



25 AVRIL 2022

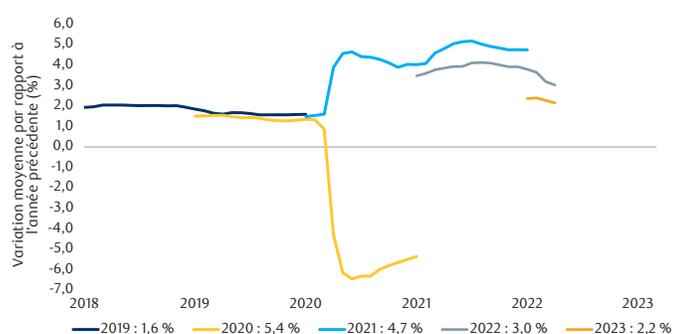
Les investisseurs sont nerveux alors que les banques centrales entreprennent de combattre l'inflation et que les taux augmentent

Eric Savoie, MBA, CFA

Stratégiste, Placements, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

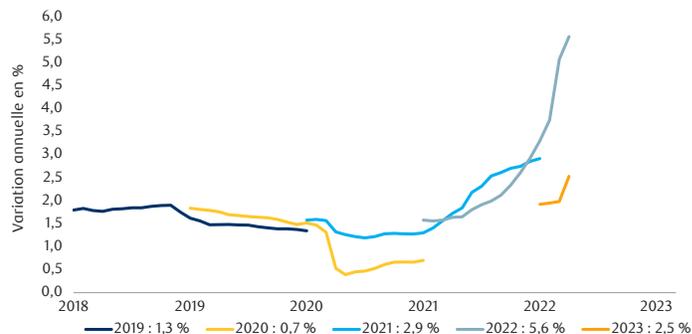
L'incertitude est plus forte que d'habitude à cause de l'inflation, qui atteint des sommets inégalés depuis des décennies, de la guerre persistante en Ukraine et de la menace constante que pose la pandémie pour la santé publique et l'économie. Les chaînes logistiques subissent encore une fois des perturbations sous l'effet de l'invasion russe, mais aussi à cause de la reprise des mesures de confinement en Chine du fait de la politique d'éradication de la COVID dans ce pays. En plus de ces divers problèmes pour l'économie et les marchés, les banques centrales s'efforcent de faire baisser le très haut niveau d'inflation en resserrant la politique monétaire, peut-être à un rythme accéléré. La hausse rapide des taux pourrait enrayer l'inflation, mais la montée des coûts d'emprunt risque de miner la confiance des consommateurs et des investisseurs. Nous nous attendons à voir la croissance continuer de ralentir alors que la probabilité d'une récession s'accroît et que l'éventail des résultats possibles est particulièrement vaste. Nous maintenons nos prévisions inférieures à la moyenne pour la croissance et supérieures à la moyenne pour l'inflation (figures 1 et 2).

Figure 1 : PIB réel moyen pondéré, selon les prévisions générales – Estimations de croissance des principaux pays développés



Nota : En date d'avril 2022. Source : Consensus Economics

Figure 2 : IPC moyen pondéré selon les prévisions générales – Estimations d'inflation pour les principaux pays de l'OCDE



Nota : En date d'avril 2022. Source : Consensus Economics

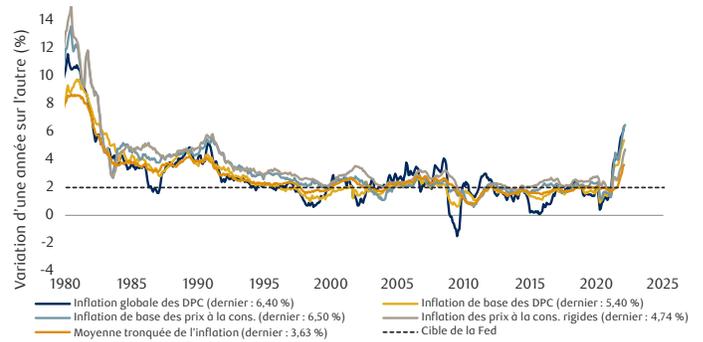
Persistance et expansion des pressions sur les prix

