

# Le *Big Mac* se prononce sur les régimes macroéconomiques

Le changement de paradigme du marché

## Auteur

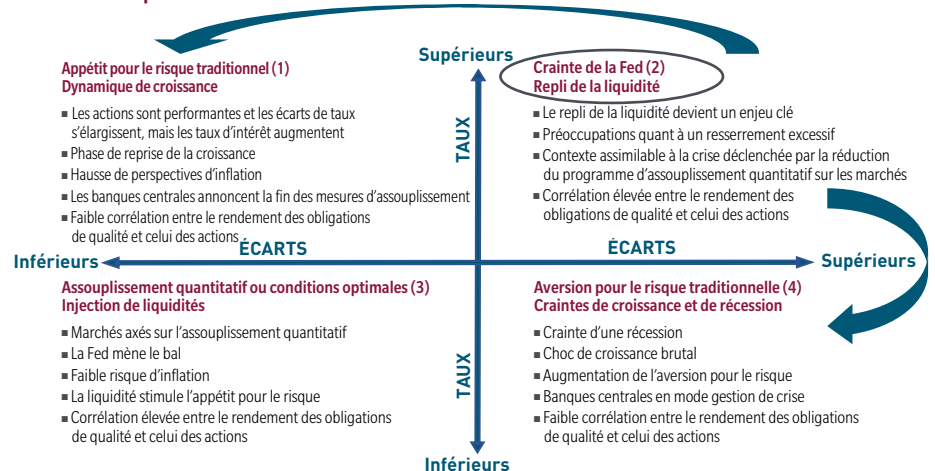


Benoit Anne  
Directeur général  
Groupe des solutions de placement

Il est fort probable que nous assisterons à un changement de paradigme sur les marchés mondiaux. Le régime macroéconomique actuel, la « crainte de la Fed », devrait tirer à sa fin dans un proche avenir. Nous croyons qu'avec l'abandon de ce régime, le thème du discours du marché passera de la liquidité à la croissance. La crainte de la Fed était le pire scénario pour les obligations. Le changement de cap par rapport à ce scénario devrait améliorer les perspectives de rendement des titres à revenu fixe et, selon nous, le moment est peut-être venu d'envisager une augmentation de la pondération des titres à revenu fixe.

**La crainte de la Fed est chose du passé.** Le régime macroéconomique de crainte de la Fed s'est installé à la fin de 2021, lorsqu'il est devenu évident que le début du cycle de resserrement de la Réserve fédérale américaine était imminent. La prédominance de ce régime macroéconomique a eu des conséquences dévastatrices pour les marchés mondiaux, de nombreuses catégories d'actif ayant subi leurs plus lourdes pertes depuis des décennies, en raison de la hausse des taux d'intérêt. Par ailleurs, les écarts de taux se sont élargis et les actifs risqués, y compris les actions, ont fait l'objet de ventes massives (se reporter au quadrant supérieur droit de la figure 1)<sup>1</sup>.

Figure 1 : Quatre régimes macroéconomiques mondiaux pour les titres à revenu fixe

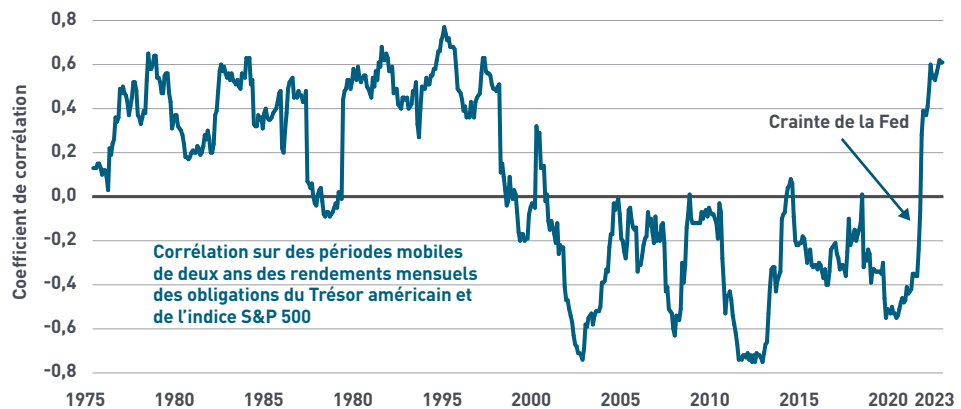


Source : MFS, à titre d'illustration seulement.



