9
<b>Indonésie</b>	49.9	50.1	51.2	50.4	51.6	50.6	49.6	49	49.1	47.7	48.2	49.5	49.3	51.9	45.3	27.5	28.6	39.1	46.9	50.8	47.2	47.8	50.6	51.3	52.2	50.9	53.2	54.6	55.3	53.5	40.1	43.7	52.2	57.2
<b>Japon</b>	50.3	48.9	49.2	50.2	49.8	49.3	49.4	49.3	48.9	48.4	48.9	48.4	48.8	47.8	44.8	41.9	38.4	40.1	45.2	47.2	47.7	48.7	49	50	49.8	51.4	52.7	53.6	53	52.4	53	52.7	51.5	53.2
<b>Malaisie</b>	47.9	47.6	47.2	49.4	48.8	47.8	47.6	47.4	47.9	49.3	49.5	50	48.8	48.5	48.4	31.3	45.6	51	50	49.3	49	48.5	48.4	49.1	48.9	47.7	49.9	53.9	51.3	39.9	40.1	43.4	48.1	52.2
<b>Nou.-Zélande</b>	51.1	54.3	52.8	53.1	51.9	50.8	48.2	48.9	48.3	51.9	49.8	49.4	47.7	55	38.5	26	41.3	55.7	58.9	51.1	53.7	51.9	54.8	49.2	57.3	54.4	63.8	58.1	58.3	59.8	62.4	39.7	51.4	51.4
<b>Norvège</b>	57.8	55.9	56.0	53.9	54.1	51.9	48.9	54.3	50.8	54.6	54.0	54.4	51.5	52.9	42.3	42.9	46.6	50.1	45.3	47.9	51.1	54.1	52.7	53.0	52.4	57.4	60.8	59.1	58.3	61.0	62.7	61.8	59.0	58.5
<b>Russie</b>	50.9	50.1	52.8	51.8	49.8	48.6	49.3	49.1	46.3	47.2	45.6	47.5	47.9	48.2	47.5	31.3	36.2	49.4	48.4	51.1	48.9	46.9	46.3	49.7	50.9	51.5	51.1	50.4	51.9	49.2	47.5	46.5	49.8	51.6
<b>Corée du Sud</b>	48.3	47.2	48.8	50.2	48.4	47.5	47.3	49	48	48.4	49.4	50.1	49.8	48.7	44.2	41.6	41.3	43.4	46.9	48.5	49.8	51.2	52.9	52.9	53.2	55.3	55.3	54.6	53.7	53.9	53	51.2	52.4	50.2
<b>Suède</b>	51.8	51.4	52.6	50.7	52.9	52.2	51.4	51.9	46.5	46.3	46.1	46.9	51.6	52.5	43.5	36.1	39.8	48.6	51.9	54.8	56.5	59.1	59.7	64.9	62.7	61.8	64.1	68.7	65.8	65.1	65	60.2	64.7	64.4
<b>Suisse</b>	54.3	54.2	50.7	49.7	49.4	48	45.4	46.9	44.7	49.5	47.9	48.4	48	49.2	43.5	41.2	42.5	41.4	49.6	51	52.8	52.9	54.5	57.3	59.4	61.3	66.3	69.5	69.9	66.7	71.1	67.7	68.1	65.4
<b>Royaume-Uni</b>	52.8	52.1	55.1	53.1	49.4	48	48	47.4	48.3	49.6	48.9	47.5	50	51.7	47.8	32.6	40.7	50.1	53.3	55.2	54.1	53.7	55.6	57.5	54.1	55.1	58.9	60.9	65.6	63.9	60.4	60.3	57.1	57.8
<b>États-Unis</b>	54.9	53	52.4	52.6	50.5	50.6	50.4	50.3	51.1	51.3	52.6	52.4	51.9	50.7	48.5	36.1	39.8	49.8	50.9	53.1	53.2	53.4	56.7	57.1	59.2	58.6	59.1	60.5	62.1	62.1	63.4	61.1	60.7	58.4

Remarques : Données fournies par Bloomberg et Markit.

