

Le portage est de retour, juste au moment où on en a besoin



Jules Boudreau, M.A.

Économiste principal
Équipe des stratégies multi-actifs

Tout le monde sait que les actions progressent à long terme. Mais il existe d'autres sources de rendement à long terme, comme le « portage » : stratégie qui consiste à acheter des actifs à rendement élevé, dont des devises, et à vendre des actifs à rendement faible. Le portage est une prime de risque alternative. Il affiche un rendement positif la plupart du temps, mais, tout comme les actions, il a tendance à subir de graves baisses en période de crise.

Le portage de devises a connu une période digne des contes de fées dans les années 2000, au cours desquelles les actions américaines ont fait du surplace. De 2000 à 2007, l'indice S&P 500 a enregistré un rendement annuel moyen de 1,8 %. Par ailleurs, l'indice Goldman Sachs Carry, qui applique une stratégie de portage de devises simple, a enregistré un rendement de 10,8 % par année, tout en affichant moins de la moitié de la volatilité des actions américaines. Le portage et les actions ont connu une année 2008 éprouvante, la crise financière mondiale ayant fait des ravages sur les marchés financiers. Cependant, même si les actions américaines sont ensuite passées dans l'une des plus longues périodes haussières de l'histoire, le portage a stagné. La sous-performance du portage pourrait s'expliquer par une distorsion de la dynamique des taux d'intérêt causée par le fait que de nombreuses banques centrales ont atteint la limite inférieure du zéro et instauré des politiques d'assouplissement quantitatif. Du côté des marchés émergents, de nombreux pays à taux d'intérêt élevés ont connu de douloureuses difficultés après la crise financière mondiale. De plus, l'effondrement du prix du pétrole à l'échelle mondiale en 2014-2015 a bouleversé l'équilibre macroéconomique des pays exportateurs de produits de base, ce qui a affaibli leurs monnaies.

Bonne nouvelle pour les investisseurs multi-actifs diversifiés : le portage de devises a connu sa période creuse en même temps que les actions et les obligations ont produit des rendements spectaculaires. Un portefeuille 60/40 d'actions et de titres du Trésor américains a inscrit un rendement de 10,2 % par

FAITS SAILLANTS

Après avoir été extrêmement populaire dans les années 2000, le portage de devises a connu une période creuse dans les années 2010.

Au cours des deux dernières années, le portage a fait un retour comme prime de risque alternative, surpassant tant les actions que les obligations.

Nous estimons que le regain de popularité du portage persistera, tout comme son rôle de diversification de premier ordre.

année au cours de la période de 10 ans terminée en 2021, soit la décennie qui a coïncidé avec la sous-performance du portage. La prime de risque « alternative » n'était pas nécessaire dans une période où les primes de risque « classiques », c'est-à-dire les actions et les obligations, ont permis de se remplir les poches.

La meilleure nouvelle pour les investisseurs multi-actifs, c'est que le portage a refait surface juste au moment où les actions et les obligations sont malmenées. Les portefeuilles d'actions et d'obligations équilibrés ont connu l'une des pires années de leur histoire en 2022. L'année a toutefois été particulièrement remarquable pour le portage de devises, tant sur les marchés développés que sur les marchés émergents. La figure 1 montre que le portage a surpassé en tout point les actions et les obligations sur le plan du rendement corrigé du risque au cours des deux dernières années. De plus, sa meilleure remontée a eu lieu pendant l'effondrement des titres à revenu fixe au premier semestre de 2022, ce qui a procuré une diversification grandement nécessaire.

