

- Les actions des marchés développés ont moins reculé que celles des marchés émergents au troisième trimestre, même si la baisse relativement faible (en dollars américains) enregistrée par les États-Unis a masqué des baisses plus importantes en Europe et au Royaume-Uni.
- Les taux des obligations d'État ont grimpé au cours du trimestre. Même si le marché obligataire canadien a été légèrement positif, à l'échelle mondiale, la performance des titres à revenu fixe a entraîné une série de pertes en raison de l'augmentation des rendements (les rendements et les prix évoluent façon inverse).
- Une récession mondiale se profile à l'horizon, l'Europe et le Royaume-Uni étant plus vulnérables à un ralentissement que les États-Unis au cours des prochains mois. Malgré les fluctuations à court terme, la tendance principale des actifs à risque semble toujours négative.

---

### Point de vue de SEI sur le marché canadien

Il est difficile d'avoir les États-Unis comme voisin et principal partenaire commercial. Quand les États-Unis attrapent le rhume, le Canada risque d'attraper une pneumonie. La plus grande maladie actuellement en Amérique est l'inflation, et le Canada a contracté la maladie. Les prix à la consommation de base ont grimpé en flèche dans les deux pays.

Les États-Unis ont enregistré un bond de 6,3 % en glissement annuel jusqu'en août, tandis que l'augmentation au Canada s'élève à 5,7 %. Non seulement les deux pays ont connu une accélération par rapport à leur niveau le plus bas de la pandémie, mais ils connaissent tous deux des hausses de prix de plus du triple des moyennes (1,8 % par année au Canada, 2,0 % aux États-Unis) entre 2001 et 2020.

Certes, une bonne partie de l'inflation du Canada est d'origine nationale. Le taux de salaire horaire moyen et la rémunération totale par heure sont en hausse, le taux de salaire dépassant un taux de croissance annualisé de 5 %. En dehors de la distorsion causée par la pandémie au printemps et à l'été 2020, il s'agit de la hausse la plus rapide des salaires depuis au moins deux décennies. Comme aux États-Unis, la productivité de la main-d'œuvre (production par heure) a baissé, ce qui a aggravé la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre. Avec un taux de 6,6 % en glissement annuel au deuxième trimestre, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre n'est pas aussi forte qu'aux États-Unis, mais elle est tout de même mauvaise. À mesure que l'économie ralentit, nous devrions nous attendre à une plus grande faiblesse des données de productivité et à une hausse cyclique des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Encore une fois, comme aux États-Unis, le marché de l'emploi est extrêmement serré. Il y a environ autant de postes vacants au Canada que de chômeurs officiels. Même si les données sont limitées, l'absence de travailleurs semble bien plus problématique qu'il ne l'a été à n'importe quel moment entre 2015 et 2019, juste avant le début de la COVID-19. Il n'est pas étonnant que le gouvernement tente d'encourager une plus grande immigration. Tant que cette situation durera, les salaires feront probablement pression à la hausse jusqu'à ce qu'un ralentissement économique se matérialise.

Les prix des importations canadiennes augmentent plus de deux fois plus vite que l'inflation globale, bien que le taux de variation semble avoir diminué entre mai et juillet. La continuation de cette amélioration dépend essentiellement de la rapidité avec laquelle l'inflation des biens et services importés des États-Unis diminue. Malheureusement, le dollar américain s'est récemment apprécié rapidement contre le dollar canadien. Au cours de la période de 12 mois terminée en septembre, le billet vert s'est apprécié de 10 % par rapport à la monnaie canadienne. Pendant la crise financière mondiale, le dollar américain a grimpé de près de 30 % sur un an ; les prix des importations ont augmenté de près de 25 % au cours de la même période, mais l'indice des prix

à la consommation du Canada n'a pratiquement pas bougé parce que la récession associée était profonde et déflationniste. Par contre, le produit intérieur brut (PIB) du Canada a augmenté de 4,6 % en termes corrigés de l'inflation par rapport à l'année précédente. Étant donné des conditions du marché de l'emploi nettement plus tendues actuelles, SEI s'attend à ce que la forte inflation importée se répercute davantage sur les prix à la consommation.

Si nous inversons la relation entre les devises, nous pouvons voir combien un huard permet d'acheter de dollars américains. Actuellement, ce n'est pas beaucoup (0,73 \$ contre 0,79 \$ à la fin de l'année dernière). La monnaie vaut moins pour une bonne raison : l'écart de taux d'intérêt entre les bons du Trésor canadien et américain à deux ans favorise les États-Unis de 41 points de base (un point de base équivaut à 0,01 %), soit le différentiel le plus important en trois ans, nettement inférieur au différentiel de 60 points de base en faveur des rendements canadiens atteint en novembre 2021. Jusqu'à présent, la Banque du Canada n'a fait que suivre le rythme des hausses de taux directeur de la Réserve fédérale.

Nous notons ailleurs que le positionnement excessivement haussier du dollar par les opérateurs spéculatifs (non commerciaux) suggère que le dollar est vulnérable à une baisse au moins temporaire par rapport aux principales devises. Le positionnement par rapport au huard ne semble toutefois pas aussi extrême que par rapport à la livre, à l'euro ou au yen. De fait, les opérateurs non commerciaux semblent actuellement avoir une position nette longue sur le dollar canadien. Le rôle du Canada en tant que producteur important de pétrole et de produits de base, ainsi que ses liens économiques étroits avec les États-Unis, peuvent être les raisons pour lesquelles les spéculateurs n'adoptent pas de position courte enthousiaste sur la monnaie.