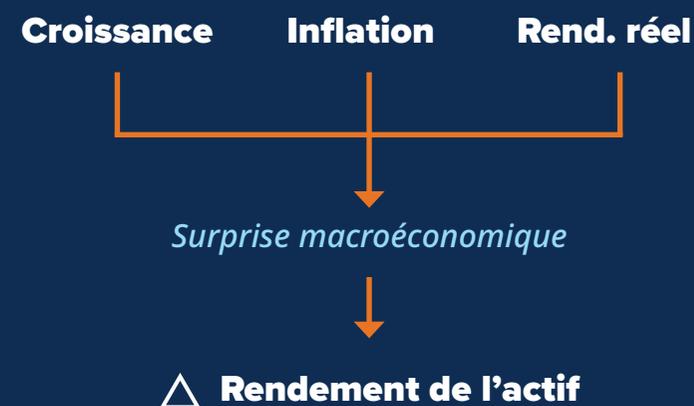
# Facteurs macroéconomiques et rendements des actifs

- Les rendements attendus à long terme, qui sont tributaires des renseignements d'aujourd'hui, s'expliquent principalement par les taux sans risque, les primes de risque non conditionnelles et les valorisations. Mais une tranche importante de rendements attendus réalisés est stimulée par des chocs macroéconomiques. Par exemple, le ralentissement de la demande en Chine, l'offre excédentaire de produits de base et la vigueur du dollar américain ont été les principaux facteurs expliquant les rendements décevants des actions de MÉ dans les années 2010.
- Il est difficile de prévoir avec une grande conviction les variations de ces variables macroéconomiques et, par conséquent, leur contribution à nos prévisions sur 10 ans des rendements moyens et du risque est limitée. Toutefois, nous pouvons estimer la réaction conditionnelle des rendements des actifs à un choc macroéconomique donné. Ce cadre de rendements conditionnels peut être utile pour les investisseurs qui cherchent à comprendre l'ampleur des expositions aux risques macroéconomiques dans leurs portefeuilles; il peut contribuer à mesurer une perspective active au sujet des facteurs macroéconomiques<sup>1</sup>; ou éclairer la répartition d'actif pour les investisseurs ayant des passifs futurs liés aux facteurs macroéconomiques (p. ex., prestations de retraite ajustées en fonction de l'inflation).
- Pour saisir la cause, notre modèle utilise des « surprises » macroéconomiques, c.-à-d. des chocs aux prévisions consensuelles touchant les variables macroéconomiques, plutôt que les données actuelles sur ces variables. Ce cadre reflète l'idée qu'alors que les opinions macroéconomiques contribuent de manière modeste aux rendements attendus non conditionnels, les surprises macroéconomiques peuvent stimuler et stimulent dans les faits une tranche importante des rendements réalisés pendant un cycle.
- Dans les pages qui suivent, nous utilisons ce modèle pour cartographier l'incidence en 2022 de deux scénarios de risques macroéconomiques sur les rendements de principales catégories d'actif. Nous calibrons ces scénarios en fonction des attentes envers des variables macroéconomiques en 2022<sup>2</sup>.

1 Voir Alain Bergeron, Mark Kritzman et Gleb Sivitsky. « Asset Allocation and Factor Investing: An Integrated Approach », The Journal of Portfolio Management, Vol. 44, numéro 4, édition spéciale quantitative 2018.

2 Les scénarios de chocs macroéconomiques sont calibrés à l'aide du Global Economic Model d'Oxford Economics.

Nous mesurons les expositions des catégories d'actif aux chocs à l'égard de trois variables macroéconomiques axées sur les É.-U.