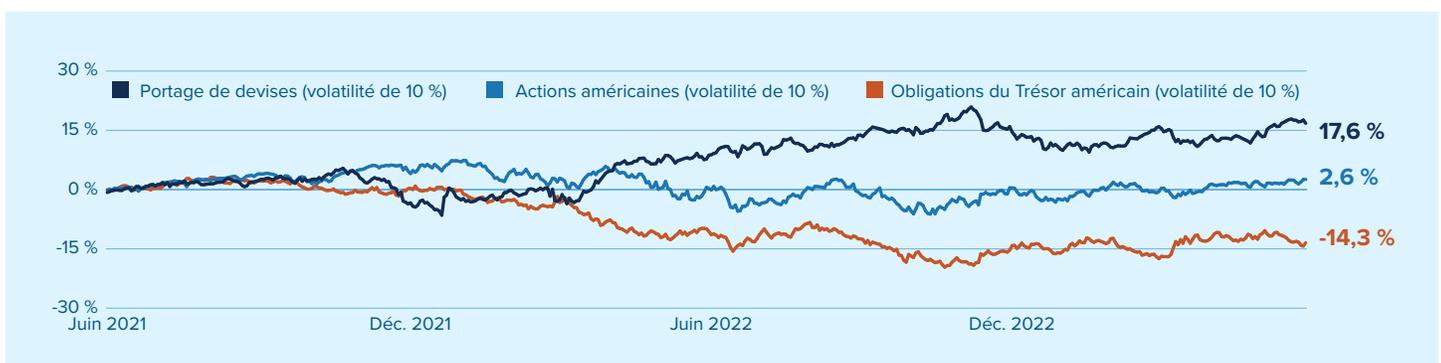
La figure 2 montre que le portage a tendance à surpasser les primes de risque classiques en période de croissance inflationniste comme celle que nous connaissons depuis deux ans. Or, les actions, en particulier les actions américaines, ont tendance à bien se comporter dans un contexte macroéconomique « idéal », qui combine une forte croissance et une faible inflation. Dans le contexte idéal prolongé des années 2010, les portefeuilles 60/40 de titres américains ont dominé. Nous nous attendons toutefois à un

meilleur équilibre entre les contextes macroéconomiques à l'avenir et à de nouvelles occasions de se démarquer pour le portage.

En octobre, nous avons souligné le retour de la divergence macroéconomique entre les pays, après quelques années de convergence alimentée par les tendances mondiales liées à la COVID-19, les taux d'intérêt nuls et les déficits gouvernementaux généralisés. Cette divergence explique en partie la résurrection du portage, en particulier pour les monnaies des marchés développés. Pendant la majeure partie des années 2010, mais surtout en 2020, alors que les banques centrales du G10 maintenaient les taux près de zéro, il y avait peu de marge de manœuvre pour générer des rendements par le portage. Maintenant que les investisseurs en devises peuvent encore une fois tirer parti des écarts importants entre les taux d'intérêt, le potentiel du portage comme source de rendement s'améliore (figure 2).

Tout comme les actions, le portage de devises connaîtra des périodes difficiles, et les baisses inévitables justifieront son rendement excédentaire à long terme. On n'obtient rien sans peine. Mais le portage demeure une importante prime de risque de diversification pour les investisseurs multi-actifs, surtout en période d'inflation élevée à l'échelle mondiale. Nous offrons dans le Fonds global macro notre propre stratégie de portage de devises, que nous mettons en œuvre avec d'autres stratégies de change afin de produire un flux de rendement diversifié et d'afficher une corrélation faible avec les actions et les obligations.