Dans l'ensemble, SEI n'est pas convaincu que la Banque du Canada puisse dévier de la trajectoire de politique monétaire que la Fed emprunte. Ce faisant, elle risque d'affaiblir la monnaie canadienne et d'accentuer les pressions inflationnistes. Il s'agit d'un problème particulier pour le marché immobilier. L'investissement fixe résidentiel en pourcentage du PIB est considérablement plus élevé au Canada qu'aux États-Unis. L'activité immobilière a explosé en 2020, le volume de formation de capital fixe résidentiel atteignant 8,7 % du PIB au premier trimestre de 2021. La part du secteur du logement dans l'activité économique a depuis reculé, mais elle reste supérieure au sommet des cycles passés. Pendant la crise financière mondiale, le volume de formation brute de capital fixe a chuté au Canada, mais a rapidement rebondi. Par contre, la part de l'investissement résidentiel dans l'ensemble de l'activité économique aux États-Unis a connu une chute vertigineuse entre 2005 et 2009 ; elle n'a repris que timidement depuis.

Les taux hypothécaires au Canada ont grimpé cette année. Ils pourraient encore augmenter au cours des mois à venir, car la Banque du Canada s'efforce de réduire l'inflation et de maintenir une monnaie stable par rapport au dollar américain. Les prix des maisons, qui étaient en hausse de 14 % en juillet par rapport à l'année précédente, continueront certainement de baisser, et entreront peut-être même en territoire négatif avant la fin de l'année. Même si l'économie est en bonne position pour surmonter les difficultés qui pourraient se présenter, le marché du logement pourrait peser sur la consommation globale des ménages et leur richesse en 2023.

### **Point de vue de SEI sur le marché mondial**

La guerre en Ukraine et le chantage de la Russie relatif à l'énergie en Europe, l'inflation mondiale élevée et la réponse agressive des banques centrales, ainsi que le ralentissement important lié à la COVID en Chine ne sont pas nouveaux ; ils ont simplement gagné en intensité. Ils ont forcé les responsables de la politique monétaire à admettre enfin qu'ils sont aux prises avec un problème d'inflation majeur, un problème qui n'est ni transitoire ni susceptible d'être résolu sans douleur.

Selon nous, les investisseurs doivent se préparer à voir un taux des fonds fédéraux qui pourrait dépasser 5 %. D'autres banques centrales suivent l'exemple de la Fed, en tenant des propos musclés et en procédant à de fortes hausses des taux directeurs. Au Royaume-Uni, le marché obligataire s'est emballé et la monnaie du pays a subi d'intenses pressions à la baisse. Pour reprendre une expression nouvellement populaire parmi les économistes et les participants aux marchés financiers, les choses commencent à se gâter.

L'Europe restera la région la plus touchée par la suspension des exportations de gaz naturel par la Russie. Même si les installations de stockage de l'Union européenne sont maintenant remplies à 80 -90 %, le continent

a encore besoin d'un flux régulier de gaz pour passer les mois d'hiver à consommation élevée. Les gouvernements pourraient être contraints d'imposer aux entreprises et aux citoyens des restrictions perturbatrices en matière d'économie d'énergie. Les grands consommateurs d'électricité, des fonderies d'aluminium aux verreries, ont déjà fermé leurs portes.

Le nouveau Premier ministre britannique, Liz Truss, a lancé un plan visant à plafonner le coût de l'électricité résidentielle à 2 500 £ par an au cours des 18 prochains mois. Avec d'autres mesures annoncées précédemment, le financement totalise 180 milliards de livres, ou 6,5 % du PIB. D'autres pays ont alloué des fonds pour des mesures d'aide liées à l'énergie dépassant 3 % du PIB, dont la Croatie, la Grèce, l'Italie et la Lettonie.

Il ne serait pas surprenant de voir d'autres mesures d'aide liées à l'énergie. Les déficits pourraient gonfler comme ils l'ont fait au cours des premiers mois de la crise de la COVID, car les décideurs politiques font ce qu'ils doivent pour protéger leurs populations.

En raison de leurs mandats, les banquiers centraux sont contraints de s'opposer fermement à la tendance à la hausse des prix, même s'ils travaillent essentiellement à contre-courant des efforts de relance de leur propre gouvernement. Malheureusement, ils doivent s'efforcer de suivre le rythme de la Fed. Les écarts de taux d'intérêt par rapport aux États-Unis restent importants, seul le Canada étant à égalité avec les États-Unis.

L'important différentiel en faveur des États-Unis, ainsi que la perception que le pays est en meilleure position sur le plan économique, sont deux des principales raisons de l'extraordinaire appréciation du dollar américain cette année. Bien qu'une monnaie en recul puisse donner un coup de pouce concurrentiel aux entreprises nationales qui exportent des biens et des services vers le marché américain, elle exacerbe les pressions inflationnistes découlant des importations dont les prix sont en dollars, notamment le pétrole et le gaz liquéfié.

Plusieurs grandes multinationales américaines ont prévenu que la vigueur du dollar américain commençait à avoir un impact négatif sur leurs revenus, ce qui suggère que la valeur de la monnaie a largement dépassé son niveau de parité du pouvoir d'achat. Cependant, les écarts peuvent durer longtemps entre la parité du pouvoir d'achat et les taux de change en fonction du marché.

Cela dit, il ne serait pas surprenant d'observer au moins un renversement temporaire de la tendance du dollar. En présence d'un élément déclencheur – des mesures gouvernementales coordonnées visant à affaiblir le dollar ou un rapport sur le chômage aux États-Unis relativement faible, par exemple –, les négociateurs pourraient couvrir leurs positions longues, entraînant une chute marquée du dollar canadien.