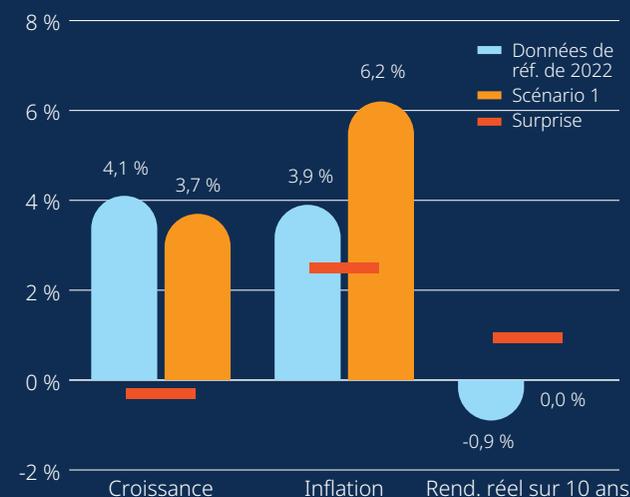
# Scénario de risque macroéconomique

## 1 Scénario : Poussée de l'inflation

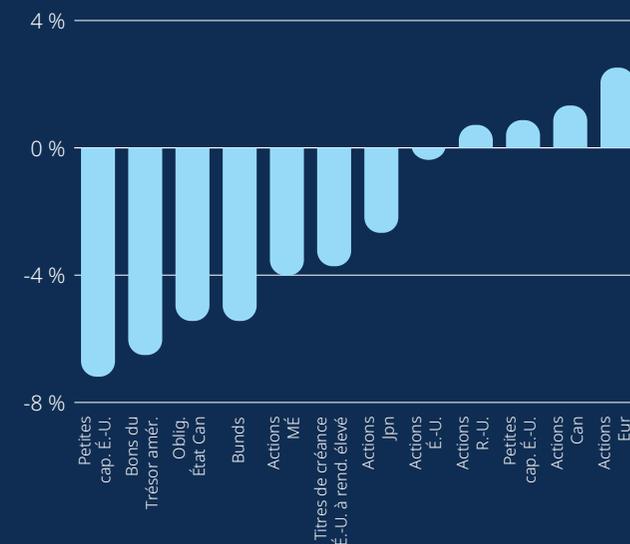
- **Une poussée de l'inflation en 2022 est l'un des principaux risques pour les marchés**, même si cela n'est pas notre prévision de base. Les prix du marché montrent qu'il est toujours attendu que l'inflation soit principalement transitoire, le taux d'inflation prospectif au point mort sur 5 ans dans 5 ans de 2,2 %, ce qui est généralement conforme à la cible d'inflation des DPC de 2 % de la Fed.
- **Une inflation persistante pourrait découler de dépenses robustes de consommateurs alimentées par les épargnes, un manque de souplesse au sein du marché de l'emploi américain et une expansion de la capacité plus lente que prévu dans les chaînes d'approvisionnement mondiales.** Comme vers la fin des années 1960, des surprises inflationnistes persistantes pourraient déclencher un nouvel état d'esprit d'inflation, les entreprises et les travailleurs tenant compte d'une inflation plus élevée au moment d'établir les prix et les salaires. L'importance réduite de la négociation collective pourrait atténuer cet effet.
- **Si la Fed se retrouve derrière la courbe des taux, les taux réels pourraient grimper alors que les investisseurs commencent à miser sur la possibilité d'un resserrement des taux de style Volcker.** Dans ce scénario, une surprise inflationniste pourrait entraîner une accentuation de la courbe des taux réels, pendant que les problèmes continus au sein des chaînes d'approvisionnement pourraient se traduire par un ralentissement de la croissance en 2022.<sup>1</sup>
- **Une poussée de l'inflation, parallèlement à une augmentation des taux réels et le risque d'une erreur de politique, causerait clairement un fort choc négatif aux obligations souveraines.**
- **Au sein des actions, les actions de M€ libellées en dollars américains souffriraient le plus, en partie en raison du fait que la vigueur du billet vert toucherait les bénéficiaires.** Le choc négatif touchant les actions japonaises et américaines reflète probablement leur penchant vers un style de croissance. Le rendement inférieur des actions américaines est probablement quelque peu contrebalancé par le pouvoir de fixation des prix de ces sociétés à très grande capitalisation.
- **Les actions européennes et canadiennes sont celles qui s'en sortiraient le mieux**, étant donné la grande pondération des sociétés énergétiques et financières dans leurs indices. Mais dans un scénario de surchauffe, l'incidence nette réelle sur les rendements serait négative pour toutes les catégories d'actif susmentionnées.

<sup>1</sup> Scénarios de risque calibrés à l'aide du Modèle économique mondial d'Oxford Economics (octobre 2021) et représentent les chocs pour la valeur attendue des variables macroéconomiques de 2022. Les scénarios de base pour les indicateurs macroéconomiques de la figure de gauche sont 1) croissance du PIB américain annuelle consensuelle pour 2022, 2) croissance de l'IPC américain annuelle consensuelle pour 2022, et 3) rendement réel sur 10 ans implicite du marché une année à l'avance.