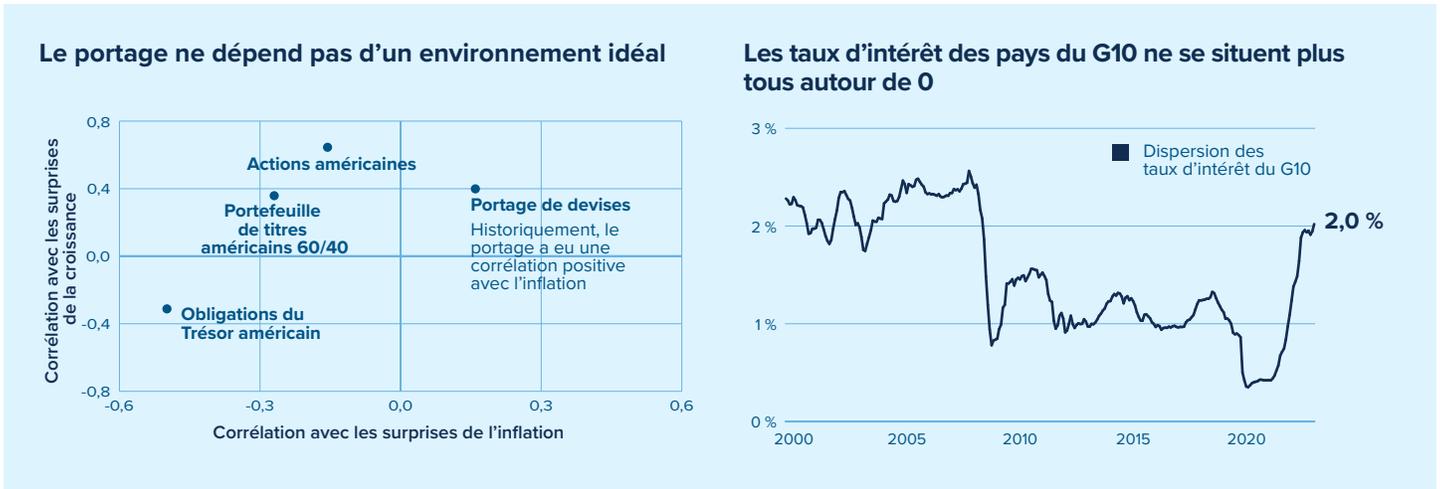
FIGURE 1. LE RETOUR DU PORTAGE SURVIENT JUSTE AU MOMENT OÙ LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS SONT MALMENÉES. Le portage de devises a inscrit un rendement supérieur au cours des deux dernières années.



Source : Bloomberg, au 30 mai 2023. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : l'indice Goldman Sachs Asset Management FX Carry, l'indice de rendement total S&P 500 et l'indice de rendement total des contrats à terme sur obligations du Trésor américain à 10 ans. Aux fins de comparaison, les séries de rendements sont réduites à une volatilité de 10 %.



FIGURE 2. LA DIVERGENCE MACROÉCONOMIQUE AMÉLIORE LE POTENTIEL DE RENDEMENT SUPÉRIEUR DU PORTAGE.



Source : Bloomberg, au 30 mai 2023. Les marqueurs dans le graphique de gauche montrent la corrélation entre les rendements et les surprises macroéconomiques. Veuillez vous reporter à la page 22 du *Livre orange de 2023* pour plus de renseignements sur la méthodologie. Le « portage de devises » représente l'indice Goldman Sachs Asset Management FX Carry. Le graphique de droite montre l'écart-type transversal des taux de swap sur un an pour les monnaies des pays du G10.