La hausse de la rémunération horaire aux États-Unis a été considérable, avec des gains annualisés supérieurs à 6 %, même lorsque mesurés sur une période de trois ans. Il s'agit de la plus forte augmentation en près de quatre décennies. Comme dans les années 1970, les gains de rémunération ont accéléré alors que la croissance de la productivité a ralenti. Cette divergence est préoccupante. La différence entre la variation de la rémunération et celle de la productivité est égale à la variation des coûts unitaires de main-d'œuvre. Même si les coûts unitaires de main-d'œuvre sont plus volatils que l'inflation, il existe toujours une forte corrélation positive entre les deux.

Malheureusement, l'histoire montre qu'une récession véritable est généralement nécessaire pour faire reculer l'inflation, surtout lorsqu'elle est aussi intense. Le président de la Fed, Jerome Powell, semble se bercer d'illusions en espérant un atterrissage en douceur. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont largement dépassé l'inflation, et nous ne voyons aucune raison d'espérer un revirement majeur à court terme, même si l'économie entre en récession.

Les entreprises américaines ont été en mesure de transférer aux consommateurs la hausse des coûts de main-d'œuvre et de l'approvisionnement. Les marges bénéficiaires n'ont pas encore beaucoup diminué – elles sont restées au-dessus de tous les sommets cycliques précédents, depuis 1947. Cependant, nous pensons que les marges sont sur le point de subir une érosion substantielle. Il est courant que les marges bénéficiaires diminuent bien avant qu'une récession économique ne se matérialise.

Si l'économie entre en récession et que les bénéfices diminuent, les analystes seront probablement obligés de revoir les estimations de bénéfices fortement à la baisse pour tenir compte de la réalité. Les investisseurs n'attendent pas ces révisions de bénéfices. Ils ont poussé les actions à la baisse en réaction au changement agressif de la Fed et en prévision d'une récession, tant aux États-Unis que dans le reste du monde.

Un taux des fonds de 4,4 % à 4,9 % l'année prochaine, selon les projections des décideurs de la Fed, pourrait encore être inférieur à la réalité. Par contre, à moins que la Fed ne soit vraiment prête à provoquer une grave récession, nous pensons que l'inflation de l'indice de dépenses personnelles de consommation pourrait s'établir dans une fourchette de 3 à 4 % au lieu du rythme inférieur à 2 % enregistré pendant la majeure partie des 25 dernières années.

Plusieurs catégories d'actifs semblent à nouveau fortement survendues, dont les actions, les obligations, les devises et les produits de base. La forte hausse du dollar a annulé la majeure partie de l'appréciation enregistrée cette année dans le complexe des produits de base. Si le dollar subit une baisse, les produits de base devraient connaître une augmentation.

Nous restons optimistes quant aux matières premières malgré la destruction de la demande qui se produit en Europe et dans d'autres parties du monde. Des années de sous-investissement dans les combustibles fossiles et les mines de métaux entraîneront probablement des pénuries périodiques au cours des prochaines années.

Ces dernières semaines, le gouvernement central de Chine a autorisé l'ouverture de Hong Kong et de Macao. Il s'agit peut-être d'un avant-goût de ce qui se passera sur le continent lorsque le Congrès national du Parti communiste installera le président Xi Jinping pour un troisième mandat sans précédent en tant que secrétaire général du parti en octobre.

La position du président Xi peut sembler inattaquable, mais nous parions qu'il cherche un moyen de sortir de sa politique de zéro COVID. L'assouplissement des restrictions et le retour à une croissance économique plus forte sont la seule issue logique.

Les autres économies émergentes seraient les grands bénéficiaires d'une relance de l'activité économique chinoise. Pourtant, la force du dollar constitue un facteur central pour les investisseurs en actions des marchés émergents. La performance relative de l'indice MSCI marchés émergents (rendement total) par rapport à l'indice MSCI monde a atteint un sommet en 2010, plus ou moins en même temps que le creux de la valeur du dollar pondérée en fonction des échanges. Les actions des marchés émergents ont maintenant perdu la quasi-totalité de leurs gains relatifs par rapport aux marchés boursiers des pays avancés réalisés entre 2000 et 2010, en raison du renforcement du dollar.

Le cycle de hausse a en fait commencé bien plus tôt dans les économies moins développées, au cours des derniers mois de 2020. Les hausses de taux d'intérêt dans le monde émergent se sont considérablement accélérées cette année, tant en fréquence qu'en ampleur. Les obligations d'État à trois mois atteignent plus de 10 % au Brésil (14,3 %), en Colombie (10,4 %), en Hongrie (10,0 %) et en Turquie (17,8 %). Parmi ces quatre pays, seul le taux du Brésil est confortablement supérieur au taux d'inflation. La Turquie, en revanche, est confrontée à un taux d'inflation de près de 80 %. Il n'est pas étonnant que le real brésilien ait maintenu sa valeur par rapport au dollar cette année, alors que la lire turque a baissé de près de 30 %.

En résumé, une récession mondiale se profile à l'horizon, avec l'Europe et le Royaume-Uni plus vulnérables à un ralentissement que les États-Unis au cours des mois à venir. Malgré les fluctuations à court terme, la tendance principale des actifs à risque semble toujours négative. L'inflation aux États-Unis a probablement atteint un sommet, mais nous ne nous attendons pas à ce qu'elle diminue aussi rapidement ou autant que le prévoit la Fed. Il se peut que la banque centrale sous-estime encore l'ampleur du resserrement nécessaire pour ralentir l'économie et créer des ressources inutilisées dans le marché.