## Scénario 1 : Choc vs données de référence



## Choc sur les données attendues

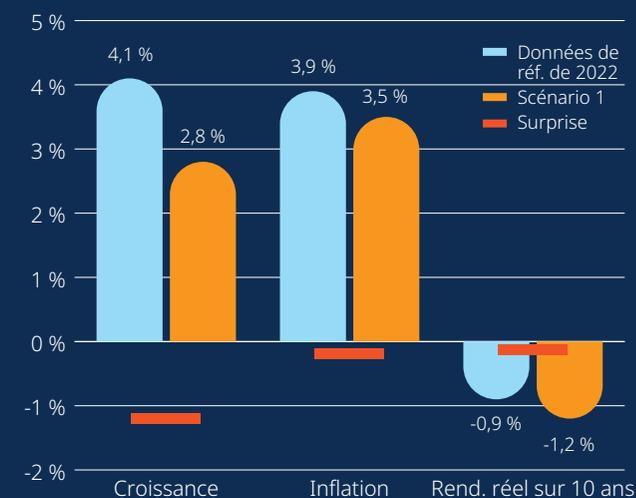


## 2 Scénario : Ralentissement de la croissance mondiale

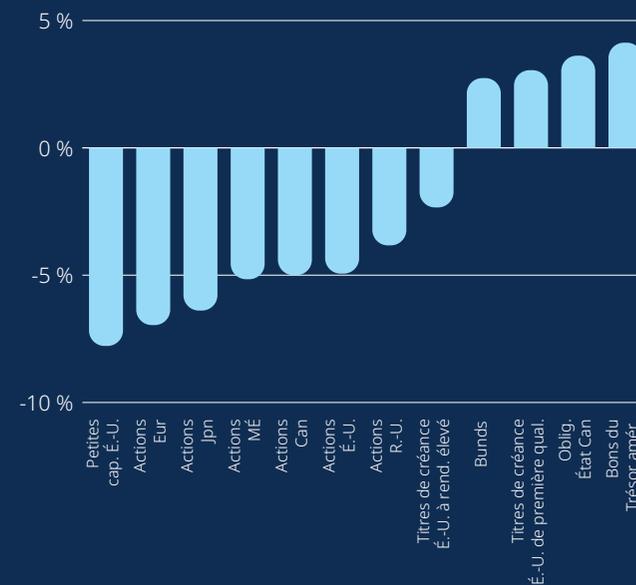
- **L'exposition macroéconomique des actions est dominée par le facteur de croissance.** Alors que les liquidités des banques centrales ont certainement constitué un vent favorable pour les cours des actions après la COVID, la simple réalité d'une croissance mondiale stimulée par les mesures de relance et son incidence sur les bénéfices expliquent la plus grande part de la hausse. Les actions intègrent une croissance additionnelle des bénéfices en 2022. Par conséquent, un ralentissement de la croissance constituerait un choc négatif sur les attentes.
- **L'effet de mur budgétaire américain de 2022 sera l'un des plus importants de l'histoire.** La propension des consommateurs américains à dépenser leurs épargnes sera mise à l'épreuve, et si les ménages deviennent frileux à l'égard de leurs dépenses, la demande globale pourrait reculer davantage que ce qui est prévu à l'heure actuelle. Une faiblesse additionnelle en Chine, particulièrement si le gouvernement ne stimule pas la croissance du crédit intérieur, pourrait donner lieu à un ralentissement potentiel de la demande américaine.
- **La faiblesse de l'ensemble de la demande mondiale causera un ralentissement de la croissance du PIB en 2022.** L'inflation causerait une surprise à la baisse, bien que dans une faible mesure, étant donné que les pressions inflationnistes sont également liées aux pénuries au sein des chaînes d'approvisionnement mondiales. Les rendements réels à 10 ans reculeraient parallèlement aux perspectives de croissance future.<sup>1</sup>
- **Le choc découlant d'un ralentissement de la croissance est important pour tous les marchés boursiers, les actions à petite capitalisation étant le plus touchées.** Un choc infligé à la croissance est défavorable pour les bénéfices actuels et futurs, tout en entraînant habituellement une augmentation des primes de risque des actifs.
- **Le pouvoir de diversification des obligations souveraines à long terme est le facteur qui ressort le plus dans les scénarios de choc négatifs sur la demande.** Avec notre cadre de travail qui met l'emphase sur les chocs des facteurs macroéconomiques américains, le gain marginal du rendement est le plus important pour les bons du Trésor américain. L'incidence nette d'un portefeuille 60/40 d'actions et de bons du Trésor américains serait limitée à environ -1,0 % dans ce scénario.