De plus, la corrélation entre les obligations et les actions est devenue positive, ce qui a nui à la proposition de valeur des titres à revenu fixe en tant que facteur de diversification du portefeuille (figure 2). Toutefois, nous croyons maintenant que la période de crainte de la Fed est révolue, car les jours du régime macroéconomique dominant sont comptés, en grande partie parce que le cycle de resserrement de la Fed tire à sa fin. Compte tenu de ce changement de régime macroéconomique, nous nous attendons à ce que la corrélation entre les obligations et les actions revienne à son niveau des deux dernières décennies. La preuve en est que la corrélation à court terme, qui tend à être plus sensible, a déjà diminué, la corrélation sur une période mobile de 60 jours entre les obligations et les actions devenant négative<sup>2</sup>. Selon nous, la corrélation à moyen terme illustrée ci-dessous commencera à diminuer tout au long de l'année.

**Figure 2 : La crainte de la Fed a déclenché la plus forte corrélation entre les obligations et les actions depuis des décennies**



Source : Bloomberg. Données mensuelles jusqu'en mai 2023. Le coefficient de corrélation est fondé sur la corrélation sur des périodes mobiles de deux ans des rendements mensuels des obligations

**La confiance devrait être renforcée.** À peu près rien ne justifie la crainte de la Fed étant donné que le cycle de resserrement touche à sa fin. Certains participants aux marchés parlent d'un « saut » en juin – ce qui signifie que la banque centrale ne relèvera pas son taux directeur à ce moment-là – qui sera suivi d'une dernière hausse des taux en juillet. D'autres croient que le cycle de resserrement est déjà chose du passé. Dans un cas comme dans l'autre, la Fed est sur le point d'être reléguée au second plan en tant que force à l'œuvre sur les marchés mondiaux. À ce stade-ci, l'évaluation anticipée du taux final de la banque centrale s'établit à 5,42 % pour août 2023, ce qui laisse entrevoir un resserrement supplémentaire de 17 points de base par rapport au niveau actuel ou une autre hausse de près de 25 points de base (figure 3). Nous sommes d'avis que la fin du cycle de resserrement stimulera la confiance des investisseurs, mais qu'elle déclenchera une certaine normalisation de la volatilité des taux, car la principale cause de la récente volatilité, soit un cycle de politique monétaire musclé, sera éliminée. Pour l'instant, la volatilité des taux demeure élevée, l'indice MOVE se situant à 124, soit bien au-dessus de sa moyenne sur cinq ans de 77. Nous prévoyons toutefois que l'indice MOVE reculera au cours de la période à venir<sup>3</sup>.



**Figure 3 : Taux final implicite de la Fed fondé sur les contrats à terme sur les fonds fédéraux**

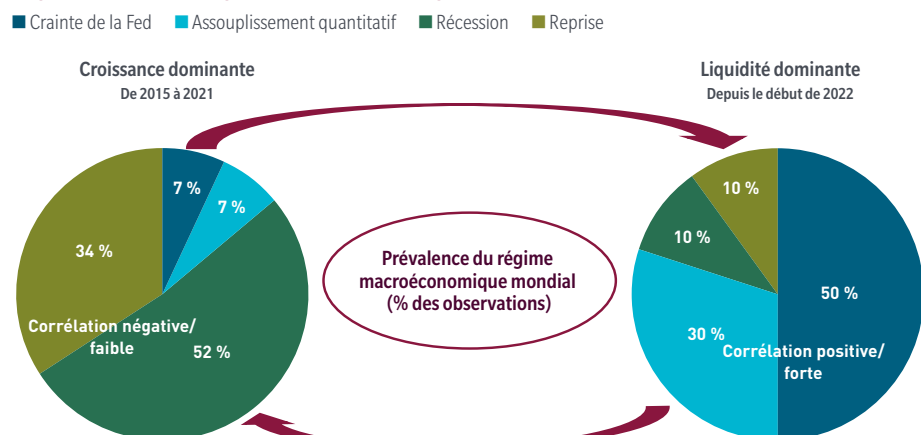


Source : Bloomberg. Données quotidiennes du 1er mars 2022 au 2 juin 2023. Les données font référence à la limite supérieure. Taux directeurs implicites fondés sur les contrats à terme mensuels sur les fonds fédéraux de mai 2023 à décembre 2024, rajustés de 0,125 % pour tenir compte de la limite supérieure des fonds fédéraux.