## **Contexte économique**

Le graphique linéaire de la performance des marchés boursiers mondiaux pendant le troisième trimestre ressemble étrangement à une image miroir : une hausse jusqu'au milieu du trimestre, suivie d'une baisse.

La relation entre les signes d'un ralentissement de l'économie à la fin du printemps et la présomption que cela permettrait aux banques centrales d'augmenter les taux dans une moindre mesure que ce que l'on craignait a stimulé une reprise sur les marchés des actions et des titres à revenu fixe de juin à août. Le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a mis fin à cette complaisance en expliquant que la hausse des taux pour lutter contre l'inflation entraînera probablement une croissance plus faible et un marché du travail moins tendu, et que ceux qui s'attendent à un pivot prématuré vers une politique plus souple seront probablement déçus. Ses remarques ont secoué les marchés à la fin du trimestre.

Les actions des marchés développés ont moins reculé que celles des marchés émergents au troisième trimestre, même si la baisse relativement faible (en dollars américains) enregistrée par les États-Unis a masqué des baisses plus importantes en Europe et au Royaume-Uni. Les actions d'Amérique latine ont enregistré la seule performance régionale positive pour la période, tandis que la Chine et Hong Kong ont connu les baisses les plus importantes.

Les taux des obligations d'État ont augmenté aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro pendant l'ensemble du troisième trimestre – ils ont baissé en juillet au Royaume-Uni et dans la zone euro, tandis que la courbe des taux américains s'est aplatie, car les taux à court terme ont augmenté et les taux à long terme ont reculé ; les taux ont ensuite augmenté en août et en septembre dans les trois régions. Les courbes de rendement aux États-Unis et au Royaume-Uni se sont inversées (c'est-à-dire que les taux à court terme sont plus élevés que les taux à long terme) à mesure que le trimestre avançait.

Les performances des titres à revenu fixe ont engendré une gamme de pertes pendant le trimestre, les rendements ayant augmenté partout dans le monde (les rendements et les prix évoluent de façon inverse). Les obligations d'État mondiales ont enregistré les pertes les plus importantes, tandis que les obligations américaines à rendement élevé ont connu une baisse comparativement modeste.

Les marchés des produits de base ont été mitigés pendant le troisième trimestre. L'indice Bloomberg des produits de base a chuté de 4,75 %, les prix du pétrole brut West-Texas Intermediate et Brent ayant chuté de 24,84 % et de 21,91 %, respectivement. Par contre, les prix du gaz naturel ont bondi de 25,6 % sur l'ensemble du trimestre (y compris une baisse après avoir grimpé en flèche de 79,59 % entre le milieu et la fin du mois d'août) et les prix du blé ont augmenté de 4,24 %.

Début septembre, Liz Truss a été choisie comme chef du parti conservateur et est devenue première ministre du Royaume-Uni. Elle a promis des réductions d'impôts pour stimuler la croissance économique et un allègement des factures d'électricité au cours des deux prochaines années. Le programme fiscal a été détaillé dans un « mini-budget » par Kwasi Kwarteng, le nouveau chancelier de l'Échiquier, le 23 septembre. D'un montant total d'environ 45 milliards de livres sterling, les réductions d'impôts ont été perçues comme irresponsables ; les taux d'intérêt des emprunts à long terme ont atteint leur plus haut niveau en 20 ans et la livre sterling a atteint son taux de change le plus bas par rapport au dollar américain. Les perturbations ont malmené les fonds de pension qui dépendent fortement du marché des gilts à long terme, et ont contraint la Banque d'Angleterre à proposer des achats de gilts à durée indéterminée pour rétablir l'ordre. Le nouveau gouvernement a partiellement fait marche arrière au début du mois d'octobre, en annonçant qu'il renonçait à ses projets de réduction d'impôts aux personnes touchant les revenus les plus élevés.

Fin septembre, le gouvernement allemand a annoncé qu'il nationaliserait Uniper, un important producteur d'électricité européen fortement dépendant du gaz naturel, après avoir tenté de sauver la société par une recapitalisation en juillet. À la fin du trimestre, l'Allemagne a annoncé une enveloppe de 200 milliards d'euros destinée à plafonner les prix du gaz et de l'électricité pour les entreprises et les consommateurs dans le contexte de la crise énergétique.

L'offre de gaz naturel par la Russie à l'Europe par le biais du gazoduc Nord Stream 1 a complètement cessé fin août. Le gazoduc et son homologue Nord Stream 2, qui n'a jamais fonctionné, ont été sabotés fin septembre, rendant leur utilisation future douteuse.

À mesure que l'été avançait, l'Ukraine a monté une contre-offensive contre l'invasion russe, visant Kherson au sud et Kharkiv à l'est. Son initiative à l'est a donné lieu à une série de succès, permettant aux forces de défense de pousser vers le sud dans le nord de la région de Donbass. La Russie a annoncé son intention de

mobiliser 300 000 citoyens à la fin du mois de septembre, ce qui a incité au moins autant d'hommes russes admissibles au recrutement à fuir le pays. Vladimir Poutine a également menacé d'utiliser des armes nucléaires contre toute puissance extérieure qui chercherait à intervenir dans son invasion de l'Ukraine. À la fin du trimestre, Poutine a présidé une cérémonie visant à annexer quatre régions du sud-est de l'Ukraine sur la base de référendums fictifs, malgré un contrôle limité sur ces régions.