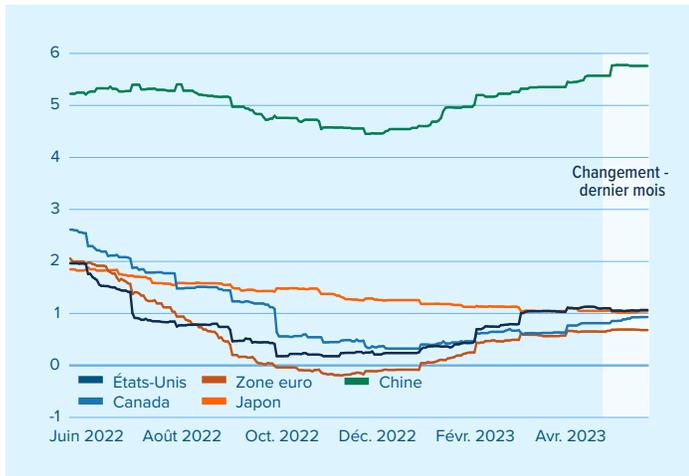
Mise à jour macroéconomique mondiale

Les prévisionnistes s'attendent à ce que l'**économie américaine** soit à la traîne des autres grandes économies l'année prochaine. Nous pensons cependant que le Canada se trouve manifestement dans une situation pire que les États-Unis. Même si les deux pays ont commencé l'année en affichant une excellente croissance, l'économie canadienne montre plus de faiblesses. Aux États-Unis, la plupart des secteurs ont continué sur leur lancée positive et les dépenses de consommation se sont remarquablement bien comportées (voir Thème émergent). Les taux sont plus bas au Canada, ce qui pourrait indiquer un assouplissement de la politique monétaire. Mais le taux neutre est également plus bas pour le pays, ce qui signifie que la politique monétaire canadienne est aussi restrictive que celle des États-Unis. De plus, la Banque du Canada recommencera probablement

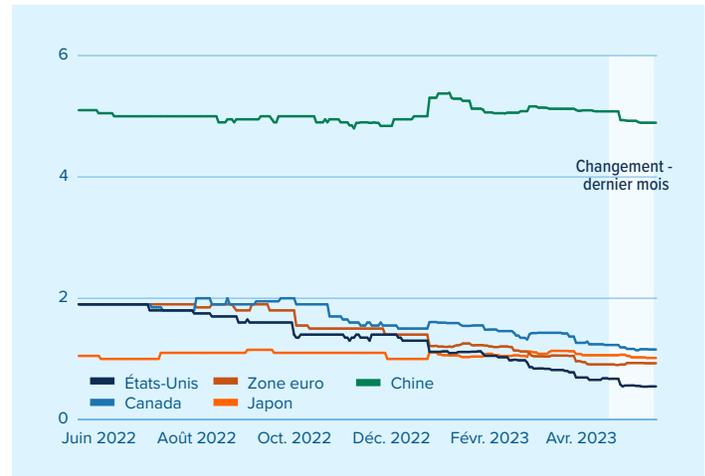
à relever les taux en juin ou en juillet, ce qui exercera des pressions supplémentaires sur la croissance.

L'**Allemagne** est officiellement entrée en récession avec la publication des données sur le PIB du premier trimestre de 2023 le 25 mai. La crise énergétique causée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie a plombé les dépenses de consommation à la fin de 2022 et au cours des premiers mois de 2023. Les prix de l'énergie ont cependant considérablement reculé depuis, et le secteur manufacturier allemand a rebondi de façon impressionnante. Les données sur les dépenses des ménages, qui ne sont jamais le point fort de l'Allemagne, sont encore contrastées, mais l'économie allemande devrait renouer avec une croissance positive au deuxième trimestre de 2023.

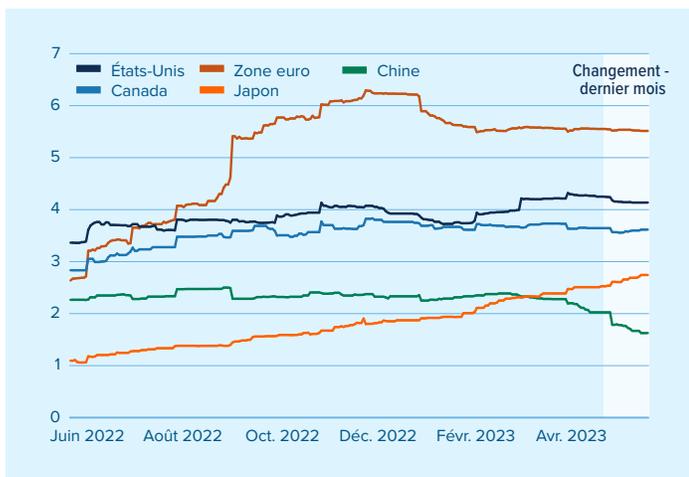
PRÉVISION DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL EN 2023 (% , CONSENSUS)