L'inflation semble s'enraciner davantage, puisque les hausses démesurées de prix sont de plus en plus répandues parmi les groupes de produits. L'une des grandes mesures de l'inflation suivies par la Réserve fédérale américaine (Fed) est l'augmentation de prix des dépenses de consommation personnelle aux États-Unis, laquelle s'établit à 6,4 %, soit son niveau le plus élevé depuis le début des années 1980. D'autres mesures cherchant à éliminer les distorsions atteignent aussi des niveaux inédits depuis des décennies (figure 3). Même les mesures de l'inflation éliminant les valeurs aberrantes, comme la flambée des prix des voitures usagées, sont en forte hausse, ce qui semble indiquer que les pressions inflationnistes font ressentir profondément leurs effets et de manière plus généralisée. Les pressions sur les prix sont exacerbées par la très grande vigueur du marché du travail : le chômage frôle ses niveaux les plus bas depuis les 50 dernières années et les salaires augmentent à un rythme inégalé depuis 40 ans aux États-Unis (figures 4 et 5). Nous nous attendons encore à ce que l'inflation plafonne cette année en raison des comparaisons sur 12 mois avec des prix supérieurs, mais il est de plus en plus évident que les pressions sur les prix à la consommation demeureront sans doute élevées à moyen terme sans intervention vigoureuse des décideurs.

Les banques centrales envisagent des hausses plus importantes des taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation

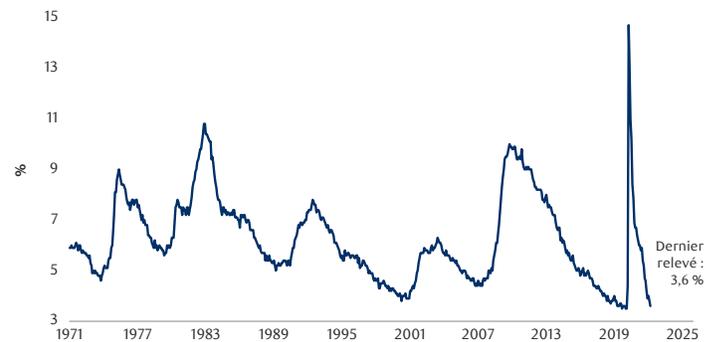
Étant donné que l'inflation atteint des niveaux fort élevés et que les taux directeurs demeurent près de zéro, les banques centrales devront peut-être hausser les taux d'intérêt plus rapidement que prévu pour stabiliser les prix à la consommation. La hausse typique de 25 points de base à laquelle les investisseurs se sont habitués au cours des dernières décennies pourrait ne plus convenir au contexte actuel. De fait, la Banque du Canada a relevé son taux directeur de 50 points de base le 13 avril, sa première hausse du genre depuis plus de 20 ans. À 1,0 %, le taux de financement à un jour de la Banque du Canada est encore historiquement bas, et beaucoup d'autres augmentations sont attendues. Aux États-Unis, la Fed a aussi indiqué qu'elle envisageait des relèvements de 50 points de base, et le marché anticipe des hausses de taux totalisant près de 250 points de base d'ici la fin de l'année (figure 6). Ces prévisions du marché semblent indiquer qu'il y aura une hausse de 50 points de base à chacune des quatre prochaines réunions de la Fed, ce qui constitue une intensification considérable du resserrement attendu depuis le début de

Figure 3 : Mesures de l'inflation aux États-Unis



Nota : Au 24 avril 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 4 : États-Unis
Taux de chômage



Nota : Au 31 mars 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 5 : Salaire horaire moyen aux É.-U.



Nota : En date de mars 2022. Sources : Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics, RBC GMA

l'année. À ce moment-là, le marché prévoyait seulement un resserrement de 75 à 100 points de base pour l'ensemble de l'année 2022.

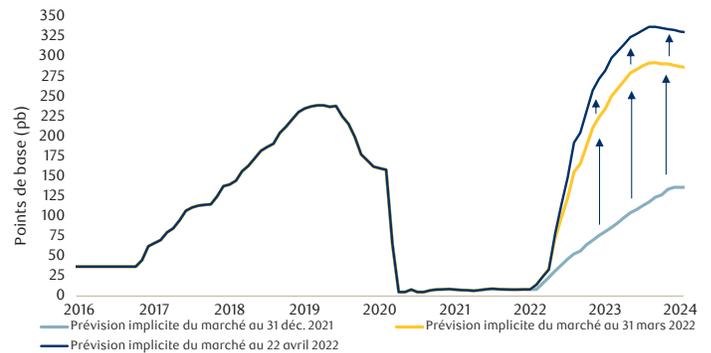
Liquidation prolongée des obligations, diminution du risque de valorisation