Hong Kong a mis fin à l'obligation de quarantaine de trois jours dans les hôtels pour les étrangers à la fin septembre. Les visiteurs peuvent ainsi voyager librement, à l'exception d'une interdiction de trois jours dans les restaurants, les bars et les lieux de divertissement. Le Japon a également annoncé que l'assouplissement des restrictions sur les voyages commencerait début octobre, avec des plans visant à permettre aux touristes individuels de rentrer (par opposition aux groupes de touristes), la suppression d'un plafond sur le nombre de visiteurs par jour et la reprise des voyages à court terme sans visa. Taïwan a également adopté des mesures semblables, en prévoyant la fin de la quarantaine de trois jours en octobre et le retour à l'exemption de visa.

## Banques centrales

- La Banque du Canada a augmenté son taux d'intérêt directeur de 0,75 % pour le porter à 3,25 % le 7 septembre. Il s'agit de la cinquième hausse consécutive, ce qui porte la hausse cumulative pour 2022 à 3,0 %. Le Conseil des gouverneurs de la Banque du Canada a noté que si l'inflation globale a quelque peu diminué, les mesures de base de l'inflation (celles qui excluent les éléments plus volatils, comme le carburant) ont en fait augmenté, ce qui indique que les pressions à la hausse sur les prix sont restées généralisées. Compte tenu de ces perspectives, la Banque du Canada a signalé que d'autres hausses de taux sont à venir, ainsi que la poursuite du resserrement quantitatif (c'est-à-dire la réduction de son bilan). La prochaine réunion de la Banque du Canada est prévue le 26 octobre.
- Le Federal Open Market Committee (FOMC) de la Réserve fédérale a augmenté le taux des fonds fédéraux de 0,75 %, vers la fin du mois de juillet, puis à nouveau fin septembre, portant la fourchette cible du taux de référence à 3,0-3,25 %. La banque centrale a également commencé à accélérer la réduction de son bilan en septembre, en doublant le montant mensuel des bons du Trésor et des prêts hypothécaires qui arrivent à échéance sans être remplacés, pour atteindre des rythmes maximums de 60 milliards et de 35 milliards, respectivement.
- Lors de sa réunion du mois d'août, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a augmenté son taux de référence de 0,50 %, soit la plus forte hausse individuelle en 27 ans, puis a procédé à une autre hausse de la même ampleur lors de sa réunion de fin septembre, portant le taux d'escompte à 2,25 %. La Banque d'Angleterre a été contrainte d'intervenir par des achats temporaires de gilts vers la fin du trimestre, en raison de préoccupations relatives à la stabilité financière, les taux à long terme ayant explosé en réponse au mini-budget du nouveau gouvernement.
- La Banque centrale européenne (BCE) a augmenté ses trois taux de référence de 0,50 % lors de sa réunion de juillet pour la première fois en 11 ans, surprenant les investisseurs qui s'attendaient à des hausses de 0,25 %. Lors de la même réunion, la BCE a approuvé la mise en place d'un Instrument de protection de la transmission afin d'assurer la transmission harmonieuse de la normalisation de la politique monétaire entre les pays de la zone euro. Lors de sa réunion de début septembre, la BCE a relevé ses taux de 0,75 %. Christine Lagarde, la présidente de la BCE a souligné que les taux étaient bien inférieurs aux niveaux probablement nécessaires pour maîtriser l'inflation et qu'il restait encore quelques « grandes étapes » à franchir.
- La Banque du Japon a gagné la distinction d'être la dernière grande banque centrale avec un objectif de taux d'intérêt négatif au cours du troisième trimestre, alors que la BCE a commencé à relever ses taux. Son taux d'intérêt à court terme est resté à -0,1 %, et l'objectif de rendement des obligations d'État japonaises à 10 ans a été maintenu à près de 0 % lors de ses réunions de juillet et de septembre. La banque centrale a continué de proposer des achats d'obligations d'État à 10 ans à 0,25 % afin de maintenir leur rendement dans la fourchette acceptable pour la Banque du Japon. Elle a également annoncé sa première intervention sur les marchés des devises depuis 1998 afin de limiter la chute du yen.