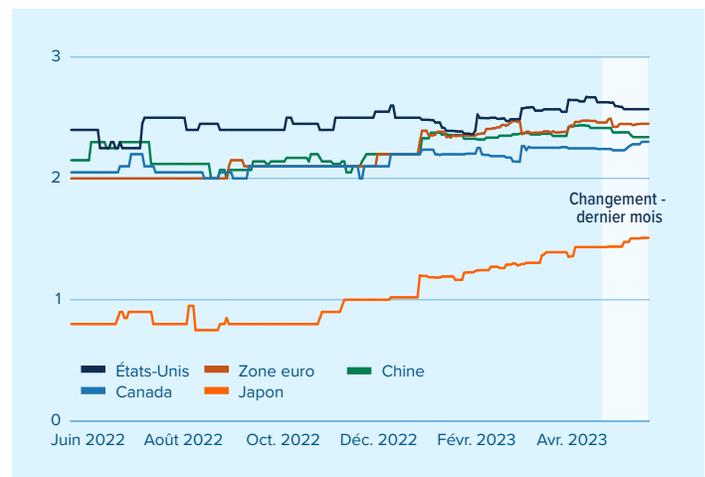
PRÉVISION DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL EN 2024 (% , CONSENSUS)



PRÉVISION DE L'INFLATION EN 2023 (% , CONSENSUS)



PRÉVISION DE L'INFLATION EN 2024 (% , CONSENSUS)



Source : Consensus Economics, au 31 mai 2023.



Mise à jour sur les marchés financiers

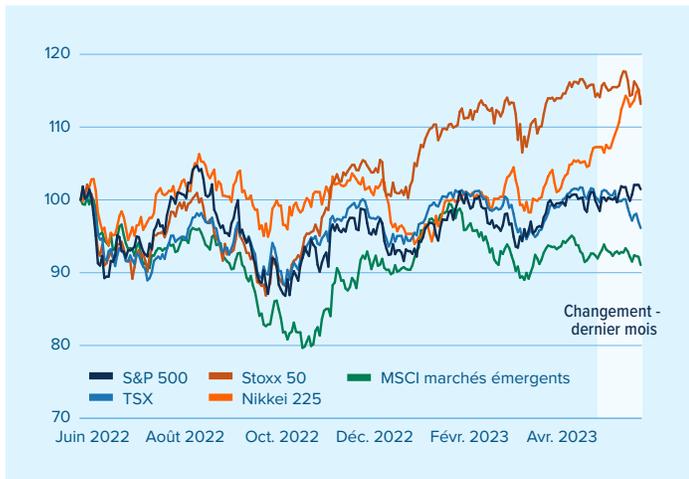
Les **actions** ont fait du surplace en mai. Seul un petit sous-ensemble d'actions américaines, qui sont exposées à la technologie de l'intelligence artificielle (IA), a enregistré des gains importants. Les **actions japonaises** ont bondi de plus de 8 % le mois dernier, soutenues par la faiblesse de la devise, le raffermissement de l'économie intérieure et l'optimisme à l'égard de l'IA. L'indice Nikkei a atteint son plus haut niveau depuis 1990.

Après avoir fait du surplace pendant un mois et demi à la suite de l'effondrement de la Silicon Valley Bank (SVB), les **taux obligataires** ont dépassé leurs niveaux de résistance et ont progressé sur l'ensemble de la courbe.

Les données sur la croissance et l'inflation plus fortes que prévu, combinées à l'accalmie apparente du secteur bancaire, donnent à penser que la Réserve fédérale n'a probablement pas encore terminé de relever les taux.

L'**or** a connu une période difficile en mai, après avoir inscrit un rendement exceptionnel en mars et en avril. Même si nous considérons toujours qu'il représente une diversification passive, sur le plan tactique, l'or semble surexploité. Les achats d'or par les banques centrales diminuent et la hausse des taux pourrait nuire au prix de cet actif à rendement nul.