**Il devrait y avoir un changement de paradigme, soit le passage de la liquidité à la croissance.**

Le régime de crainte de la Fed a été observé 50 % du temps depuis 2022 (figure 4); on parle d'un régime de liquidité dominante, car la liquidité est le principal moteur du marché. Dans un tel contexte, les investisseurs craignent le plus l'impact du repli des liquidités. Nous sommes d'avis que le thème du discours du marché changera et portera sur la croissance au cours de la prochaine période, les craintes d'une récession devenant la principale préoccupation du marché. Il existe deux régimes distincts dans la catégorie de régimes de croissance dominante : les craintes à l'égard de la croissance et la dynamique de croissance (se reporter à la figure 1). Sous le régime de crainte à l'égard de la croissance ou d'une récession, les taux baissent tandis que les écarts de taux s'élargissent, car le risque de récession plus élevé est pris en compte. À l'autre extrémité du spectre de la croissance, le régime de dynamique de croissance tend à être caractérisé par des taux plus élevés et le rétrécissement des écarts de taux. Cette situation pourrait se produire à court terme, surtout si les États-Unis parviennent à éviter une récession. À notre avis, le principal risque réside dans la prolongation du durcissement de ton de la banque centrale, ce qui viendrait prolonger la crainte de la Fed et entraînerait presque inévitablement une récession plus grave.

**Figure 4 : Le changement de paradigme du marché**



À titre indicatif seulement. Notes et sources : Bloomberg, données mensuelles de janvier 2015 à avril 2023. Bloomberg. Taux des obligations du Trésor amér. à 10 ans. Écarts de taux des obligations de sociétés américaines de catégorie investissement Bloomberg. Le régime de crainte de la Fed est observé lorsqu'il y a une hausse des taux à 10 ans d'au moins 10 pb pour le mois, tandis que les écarts de taux des obligations de catégorie investissement augmentent de 5 pb. Le régime d'assouplissement quantitatif est observé par la baisse des taux à 10 ans d'au moins 10 pb pour le mois, ainsi que par la baisse des écarts de taux des obligations de catégorie investissement de 5 pb. De même, le régime de récession est caractérisé par une baisse des taux d'au moins 10 pb et par un élargissement des écarts d'au moins 5 pb. Enfin, le régime de reprise correspond à une hausse des taux d'au moins 10 pb, combinée à un resserrement des écarts d'au moins 5 pb. Le pourcentage d'observations pour chaque régime est simplement le ratio du nombre d'observations pour un régime donné par rapport au nombre total d'observations pour une période donnée. La flèche du bas illustre notre opinion selon laquelle il devrait y avoir un changement de paradigme, soit le passage de la liquidité à la croissance.



**C'est probablement la fin du cycle économique.** Selon nous, il est plus probable qu'improbable que les États-Unis entrent en récession dans un proche avenir. Les analystes prédisent qu'elle commencera plus tard, la date ne cessant d'être reportée étant donné la résilience de l'économie américaine. Même si prédire une récession relève davantage de l'art que de la science, prédire qu'une récession commencera au quatrième trimestre de cette année est raisonnable. Selon les observations préliminaires des données sur l'activité économique, toute récession aux États-Unis sera modérée étant donné l'absence de déséquilibres systémiques évidents du bilan. Les perspectives de croissance demeurent incertaines dans ce scénario de base, mais les risques sont présents des deux côtés. Un atterrissage en douceur – un ralentissement qui n'est pas assez important pour être considéré comme une récession – ne peut être écarté. Mais une grave récession pourrait également se produire si des excès financiers majeurs sont mis au jour, dans l'univers des actifs privés par exemple, ou si les menaces à la stabilité financière s'aggravent davantage.