## Données économiques (à moins d'indications contraires, données provenant de Bloomberg)

- Selon Statistique Canada, le taux d'inflation (mesuré par la variation de l'indice des prix à la consommation [IPC]) a ralenti pour atteindre 7,0 % pour l'année terminée en août et a reculé de 0,3 % pour le mois. Il s'agit de la plus forte baisse mensuelle des prix à la consommation depuis le début de la pandémie de COVID-19. Malgré des baisses mensuelles consécutives supérieures à 9 %, les prix de l'essence sont restés robustes et ont augmenté de 22,1 % par rapport à l'année précédente. Les produits d'épicerie ont augmenté de 10,8 %, soit la plus forte hausse sur 12 mois depuis 1981. Les prix à la production ont également diminué en août, mais sont restés nettement plus élevés qu'il y a un an. L'Indice des prix des produits industriels (IPPI) a diminué de 1,2 % en août, tandis que l'Indice des prix des matières brutes (IPMB) a baissé de 4,2 %. D'une année à l'autre, l'IPPI a augmenté de 10,6 % et l'IPMB a fait un bond de 17,6 %. Les prix de l'énergie ont diminué pour la période d'un mois, mais ils ont continué d'alimenter une inflation élevée au cours des 12 derniers mois. L'enquête sur la population active a révélé des résultats mitigés : le taux de chômage a baissé de 0,2 % pour s'établir à 5,2 %, mais cela est principalement dû au fait qu'il y a moins de personnes à la recherche d'un emploi, car l'économie a créé un maigre 21 000 emplois en septembre.
- La croissance du secteur manufacturier américain s'est terminée par une légère accélération en septembre et est restée modeste tout au long du troisième trimestre après un net ralentissement en juin. La contraction de l'activité du secteur des services aux États-Unis, qui a débuté en juillet, a commencé à s'atténuer pour revenir au niveau d'équilibre à la fin du troisième trimestre. Le marché du travail est resté assez sain au cours du troisième trimestre. Les nouvelles demandes d'allocations chômage ont diminué tout au long du trimestre, repassant sous la barre des 200 000 par semaine à la fin septembre pour la première fois depuis le printemps. L'indice des dépenses personnelles de consommation (l'indicateur d'inflation préféré de la Réserve fédérale) est tombé à 6,3 % en juillet et à 6,2 % en août (contre 6,8 % en juin). L'indice des dépenses personnelles de consommation de base a toutefois atteint 4,9 % en août, son plus haut niveau depuis avril, grâce à une augmentation mensuelle de 0,6 %.
- L'activité manufacturière du Royaume-Uni s'est contractée en août après quelques mois de ralentissement de la croissance, mais le ralentissement s'est atténué en septembre. L'activité du secteur des services au Royaume-Uni a basculé en territoire de correction en septembre, après avoir progressé à un rythme modeste ou sain pendant l'été. L'inflation générale des prix à la consommation au Royaume-Uni a atteint un sommet de 10,1 % au cours de l'année qui s'est terminée en juillet avant de redescendre à 9,9 % en août. Les prix à la consommation de base ont toutefois continué de s'accélérer jusqu'en août, atteignant un sommet de 6,3 % en glissement annuel. L'amélioration du nombre de demandeurs d'emploi au Royaume-Uni (qui calcule le nombre de personnes demandant l'allocation pour les personnes à la recherche d'un emploi) s'est stabilisée au cours du troisième trimestre – diminuant d'environ 14 500 de juin à juillet, puis augmentant de 6 300 en août – le nombre total de demandeurs d'emploi se maintenant à 3,9 % de la population pendant cette période.
- Les conditions manufacturières se sont détériorées dans la zone euro au cours du troisième trimestre. La croissance s'est arrêtée en juillet et a commencé à se contracter légèrement en août, avant que le ralentissement ne s'accélère en septembre. L'activité dans le secteur des services de la zone euro s'est contractée en septembre. La croissance des services a brusquement ralenti à partir de juin, après un rythme relativement soutenu en mai, puis a continué de se refroidir tout au long du troisième trimestre. L'indice des prix à la consommation de la zone euro a bondi à 10,0 % en septembre, contre 9,1 % en août, atteignant un niveau record et doublant pratiquement le taux d'inflation du début de l'année civile, les prix à la consommation ayant augmenté en septembre à un rythme mensuel de 1,2 %. Le taux de chômage dans la zone euro s'est maintenu à 6,6 % en août pour le troisième mois consécutif, demeurant à un niveau record (depuis qu'Eurostat a commencé à suivre cet ensemble de données en 1998).

## Répercussions sur les marchés (les rendements des indices de référence sont en dollars canadiens)

La plupart des marchés boursiers ont connu une reprise au début du trimestre, mais celle-ci a rapidement cédé la place à de nouvelles pressions de vente, les actions s'effondrant à la fin du trimestre. Malgré la mauvaise performance globale des actions nationales, certains secteurs ont affiché des gains, dont les produits industriels, les matériaux et la consommation. Par contre, les services de communication, les soins de santé et

l'énergie ont tiré de l'arrière. Les actions américaines ont affiché des gains modestes. Toutefois, il convient de noter que cela s'explique par des gains de conversion de devises en raison d'un dollar américain exceptionnellement fort. Les autres marchés développés n'ont pas obtenu d'aussi bons résultats, particulièrement le Royaume-Uni et l'Europe. Les marchés émergents ont également reculé, les difficultés de la Chine ayant effacé les gains impressionnants du Brésil et de l'Inde.

Les marchés des titres à revenu fixe ont été quelque peu épargnés, la plupart des secteurs ayant enregistré des gains modestes au cours du trimestre. Les obligations à rendement réel sont restées volatiles, mais ont été les plus performantes au niveau national. Les titres de créance d'État ont surpassé les obligations de sociétés, tandis que les prêts hypothécaires résidentiels ont également été positifs. Les obligations à court terme ont chuté, car les hausses de taux de la Banque du Canada continuent de pousser la partie avant de la courbe des taux à la hausse. Les obligations américaines à rendement élevé, plus risquées, ont baissé lorsque couvertes, mais ont bénéficié de la force du dollar américain lorsque non couvertes.

### **Données indicielles (troisième trimestre 2022)**

- L'indice composé S&P/TSX a reculé de 1,41 %.
- L'indice obligataire global universel Canada FTSE TMX a produit un rendement de 0,52 %.
- L'indice S&P 500, qui mesure les actions américaines, a gagné 1,32 %.
- L'indice MSCI Monde tous pays, utilisé comme étalon pour évaluer le rendement des actions mondiales, a perdu 0,74 %.
- L'indice ICE BofAML U.S. High Yield Constrained, qui représente les marchés obligataires américains à rendement élevé, a produit -0,93 % (couvert) et de 5,81 % (non couvert).
- L'indice de la volatilité de la bourse d'options de Chicago, une mesure de la volatilité implicite de l'indice S&P 500 aussi connue sous le nom d'« indice de la peur », est passé de 28,71 à 31,62.
- Les cours du pétrole brut WTI à Cushing, un indicateur clé des fluctuations du marché pétrolier, sont passés de 105,76 \$ US à 79,49 \$ US le baril à la fin du trimestre.
- Le dollar canadien s'est affaibli à 1,37 \$ CA par dollar américain. Le dollar américain s'est aussi considérablement apprécié par rapport aux autres principales devises mondiales. Il a terminé juin à 0,98 \$ US contre l'euro, à 1,12 \$ US contre la livre sterling et à 144,75 yens.