INDICES BOURSIERS (IL Y A UN AN = 100)



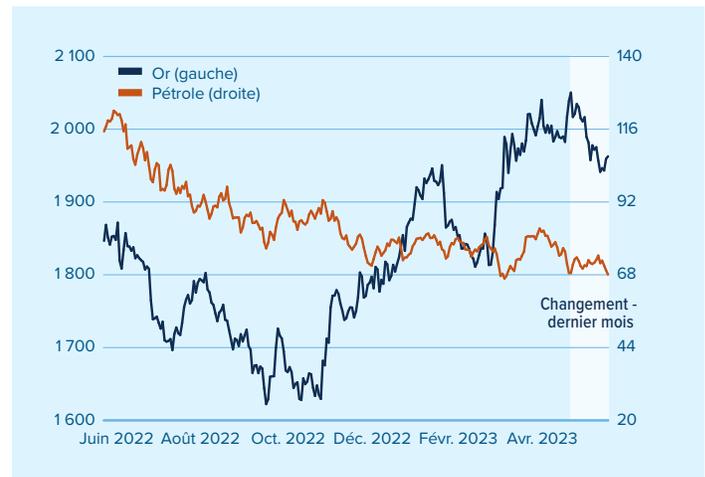
RENDEMENTS DES OBLIGATIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN (%)



DEVISES (PAR RAPPORT AU USD, IL Y A UN AN = 100)



PRIX DES PRODUITS DE BASE (EN USD)



Source : Bloomberg, au 31 mai 2023. Indices boursiers de rendement total en devises locales, à l'exception de l'indice MSCI MÉ, qui est libellé en dollars américains.

Ce qui retiendra notre attention en juin

15 juin : Ventes au détail aux États-Unis en mai

- En avril, les ventes au détail aux États-Unis, excluant l'automobile et l'essence, ont augmenté de 6,7 % sur une base annualisée, ce qui est nettement supérieur aux prévisions consensuelles de 2,4 %. La production et les ventes de véhicules ont récemment pris de l'ampleur, ce qui devrait faire passer le secteur automobile du statut de secteur à éviter à celui de secteur favorable pour ce qui est des ventes au détail.
- La confiance des consommateurs n'est pas au rendez-vous, mais les cartes de crédit sont plus éloquentes que les paroles. Les salaires augmentent à un rythme annualisé d'environ 4 %, et la création d'emplois demeure solide. Par conséquent, nous nous attendons à ce que les dépenses de consommation demeurent au-dessus de la moyenne au deuxième semestre de l'année.

20 juin : Mises en chantier aux États-Unis en mai

- Les mises en chantier ont largement dépassé les prévisions des économistes en 2023. Le rebond de l'activité de construction s'explique en partie par la forte croissance de l'emploi, l'effondrement des prix des matériaux de construction et l'assouplissement du ton de la Fed au début de 2023.
- L'arriéré de projets de construction amorcés, mais incomplets donne à penser qu'en l'absence d'un choc de croissance majeur, la construction résidentielle ne sera probablement pas une source importante de mises à pied pour le reste de 2023. Tout va pour le mieux du côté des mises en chantier.

30 juin : Résultats de l'enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises

- Le Conseil de direction de la Banque du Canada accorde une attention considérable à l'Enquête sur les perspectives des entreprises de son personnel. En particulier, de récents sondages ont montré que les attentes d'inflation des dirigeants ont fortement augmenté depuis la fin de 2021. L'absence d'amélioration à cet égard pourrait se traduire par une hausse prolongée des taux.
- L'Enquête d'avril a révélé que l'impulsion de croissance au Canada était globalement neutre : la période d'aubaine post-pandémique est chose du passé, mais les perspectives des entreprises ne reflètent pas (encore?) les craintes d'une récession.

Thème émergent

Nous repoussons à plus tard la discussion sur une récession mondiale depuis maintenant plus d'un an. Nous avons positionné le Fonds global macro en conséquence au cours de la dernière année, par exemple en vendant à découvert des obligations gouvernementales et en achetant des devises liées aux produits de base.

Où en sommes-nous aujourd'hui? Nous en sommes toujours au même endroit : la probabilité d'une récession demeure légèrement exagérée, selon nous.

Le tiers du PIB mondial, combinant la Chine et l'Europe, est passé d'une contraction à une expansion timide au cours des six derniers mois. Même si l'impulsion qui en résulte est faible, elle est manifestement positive.