**Notre surveillance du risque de récession indique que la récession arrive lentement.** Une grande disparité existe encore entre les indicateurs de croissance dans l'ensemble des indicateurs avancés. Les signes de récession les plus alarmants proviennent de ce que l'on appelle les données subjectives, en particulier celles provenant des enquêtes sur la confiance des entreprises, la confiance des consommateurs et les conditions d'octroi de prêts. Néanmoins, les marges bénéficiaires des sociétés demeurent élevées et le marché de l'emploi demeure vigoureux, comme en témoigne le faible nombre de demandes d'assurance-chômage initiales (figure 5). De plus, notre indicateur du cycle économique (BCI) signale actuellement le risque de ralentissement important, mais non d'une récession imminente (figure 6). Par le passé, le niveau du BCI associé aux risques de récession importante était plus près de -1 que de -0,47.

Figure 5 : Surveillance des risques de récession

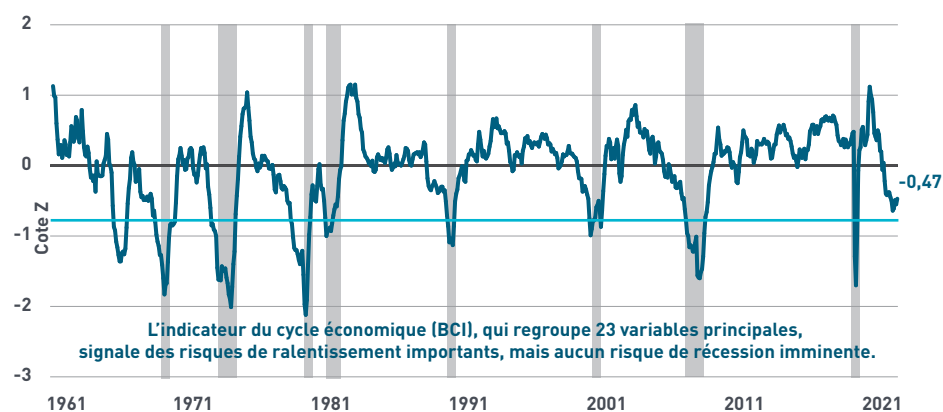
Surveillance du risque de récession	Plus récemment	6 mois plus tôt	Risque de récession élevé
Sondage Empire State Manufacturing Survey de la Fed de New York	-2,47	-0,24	
Sondage d'opinion auprès des responsables des prêts	-2,10	-1,39	
Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan	-1,97	-2,20	
Indice de confiance des petites entreprises de la NFIB	-1,83	-1,40	
Indicateurs avancés du Conference Board	-1,79	-0,98	
Nouvelles demandes de l'ISM	-1,67	-1,14	
Mises en chantier résidentielles	-1,12	-0,52	
Permis de construction de logements	-1,07	-0,59	
Perspectives des entreprises de la Fed de Philadelphie	-1,03	-1,32	
Coût unitaire de la main-d'œuvre	-0,98	-1,19	
Indice manufacturier ISM	-0,98	-0,65	
Indice ISM des services	-0,76	-0,12	
Perspectives des dépenses en immobilisations	-0,75	-0,39	
Croissance des bénéfices des sociétés	-0,24	0,15	
National Association of Home Builders Market Index	-0,12	-1,07	
Variation de la marge bénéficiaire	-0,08	-0,14	
Modification du ratio de rémunération (% du PIB)	-0,01	0,55	
Ratio de placement (% du PIB)	0,18	-0,19	
Écart de production (% du PIB potentiel)	0,23	0,06	
Indice de confiance des consommateurs du Conference Board	0,25	0,22	
Ventes de logements neufs	0,46	-0,85	
Demandes d'assurance-chômage initiales	0,50	0,57	
Composante de l'énergie de l'IPC	0,90	-1,18	
Niveau des marges bénéficiaires	1,12	1,35	

Faible risque de récession

Source : Bloomberg. Selon les cotes Z individuelles depuis janvier 1960 ou la création de la série de données, selon la première éventualité. Selon les données mensuelles les plus récentes pour chaque variable. Reportez-vous à la remarque finale pour connaître toutes les sources.