La perspective d'une hausse rapide des taux à court terme à partir de creux records a provoqué une liquidation d'une rare ampleur sur le marché obligataire. L'indice des obligations gouvernementales et de catégorie investissement ICE BofA U.S. Broad Market bond a reculé de 9,6 % jusqu'à présent cette année, ce qui porte son repli à 11,2 % depuis son sommet de juillet 2020 (figure 7). Ce dernier repli, le plus important de 40 dernières années, efface les gains réalisés depuis le début de 2019. Cette liquidation s'est produite alors que le taux des obligations américaines à dix ans, qui se situait à 2,4 % en mars et à 1,6 % au début de l'année, a bondi à près de 3,0 %. À 2,9 %, le taux des obligations américaines à dix ans demeure inférieur au point d'équilibre estimé par notre modèle, mais le risque de valorisation a grandement diminué du fait de la récente montée des taux (figure 8). En outre, la fourchette d'équilibre de notre modèle est temporairement élevée en raison de la très forte augmentation de l'inflation, qui devrait s'atténuer à long terme. Fait intéressant, le milieu de la fourchette d'ici cinq ans s'établit maintenant à 2,9 %, soit une valeur identique au taux actuel. Le modèle semble donc indiquer que la pression haussière soutenue exercée sur les taux des obligations pourrait être limitée, et ce, même si l'augmentation des taux peut se poursuivre à court terme si les pressions inflationnistes se maintiennent.

Inversion de la courbe des taux, signal d'une récession possible à l'horizon

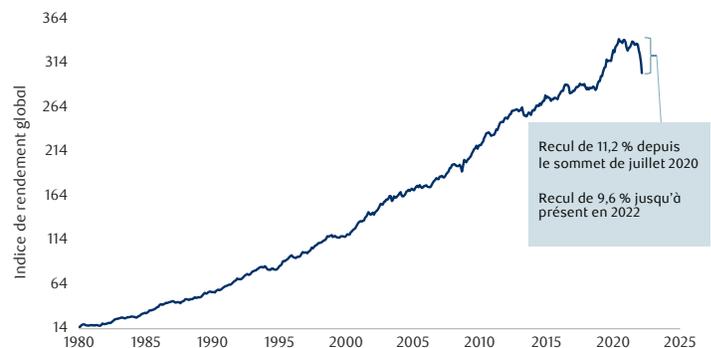
Conformément à notre avis selon lequel les risques de récession sont plus élevés que d'habitude, une mesure populaire de la courbe des taux aux États-Unis a subi une inversion. La figure 9 présente la courbe des taux aux États-Unis comme en témoigne l'écart entre les taux des obligations du Trésor à deux et à dix ans. Sur le graphique, l'abaissement de la ligne sous la barre du zéro représente une inversion de la courbe. Les taux des titres à long terme sont donc inférieurs à ceux des titres à court terme, signe annonciateur classique de récession. Il se peut toutefois que l'inversion reflète le fait que le marché s'attend à ce que les niveaux extrêmes de l'inflation pris en compte dans la portion à court terme du marché obligataire diminuent en définitive à long terme. Il existe souvent des raisons de discréditer l'importance des inversions, mais il s'avère qu'une inversion de la courbe des taux a précédé chacune des six dernières

**Figure 6 : Taux implicite des fonds fédéraux
Contrats à terme sur 12 mois**



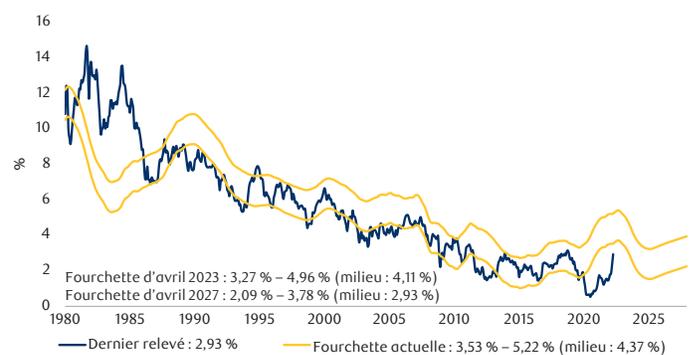
Nota : Au 22 avril 2022. Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

**Figure 7 : Indice ICE BofA U.S. Broad Market
Indice de rendement global**



Nota : Au 22 avril 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 8 : Taux des obligations du Trésor américain
à 10 ans – Fourchette d'équilibre**