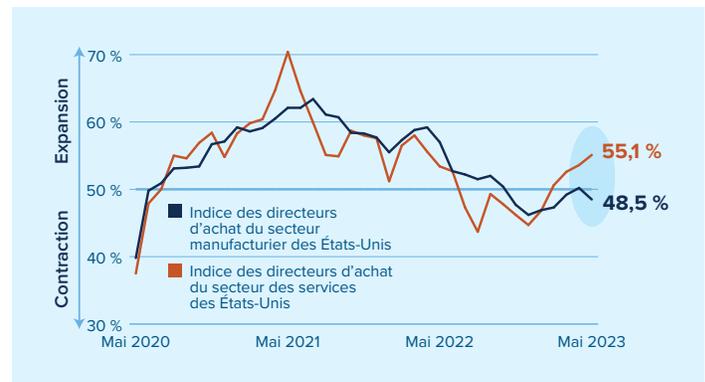
Néanmoins, la croissance mondiale dépend ultimement de l'appétit jusqu'ici insatiable des consommateurs américains. Quelqu'un doit acheter les exportations provenant de l'Allemagne et de la Chine.

L'économie américaine, alimentée par la surchauffe du marché de l'emploi et l'essor du secteur des services, a montré très peu de signes de ralentissement. Le contrecoup sur les prêts de la récente faillite des banques nuira aux dépenses de consommation alimentées par le crédit, mais il devrait être compensé par la

croissance rapide des salaires et le marché immobilier résidentiel nouvellement fringant.

Pour mettre l'accent sur ce point de vue, c'est-à-dire la probabilité de récession exagérée après la faillite de la SVB, nous avons ajouté il y a quelques semaines une petite position vendeur de titres du Trésor à 2 ans au Fonds global macro.