Figure 6 : Aucun risque imminent de récession



Source : Données de Bloomberg. Données mensuelles de janvier 1962 à avril 2023. L'indice BCI regroupe les cotes Z de 23 variables<sup>4</sup>. Les zones ombrées désignent les récessions officielles aux États-Unis telles que définies par le National Bureau of Economic Research (NBER). La cote Z correspond au nombre d'écart-types d'un point donné au-dessus ou en dessous de la moyenne. La ligne horizontale indique une cote Z de -0,85, ce qui signale un écart important par rapport à la moyenne.

**Le changement de paradigme du marché devrait soutenir les titres à revenu fixe.** Le régime de crainte de la Fed était le pire scénario pour les titres à revenu fixe. Selon nous, le changement de cap par rapport à ce régime devrait se traduire par de meilleures perspectives de rendement pour les titres à revenu fixe. En raison de la crainte de la Fed, les taux et les écarts de taux ont augmenté, ce qui a conjointement nuï au rendement total. C'est pourquoi nous avons observé des rendements négatifs dans les deux chiffres pour la plupart des catégories de titres à revenu fixe mondiaux en 2022. En revanche, dans les régimes de croissance dominante, les fluctuations des écarts de taux et des taux devraient se neutraliser, ce qui signifie que le choc potentiel sur les rendements n'est plus amplifié. Si l'on examine la matrice des résultats potentiels des fluctuations des taux et des écarts de taux pour les obligations américaines de catégorie investissement, on constate que le rendement prévu sur un horizon d'un an ne deviendra négatif qu'en cas de fluctuations importantes des marchés. Par exemple, sous le régime de crainte à l'égard de la croissance, les prévisions de rendement sur un an pour les obligations américaines de catégorie investissement ne tomberont en territoire négatif que si la variation nette des fluctuations des taux et des écarts combinées atteint au moins 90 points de base – un élargissement des écarts de 120 points de base et une baisse de 30 points de base pour une variation nette de 90 points de base. Même si un changement d'une telle ampleur ne peut être écarté, il serait généralement associé à un scénario de récession grave. Dans l'ensemble, nous croyons que la probabilité de rendements négatifs pour les titres à revenu fixe sera vraisemblablement plus faible après la récente correction à la hausse des taux. Cela s'explique par un revenu plus élevé découlant de la hausse des taux obligataires, qui agit alors comme un obstacle plus important aux rendements absolus négatifs.



Figure 7 : Prévisions de rendement sur un an pour les obligations américaines de catégorie investissement selon divers scénarios de fluctuations des taux et des écarts (%)

Obligations américaines de catégorie investissement

**Fluctuations des écarts au cours de la prochaine année (pb)**

	-150	-120	-90	-60	-30	0	30	60	90	120	150	180	210
150	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93	-18,07	-20,21
120	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93	-18,07
90	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93
60	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79
30	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65
0	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50
-30	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36
-60	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22
-90	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08
-120	24,77	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94
-150	26,91	24,77	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21

**Fluctuations des taux au cours de la prochaine année (pb)**

Source : Bloomberg : Oblig. am. cat. inv. = indice Bloomberg US Aggregate Corporate. Rendement actuel au 1<sup>er</sup> juin 2023. Durée actuelle au 1<sup>er</sup> juin 2023. Le rendement prévu sur un an est estimé en fonction du taux de rendement actuel + la variation nette entre le taux et l'écart de taux × la durée. Les références au rendement prévu ne sont ni des promesses ni des estimations du rendement réel que pourrait réaliser un investisseur, et il ne faut pas s'y fier. Les prévisions sont présentées à titre indicatif seulement et elles ne doivent pas être considérées comme étant des conseils ou interprétées comme étant des recommandations ou des garanties de rendement. Elles reposent sur des estimations et des hypothèses subjectives qui n'ont pas encore eu lieu ou qui pourraient ou non se réaliser. Les prévisions comportent des limites, car elles ne reposent pas sur des opérations réelles, mais elles sont plutôt basées sur les modèles et les données compilées par MFS. Les résultats ne sont pas représentatifs des rendements réels qui pourraient être obtenus. Les rendements peuvent varier considérablement d'un investisseur à l'autre.