Nota : Au 22 avril 2022. Sources : RBC GMA, RBC MC

récessions visibles sur le graphique. Étant donné la fiabilité historique de cet indicateur, il serait sage de prendre un tel signal d'avertissement au sérieux, même s'il importe de souligner qu'une inversion n'annonce pas nécessairement un danger imminent. Les inversions de cette portion de la courbe des taux se sont accompagnées de délais assez généreux par le passé, puisque les récessions et les sommets du marché boursier se sont respectivement manifestés 18 mois et 15 mois en moyenne après le signal d'avertissement. La courbe des taux n'est plus inversée au moment où nous écrivons ces lignes, mais son inversion en mars signifie que le signal d'avertissement demeure valide et qu'il pourrait annoncer une récession en 2023.

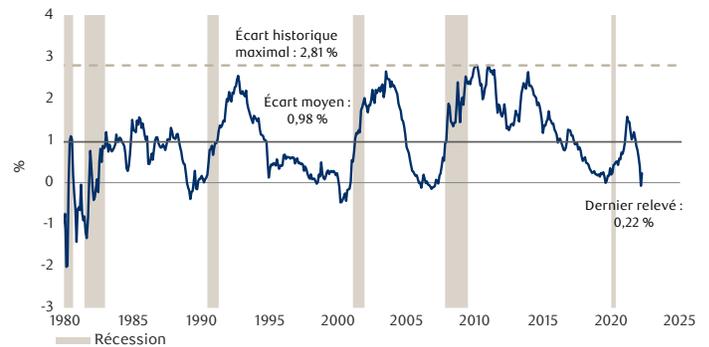
Repli des marchés boursiers du fait de l'incertitude grandissante

Les préoccupations relatives à la croissance et à la possibilité d'une récession dans le contexte d'un resserrement des conditions monétaires ont entraîné un recul des actions après leur redressement survenu en mars. L'indice S&P 500 a reculé de 7,7 % depuis son récent sommet de mars et il se situe à 11 % de moins que son point culminant record du début de l'année (figure 10). Soutenues par la hausse des prix des marchandises, les actions canadiennes se comportent très bien depuis quelques semaines, et l'indice composé S&P/TSX est à peu près au même niveau qu'au début de l'année. À l'extérieur de l'Amérique du Nord, les actions des marchés émergents et de l'Europe ont cédé une part importante de leurs gains réalisés en mars, puisque la reprise des mesures de confinement en Chine et la guerre incessante en Ukraine menacent la croissance dans ces régions. Malgré la dévaluation boursière des dernières semaines, les actions américaines demeurent relativement coûteuses selon nos modèles (figure 11). Le S&P 500 s'approche d'un écart type au-dessus de la juste valeur estimée par notre modèle, et les actions américaines demeurent susceptibles de subir une correction en cas d'accroissement des risques macroéconomiques, même si le risque de valorisation a diminué à la suite des derniers reculs.

Rendements inférieurs des titres de croissance parallèlement à la hausse des taux d'intérêt

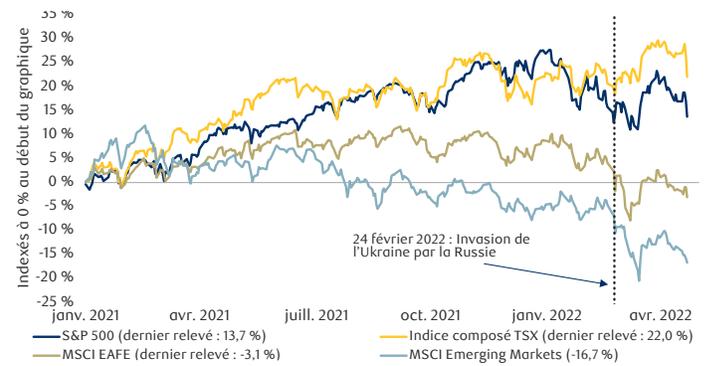
L'un des principaux thèmes sur les marchés boursiers depuis le début de l'année est le piètre rendement des titres de croissance, étant donné leur grande sensibilité aux variations des taux d'intérêt. L'indice de croissance S&P 500 a reculé de 17 % depuis le début de l'année et il frôle son creux de mars, alors que l'indice de valeur S&P 500 ne s'est replié que de 2,6 % jusqu'à présent cette année et qu'il demeure relativement près de son sommet record. Quand les taux