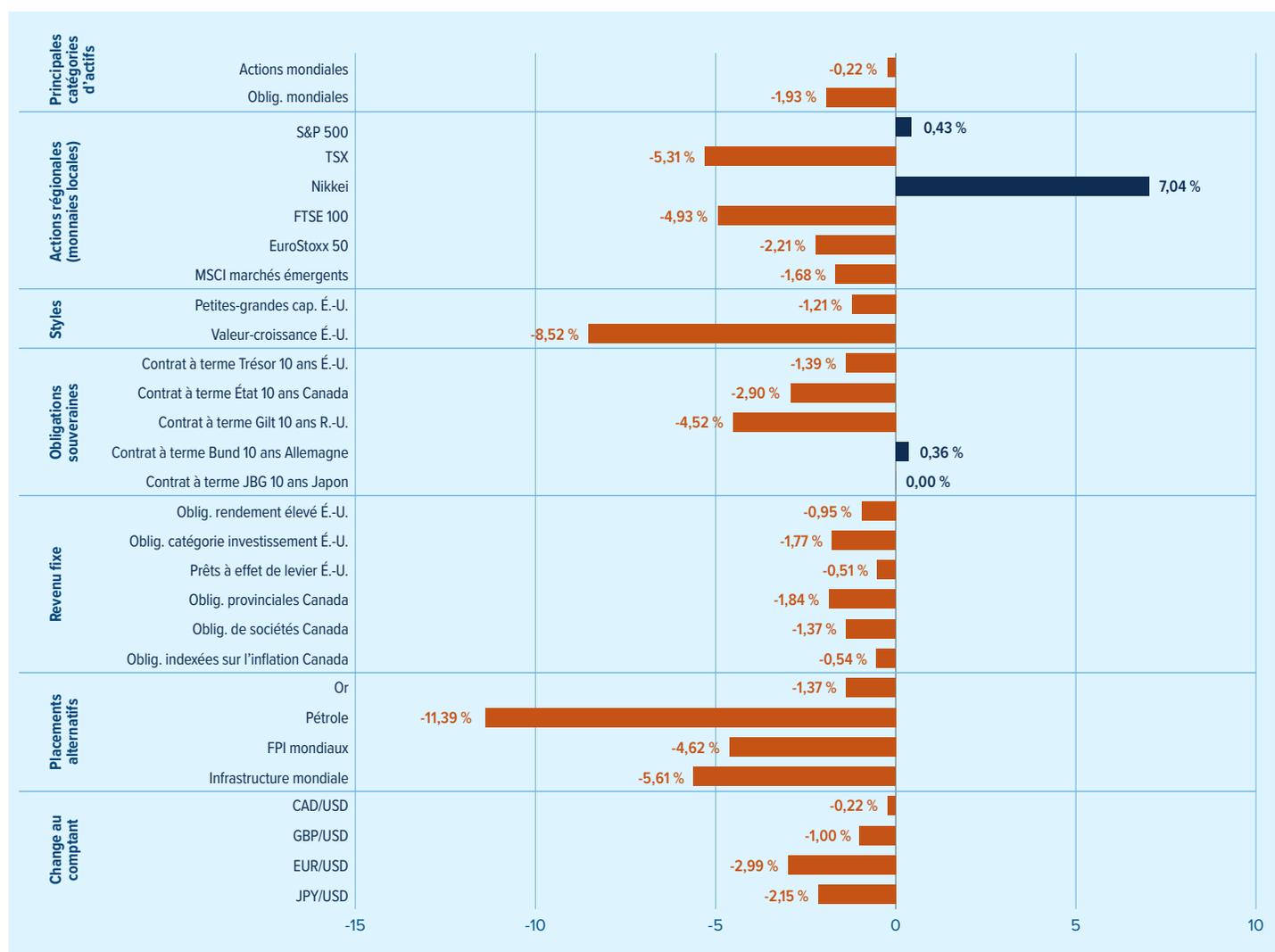
LE SECTEUR DES SERVICES DES ÉTATS-UNIS EST NETTEMENT EXPANSIONNISTE



Source : Bloomberg, au 31 mai 2023



Rendements des marchés financiers en mai



Notes : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg, au 31 mai 2023. Les rendements des indices sont pour la période suivante : du 1^{er} mai 2023 au 31 mai 2023. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : MSCI monde (monnaies locales), BBG Barclays Multiverse, S&P 500 (USD), indice composé TSX 60 (CAD), Nikkei 225 (JPY), FTSE 100 (GBP), EuroStoxx 50 (EUR), MSCI MÈ (monnaies locales), Russell 2000 – Russell 1000, Russell 1000 Valeur – Russell 1000 Croissance, contrat à terme Trésor 10 ans États-Unis, contrat à terme obligations État 10 ans Canada, contrat à terme obligations gilt 10 ans Royaume-Uni, contrat à terme bund 10 ans Allemagne, contrat à terme obligations 10 ans Japon, BAML HY Master II, iBoxx US Liquid IG, Leveraged Loans BBG (USD), obligations provinciales (FTSE/TMX Universe), BAML Canada Corp, BAML Canada IL, BBG Gold, BBG WTI, REIT (MSCI Local), Infrastructure (MSCI Local), BBG CAD USD, BBG GBP USD, BBG EUR USD, BBG JPY USD.

Réservé aux investisseurs institutionnels. Publié par la Corporation Financière Mackenzie. Le contenu de ce commentaire (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation. Le présent commentaire renferme des énoncés prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir. Les renseignements prospectifs sont de par leur nature assujettis entre autres à des risques, incertitudes et hypothèses pouvant donner lieu à des écarts significatifs entre les résultats réels et ceux exprimés dans les présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, mais sans s'y limiter, les conditions générales économiques, politiques et des marchés, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les poursuites judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Veuillez soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et ne pas accorder une confiance exagérée aux renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif contenu aux présentes n'est valable qu'au 31 mai 2023. Il ne faut pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés par suite de nouveaux renseignements, de circonstances changeantes, d'événements futurs ou pour d'autres raisons. Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs et investisseuses dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.