Dans l'ensemble, nous croyons que le moment est peut-être bien choisi pour envisager une augmentation de la pondération des titres à revenu fixe en prévision de ce changement de paradigme positif du marché. ▲



### Notes

- <sup>1</sup> Le diagramme à quatre quadrants décrit les quatre régimes macroéconomiques possibles pour les titres à revenu fixe en fonction des fluctuations des taux et des écarts : la crainte de la Fed, les craintes à l'égard de la croissance ou d'une récession, l'assouplissement quantitatif et la dynamique de croissance. Par exemple, sous le régime de crainte de la Fed, les taux et les écarts de taux augmentent. Sous le régime de craintes à l'égard de la croissance, les écarts de taux se creusent, mais les taux baissent.
- <sup>2</sup> Source : Bloomberg. La corrélation à court terme correspond à la corrélation sur une période mobile de 60 jours des rendements quotidiens des obligations du Trésor américain et de l'indice S&P 500. Obligations du Trésor américain = indice Bloomberg US Treasury. Les données du 2 juin 2023 montrent un coefficient de corrélation de -0,48.
- <sup>3</sup> Bloomberg. L'indice ICE BofA Move de la volatilité implicite normalisée des options d'un mois sur obligations du Trésor est un indice pondéré en fonction de la courbe des taux. Il s'agit de la moyenne pondérée de la volatilité des obligations d'État actuelles à 2 ans (CT2), à 5 ans (CT5), à 10 ans (CT10) et à 30 ans (CT30). Données au 2 juin 2023.
- <sup>4</sup> Le BCI intègre les variables suivantes : Demandes d'assurance-chômage initiales (Department of Labor), Permis de construire (US Census Bureau), Indice de diffusion de l'enquête sur les perspectives des entreprises de la Fed de Philadelphie (Fed de Philadelphie (Fed de Philadelphie), ventes de logements neufs (US Census Bureau), Indice de confiance des consommateurs (Université du Michigan), Indice de confiance des consommateurs (Conference Board), Indice des dépenses en immobilisations prévues composé des enquêtes régionales de la Fed (New York, Richmond, Dallas, Kansas City, Philadelphie), Nouvelles commandes de l'ISM (Institute for Supply Management), Variation des marges bénéficiaires des sociétés (Bureau of Economic Analysis), Croissance des bénéfices des sociétés (Bureau of Economic Analysis), Niveau des marges bénéficiaires des sociétés (Bureau of Economic Analysis), Écart de production (Congressional Budget Office), Indice des prix à la consommation aux États-Unis (Bureau of Labor Statistics), Empire State Manufacturing Survey (Fed de New York), National Association of Home Builders Market Index (NAHB), Indice de confiance des petites entreprises de la NFIB (NFIB), Mises en chantier résidentielles (Census bureau), Sondage d'opinion auprès des responsables des prêts, pourcentage net des répondants américains qui resserrent les normes relatives aux prêts commerciaux et industriels aux petites entreprises (Fed), Indice manufacturier ISM (Institute for Supply Management), Indice ISM des services (Institute for Supply Management), Ratio de placement : investissement fixe en % du PIB – transformé en série mensuelle par interpolation (Bureau of Economic Analysis), Modification du ratio de rémunération. Rémunération personnelle des employés reçue en % du PIB. Variation sur 12 mois du ratio (Bureau of Economic Analysis), coût unitaire de la main-d'œuvre (Bureau of Labor Statistics).

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG<sup>MD</sup> est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS<sup>MD</sup> et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc.; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. Aucune commission des valeurs mobilières ni aucun organisme de réglementation analogue au Canada n'ont passé en revue le présent document. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse** : Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS<sup>MD</sup>, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse)** : Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) S. à r.l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social se situe au S. à r.l. 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352-2826-12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*.