Figure 9 : Courbe de rendement des effets du Trésor américain – Écart de taux entre titre à 10 ans et titre à 2 ans



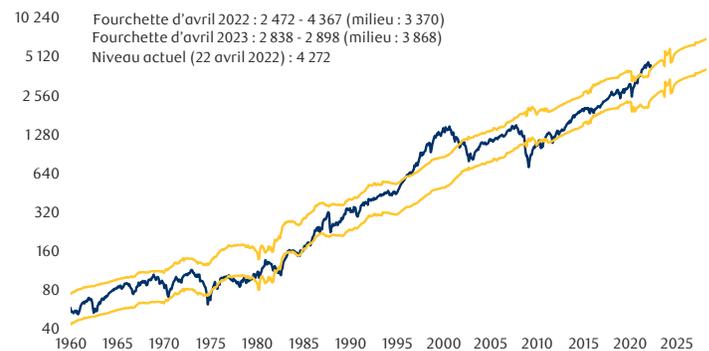
Nota : Au 24 avril 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 10 : Principaux indices boursiers Indices de l'appréciation cumulative des titres en USD



Nota : Au 22 avril 2022. Appréciation des titres en USD. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 11 : Fourchette d'équilibre de l'indice S&P 500 – Bénéfices et valorisations normalisés



Source : RBC GMA

d'intérêt augmentent, les investisseurs sont moins enclins à payer pour la promesse des profits beaucoup plus élevés des titres de croissance dans un futur lointain et préfèrent plutôt les titres de valeur à prix plus attrayants (figure 12). Cela dit, même si les titres de croissance ont connu une baisse par rapport aux titres de valeur, le récent recul n'a aucune commune mesure avec les gains considérables qu'ils ont produits au cours des dernières années. Les titres de croissance continuent de subir des pressions dans un contexte où les banques centrales durcissent leur politique, où l'inflation s'avère plus difficile à maîtriser et où les taux obligataires continuent de s'accroître.

La croissance des bénéfices s'avérera essentielle au soutien du cours des actions

Alors que les valorisations subissent les pressions exercées par la hausse de l'inflation et des taux, les bénéfices s'avéreront essentiels au soutien des actions et à la production de gains supplémentaires. En 2022, les bénéfices des sociétés du S&P 500 devraient augmenter de 8 % grâce à la forte croissance du PIB nominal. Jusqu'à présent, les bénéfices continuent de surpasser les estimations des analystes. La période de publication des résultats du premier trimestre est en cours. En tout, 20 % des sociétés ont présenté leurs résultats, et 79 % d'entre elles ont dépassé les attentes (figure 13). La hausse considérable des bénéfices dans les secteurs de l'énergie et des matières, laquelle résulte de l'augmentation des prix du pétrole et d'autres marchandises, a apporté un nouvel élan. Les analystes prévoient que les bénéfices des sociétés du S&P 500 poursuivront leur trajectoire à la hausse pour atteindre pas moins de 275 \$ d'ici à la fin de 2024, soit environ 33 % de plus que la valeur d'aujourd'hui (figure 14). Le contexte inflationniste soutient habituellement la croissance des bénéfices, mais les marges risquent de descendre de leurs niveaux records si les dépenses augmentent plus rapidement que les revenus (figure 15). Tant que les sociétés peuvent hausser suffisamment les prix pour compenser l'augmentation des coûts, les bénéfices sont susceptibles de continuer leur ascension même si l'inflation persiste.

Composition de l'actif : maintien d'une surpondération modeste des actions et d'une sous-pondération des obligations

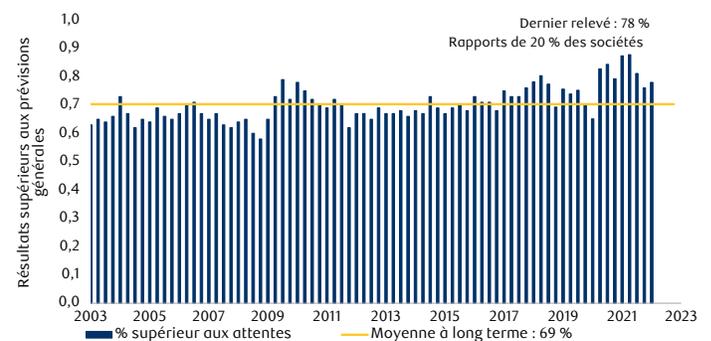
L'expansion économique mondiale est compromise par différents défis, comme un resserrement des conditions monétaires, la guerre en Ukraine et les perturbations continues découlant de la pandémie. L'inflation s'avère plus persistante que prévu, ce qui a incité les banques centrales à durcir le ton et à prévoir une hausse rapide des