<sup>1</sup> Scénarios de risque calibrés à l'aide du Modèle économique mondial d'Oxford Economics (octobre 2021) et représentent les chocs pour la valeur attendue des variables macroéconomiques de 2022. Les scénarios de base pour les indicateurs macroéconomiques de la figure de gauche sont 1) croissance du PIB américain annuelle consensuelle pour 2022, 2) croissance de l'IPC américain annuelle consensuelle pour 2022, et 3) rendement réel sur 10 ans implicite du marché une année à l'avance.

### Scénario 1 : Choc vs données de référence



### Choc sur les rendements attendus



**Réservé aux conseillers.** Publié par la Corporation Financière Mackenzie (« Mackenzie »).

Cette présentation n'est fournie qu'à titre d'information et ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation d'offre d'achat de titres ou de services-conseils d'une quelconque nature que ce soit. L'information présentée ici représente les attentes et les perspectives des marchés financiers formulées par l'équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie au moment de la publication.

Ces attentes et perspectives sont indiquées sous réserve de modifications sans préavis.

Cette présentation ne constitue pas un conseil juridique, fiscal, d'investissement ou autre. Les investisseurs potentiels devraient consulter leurs propres conseillers professionnels au sujet des conséquences financières, juridiques et fiscales de tout investissement. **Ces informations, y compris toute « recommandation », sont de nature générale et ne sont pas basées sur les besoins ou les circonstances spécifiques de tout investisseur. Chaque investisseur doit tenir compte de sa propre situation financière, de ses objectifs et de ses exigences et ne doit pas se fier uniquement à ces informations pour prendre ses décisions d'investissement.**

Le présent document contient des informations « prospectives » qui ne sont pas de nature purement historique. Ces informations peuvent comprendre, entre autres, des projections, des prévisions ou des estimations de flux de trésorerie, de taux ou de rendements, de la volatilité, des analyses de scénarios et de la composition proposée ou prévue du portefeuille. Les mots « anticiper », « supposer », « croire », « budgéter », « pourrait », « estimer », « s'attendre », « prévoir », « a l'intention », « peut », « planifier », « projeter », « programmer », « devrait », « va », « voudrait » et autres expressions similaires visent souvent à identifier des informations prospectives, mais toute information prospective ne contient pas forcément ces mots identificateurs. Les informations prospectives inscrites dans le présent document sont basées sur certaines hypothèses concernant des événements ou des conditions futurs et visent uniquement à illustrer des résultats hypothétiques en fonction de ces hypothèses (qui ne seront pas toutes précisées aux présentes). Il se peut que tous les événements ou conditions pertinents n'aient pas été pris en compte dans l'élaboration de ces hypothèses. Le succès ou l'atteinte de divers résultats, cibles et objectifs dépend d'une multitude de facteurs, dont bon nombre sont indépendants de la volonté du conseiller en placement. Aucune déclaration n'est faite quant à l'exactitude de ces estimations ou projections ou quant à leur réalisation. Il est peu probable que les événements ou les conditions réels soient compatibles avec ceux qui sont supposés, et ils peuvent différer sensiblement de ceux-ci.

Certaines informations contenues dans le présent document ont été fournies par des tiers. Bien que Mackenzie croit que ces sources sont fiables, elle ne peut garantir l'exactitude de ces informations et ne déclare pas qu'elles sont exactes ou complètes.

Cette présentation est confidentielle et ne peut être reproduite ou distribuée, en tout ou en partie, que par des représentants autorisés de Mackenzie. En acceptant la réception de cette présentation, le destinataire accepte de ne pas reproduire ou fournir des copies de ces documents ou de toute information qu'ils contiennent à toute personne autre que ses conseillers professionnels.



**MACKENZIE**  
Placements

180, rue Queen Ouest,  
Toronto, Ontario M5V 3K1  
T 416 967-2380  
F 416 922-3435

[placementsmackenzie.com](http://placementsmackenzie.com)