## Glossaire de termes financiers

- Assouplissement quantitatif : L'assouplissement quantitatif fait référence aux efforts expansionnistes des banques centrales pour aider à augmenter l'offre de monnaie dans l'économie.
- Commission européenne : La Commission européenne est l'organe exécutif de l'Union européenne. Elle fonctionne comme un gouvernement de cabinet, avec 27 membres de la Commission dirigés par un président.
- Courbe de rendement : La courbe de rendement représente les différences de rendement sur une gamme d'échéances d'obligations du même émetteur ou de la même notation de crédit (probabilité de défaut). Une courbe de rendement plus raide représente une plus grande différence entre les rendements. Une courbe plus plate indique que les rendements sont plus proches les uns des autres.
- Gilts : Les gilts sont des titres de dette souveraine émis par le gouvernement britannique.
- Groupe des 7 (G7) : Le G7 est un forum intergouvernemental pour les dirigeants des principales nations démocratiques avancées qui comprend le Canada, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis.
- Hawk : Le terme Hawk désigne un conseiller en politique de la banque centrale qui a une vision négative de l'inflation et de son impact économique, et qui a donc tendance à favoriser des taux d'intérêt plus élevés.
- Inflation : L'inflation fait référence à la hausse des prix.
- Instrument de protection de la transmission : La Banque centrale européenne a créé cet instrument pour assurer la transmission sans heurs de la normalisation de la politique monétaire dans les pays de la zone euro. Selon la BCE, cet instrument « peut être activé pour contrer une dynamique de marché injustifiée et désordonnée » en effectuant « des achats sur le marché secondaire de titres à mis dans des juridictions connaissant une détérioration des conditions de financement. »
- Marché haussier : Un marché haussier désigne un environnement de marché dans lequel les prix sont généralement en hausse (ou devraient l'être) et où la confiance des investisseurs est élevée.
- OTAN : L'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN) est une alliance militaire intergouvernementale regroupant 28 pays européens et 2 pays nord-américains.
- Outil anti-fragmentation : Un outil anti-fragmentation fait référence aux plans de la BCE visant à atténuer l'élargissement des écarts entre les rendements des obligations d'État allemandes et ceux des membres de l'UE économiquement plus faibles.
- Papier commercial : Un papier commercial est un type de prêt à court terme qui n'est pas adossé à une garantie et ne tend pas à payer des intérêts.
- Parité du pouvoir d'achat : La parité du pouvoir d'achat est le taux de change auquel la monnaie d'un pays devrait être convertie en celle d'un autre pays pour acheter la même quantité de biens et de services dans chaque pays.
- Politique budgétaire : La politique budgétaire concerne les décisions relatives aux recettes et aux dépenses de l'État, comme la fiscalité et les mesures de stimulation économique.
- Politique monétaire : La politique monétaire concerne les décisions des banques centrales visant à influencer la quantité de monnaie et de crédit dans l'économie en gérant le niveau des taux d'intérêt de référence et l'achat ou la vente de titres. Les banques centrales prennent généralement leurs décisions en fonction de leur mandat, qui consiste à viser des niveaux ou des fourchettes spécifiques d'inflation et d'emploi.
- Programme d'achat d'actifs : Ce programme de la BCE fait partie d'un ensemble de mesures de politique monétaire non standard qui comprend également des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, et qui a été lancé à la mi-2014 pour soutenir le mécanisme de transmission de la politique monétaire et fournir le montant d'accommodation politique nécessaire pour assurer la stabilité des prix.
- Programme d'achats d'urgence face à la pandémie : Il s'agit d'un programme temporaire d'achat d'actifs de titres des secteurs privé et public mis en place par la Banque centrale européenne pour contrer les risques que l'épidémie de COVID-19 fait peser sur la transmission de la politique monétaire et les perspectives de la zone euro.
- Ratio cours/bénéfice (PE) : Le ratio PE est égal à la capitalisation boursière d'une action ou d'un indice divisée par les bénéfices de suivi (sur les 12 mois précédents) ou à terme (prévus sur les 12 prochains mois). Plus le ratio PE est élevé, plus le marché est prêt à payer pour chaque dollar de bénéfice annuel.
- Récession : Une récession fait référence à une période de déclin économique et est généralement définie par une baisse du PIB sur deux trimestres successifs.
- Rendement : Le rendement est un terme général désignant le rendement attendu, en pourcentage ou en points de base (un point de base correspond à 0,01 %), d'un investissement à revenu fixe.

- **Résumé des projections économiques** : Ce résumé (Summary of Economic Projections) de la Fed est basé sur les projections économiques recueillies auprès de chaque membre du Conseil des gouverneurs de la Fed et de chaque président de banque centrale sur une base trimestrielle.
- **Titres adossés à des créances hypothécaires** : Les titres adossés à des créances hypothécaires sont des prêts hypothécaires regroupés et vendus au public. Ils sont généralement structurés en tranches qui varient en fonction du risque et du rendement attendu.