Figure 12 : Rendement des titres de croissance par rapport aux titres de valeur – Indice S&P 500 Value / Indice S&P 500 Growth



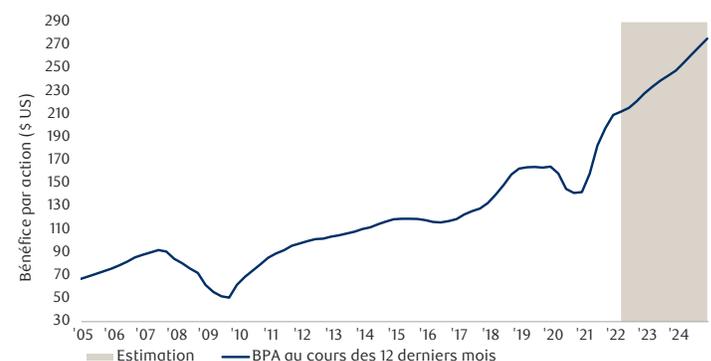
Nota : Au 22 avril 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 13 : Sociétés qui ont déclaré des résultats supérieurs aux prévisions générales



Nota : Au 22 avril 2022. Source : Refinitiv

Figure 14 : Indice S&P 500 – Bénéfice par action des sociétés au cours des 12 derniers mois

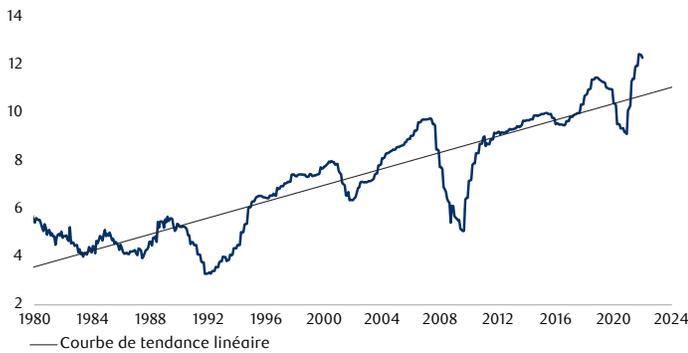


Nota : Les estimations sont fondées sur les prévisions générales ascendantes des analystes sectoriels. Au 22 avril 2022. Sources : Thomson Reuters, RBC GMA

taux pour rétablir la stabilité des prix à la consommation. Dans ce contexte, le risque de récession est élevé, surtout en raison des chocs simultanés de la hausse des taux et de la flambée des prix des marchandises au moment où la croissance a déjà ralenti. Les prix des actifs ont été ajustés en réaction à bon nombre de ces préoccupations, et la hausse rapide des taux a atténué le risque de valorisation sur le marché obligataire. Vu l'augmentation des taux obligataires, nous prévoyons maintenant des rendements positifs pour les obligations d'État et nous nous attendons à ce qu'elles offrent une meilleure protection dans un portefeuille équilibré. À long terme, les actions continuent d'offrir un potentiel de rendement supérieur, mais nous reconnaissons que l'écart entre la prime de risque des actions et celle des obligations a diminué en raison de la récente flambée des taux (figure 16).

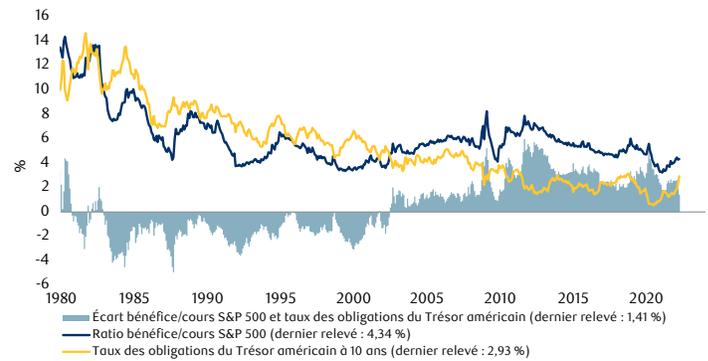
Les valorisations des actions sont menacées par la hausse des taux d'intérêt, mais le pouvoir de fixation des prix dans un contexte inflationniste devrait contrebalancer cet effet. Si l'inflation revenait vers la normale, les perspectives de rendement pour les actions pourraient s'améliorer (figure 17). Pour le moment, nous maintenons une légère surpondération des actions et la sous-pondération des obligations dans notre composition de l'actif. Les marchés s'ajustent toutefois rapidement à l'évolution des attentes, et nous restons à l'affût d'occasions de modifier la composition de notre actif. Nos recommandations actuelles de répartition de l'actif d'un portefeuille équilibré mondial sont les suivantes : 63,5 % en actions (pondération stratégique « neutre » de 60 %), 34,5 % en obligations (pondération stratégique « neutre » de 38 %) et 2,0 % en liquidités.

Figure 15 : S&P 500
Marge nette



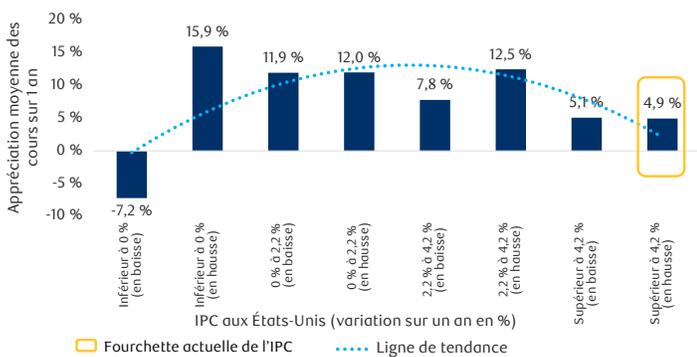
Nota : Au 31 mars 2022. Sources : RBC Marchés des Capitaux, RBC GMA

Figure 16 : Ratio bénéfice/cours de l'indice S&P 500
Bénéfice des 12 derniers mois/niveau de l'indice



Nota : Au 21 avril 2022. Sources : RBC GMA, RBC MC

Figure 17 : Contexte d'inflation et rendement du S&P 500 – Rendement actuel moyen sur 1 an



Nota : Au 14 avril 2022. Basé sur des données remontant à décembre 1928. Source : Bloomberg, RBC GMA

Déclaration

Le présent document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA), aux fins d'information uniquement. Il ne peut être ni reproduit, ni distribué, ni publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA ou de ses entités affiliées mentionnées dans les présentes. Le présent document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente, ou la sollicitation d'achat ou de vente de titres, de produits ou de services dans aucun territoire. Il n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Ce document ne peut pas être distribué aux personnes résidant dans les territoires où une telle distribution est interdite.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Global Asset Management (Asia) Limited et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes, mais affiliées de RBC.

Au Canada, ce document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (y compris Phillips, Hager & North Institutionnel), qui est régie par chaque commission provinciale ou territoriale des valeurs mobilières auprès de laquelle elle est inscrite. Aux États-Unis, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et régie par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

Vous trouverez des précisions sur RBC GMA à www.rbcgam.com.

Ce document n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation, et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, selon le cas, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent document a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus auprès de tiers sont jugés fiables ; toutefois, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite ni donnée par RBC GMA ou ses sociétés affiliées ni par aucune autre personne quant à leur exactitude, leur intégralité ou leur bien-fondé. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions exprimées dans les présentes sont celles du leadership avisé de RBC GMA et peuvent changer sans préavis. Elles sont fournies aux fins d'information uniquement, n'ont pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doivent pas servir de fondement à de tels conseils. RBC GMA n'assume aucune obligation ou responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions.

RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Les rendements antérieurs ne se répètent pas nécessairement. Tout placement comporte un risque de perte de la totalité ou d'une partie du montant investi. Les rendements, si indiqués, sont fournis à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement actuel peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement, notamment à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Certains énoncés contenus dans ce document peuvent être considérés comme étant des énoncés prospectifs, lesquels expriment des attentes ou des prévisions actuelles à l'égard de résultats ou d'événements futurs. Les énoncés prospectifs ne sont pas des garanties de rendements ou d'événements futurs et comportent des risques et des incertitudes. Il convient de ne pas se fier indûment à ces énoncés, puisque les résultats ou les événements réels pourraient différer considérablement de ceux qui y sont indiqués en raison de divers facteurs. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement tous les facteurs pertinents.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2022

Date de publication : (25 avril 2022)

(25/04/2022)

MARKET UPDATE - APRIL 25, 2022_F 05/02/2022