## Définition des indices

Les **indices des prix à la consommation** mesurent les variations du niveau des prix d'un panier moyen pondéré de biens et services de consommation achetés par les ménages. Un indice des prix à la consommation est une estimation statistique construite à partir des prix d'un échantillon d'articles représentatifs dont les prix sont recueillis périodiquement.

L'**indice des produits de base Bloomberg** est composé de contrats à terme et reflète les rendements d'un investissement entièrement garanti dans l'indice. Celui-ci combine les rendements de l'indice avec les rendements d'une garantie en espèces investie dans des bons du Trésor américain à 13 semaines (3 mois).

L'**indice Bloomberg Global Aggregate** est un indice de référence non géré, pondéré en fonction de la capitalisation boursière, qui suit le rendement des titres à revenu fixe de première qualité libellés dans 13 devises. L'indice reflète le réinvestissement de toutes les distributions et les variations des prix du marché.

L'**indice MSCI monde tous pays** est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière composé de plus de 2 000 sociétés, représentatif de la structure de marché de 48 pays des marchés développés et émergents des Amériques du Nord et du Sud, de l'Europe, de l'Afrique et de la côte du Pacifique. L'indice est calculé avec les dividendes nets réinvestis en dollars américains.

L'**indice MSCI Marchés émergents** est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière, ajusté au flottant, conçu pour mesurer la performance des actions des marchés émergents mondiaux. Les indices de rendement total reflètent la performance des prix des composants de l'indice et le revenu des paiements de dividendes des composants.

L'**indice MSCI Monde** est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière, ajusté au flottant, conçu pour mesurer la performance des actions des marchés développés.

L'**indice des prix des dépenses personnelles de consommation des États-Unis** est le principal indice d'inflation utilisé par la Réserve fédérale pour prendre ses décisions de politique monétaire.

L'**indice S&P 500** est un indice non géré, pondéré en fonction de la capitalisation boursière et composé des 500 plus grandes sociétés américaines cotées en bourse. Il est jugé représentatif du marché boursier américain.

*Société de placements SEI Canada, filiale en propriété exclusive de SEI Investments Company, est le gérant des Fonds SEI au Canada.*

*Les informations fournies le sont à titre d'information générale et d'éducation uniquement et ne constituent pas un avis juridique, fiscal, comptable, un conseil financier ou de placement à propos des Fonds ou de tout titre en particulier, ni une opinion à l'égard de la pertinence d'un placement. Les informations ne devraient pas non plus être interprétées comme une recommandation quant à l'achat ou à la vente d'un titre, d'un produit dérivé ou d'un contrat à terme. Il n'est pas recommandé d'agir en fonction de l'information contenue dans ce document, à moins d'obtenir expressément un avis juridique, fiscal, comptable et financier auprès d'un professionnel en placement. Le présent document est une évaluation de la situation des marchés à un moment précis et ne constitue pas une prévision d'événements à venir ou une garantie de rendements futurs. Il n'est pas garanti qu'à la date de parution du présent document les titres mentionnés étaient ou non détenus par les Fonds SEI.*

*Le présent document pourrait contenir des « informations prospectives » (« IP ») telles que définies par les lois sur les valeurs mobilières canadiennes applicables. Les IP sont des déclarations se rapportant à des événements, des conditions ou des résultats probables et reposent sur des hypothèses au sujet de conditions économiques et de plan d'action futurs. Les IP sont exposées à divers risques, incertitudes et autres facteurs qui pourraient faire en sorte que les résultats réels diffèrent grandement des attentes explicites ou implicites associées au présent document. Les IP reflètent les attentes actuelles en ce qui concerne les événements actuels et ne sont pas une garantie de rendements futurs. Les IP figurant dans le présent document ou mentionnées à titre de référence sont fournies dans l'unique but de communiquer des attentes actuelles et pourraient ne pas être appropriée dans d'autres circonstances.*

*Bien que les sources externes ou autres sur lesquelles se fondent certaines informations fournies sont jugées fiables, Société de placements SEI Canada ne garantit ni leur fiabilité ni leur intégralité et ces dernières pourraient changer sans préavis. Les sources comprennent Bloomberg, FactSet, MorningStar, la Banque du Canada, la Réserve fédérale, Statistique Canada et BlackRock. Toutes les données sont au 30 septembre 2022 et en dollars américains à moins d'indications contraires.*

*L'investissement comporte des risques, dont le risque de perte en capital. La diversification peut ne pas offrir de protection contre le risque lié au marché. Par ailleurs, d'autres titres non mentionnés peuvent comporter des risques spécifiques. En plus des risques habituels associés à l'investissement, les placements internationaux peuvent comporter des risques de pertes en capital découlant de fluctuations défavorables de la valeur des devises, de divergences dans les principes comptables généralement reconnus ou de l'instabilité politique ou économique dans d'autres pays. Les marchés émergents présentent des risques accrus découlant des mêmes facteurs, en plus de ceux associés à leur faible taille et à leur faible liquidité. Les obligations et les fonds obligataires perdent pour leur part de la valeur quand les taux d'intérêt montent.*

*Les rendements indiciaires sont présentés à des fins illustratives uniquement et ne représentent pas des rendements réels. Les rendements indiciaires ne reflètent pas les frais de gestion, les coûts de transaction et autres charges. Les indices ne sont pas gérés et il n'est pas possible d'y investir directement. Les rendements passés ne sont pas garants des rendements futurs.*

*Des commissions, frais de courtage, frais de gestion et autres frais peuvent être associés aux fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leurs valeurs fluctuent fréquemment et leurs rendements passés pourraient ne pas se reproduire.*