

21 JUILLET 2022

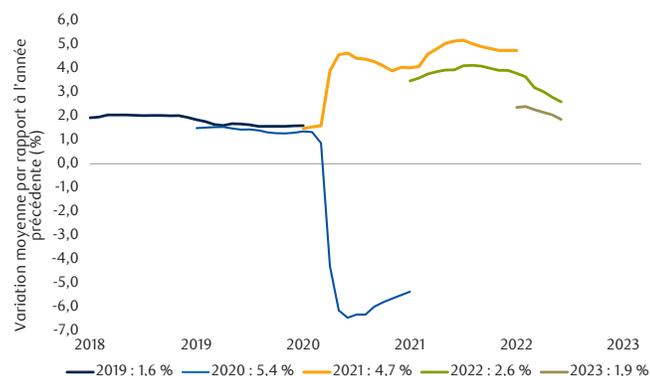
Les craintes de récession prennent le pas sur celles d'inflation

Eric Savoie, MBA, CFA

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

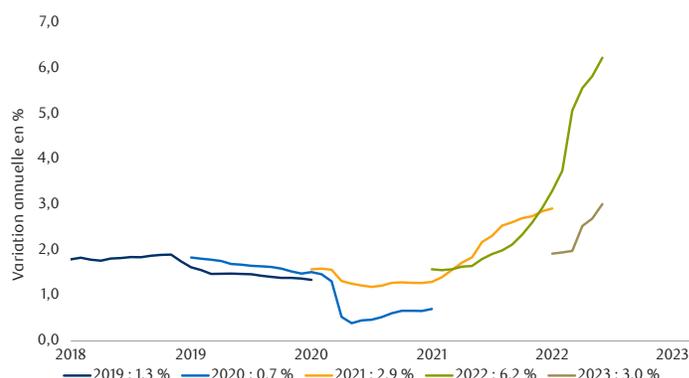
Les économies et les marchés ont été confrontés à de grands défis cette année, dont la flambée de l'inflation. Celle-ci pourrait toutefois atteindre son sommet bientôt. Les problèmes de chaînes logistiques se résolvent peu à peu, les frais d'expédition et les prix des produits de base diminuent, les stocks augmentent et la demande faiblit en raison de la hausse des coûts. Le resserrement de la politique monétaire par les banques centrales est maintenant bien amorcé et les mesures de soutien financier sont levées progressivement, ce qui contribue à freiner la hausse des prix. Au cours des dernières semaines, les actifs-risques ont relativement bien réagi face à la possibilité que les pires craintes d'inflation soient derrière nous. Cela dit, à mesure que les tensions inflationnistes se relâchent, les signes de récession se multiplient. La confiance des consommateurs et des entreprises diminue, l'activité économique ralentit et les perturbations liées à la guerre en Ukraine, à la pandémie de COVID-19 et à la pénurie énergétique persistent. À nos yeux, le risque de récession demeure élevé, et si elle se produit, nous croyons qu'elle sera modérée. Nos prévisions sont plus pessimistes que la moyenne en ce qui concerne la croissance, mais 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 de juillet 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 de juillet 2022. Source : Consensus Economics

Les données économiques fléchissent

Depuis le début de l'année, les investisseurs et les consommateurs se montrent de plus en plus pessimistes quant aux perspectives de l'économie. Au cours du dernier trimestre, nous avons constaté des signes concrets d'un ralentissement économique. Les données réelles et après inflation sur les ventes au détail aux États-Unis font état d'une baisse par rapport à l'an dernier. La diminution des dépenses de consommation est atypique, sauf en période de récession (figure 3). La hausse des coûts d'emprunt nuit également à l'économie et pourrait être particulièrement néfaste pour le marché immobilier, qui est sensible aux taux d'intérêt. Par ailleurs, les ventes de propriétés reculent depuis près d'un an, et ce, à un rythme croissant depuis le début de 2022 (figure 4). Dans l'ensemble, les statistiques économiques sont peu encourageantes depuis mai 2022, comme en témoigne la chute des indices des surprises économiques, qui sont à

leurs plus bas niveaux depuis le tout début de la pandémie (figure 5).

Affaiblissement du marché du travail

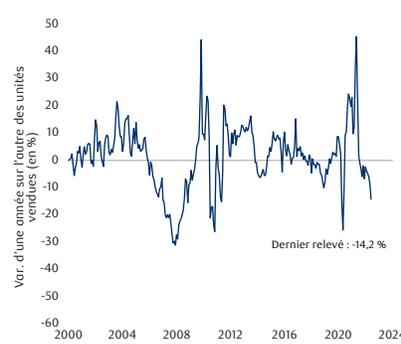
Le marché du travail, qui était très vigoureux au cours du cycle économique actuel, montre maintenant des signes de ralentissement. Les demandes de prestations d'assurance-emploi et les mises en pied ont augmenté depuis le printemps. Bien qu'elles soient à des niveaux historiquement bas, cette tendance pourrait être difficile à inverser une fois établie (figure 6). Au cours des dernières semaines, plusieurs grandes sociétés américaines ont annoncé une réduction de leurs intentions d'embauche. De plus, un sondage mené par la NFIB auprès des petites entreprises américaines indique que même si celles-ci ont l'intention d'accroître leurs effectifs, elles ont revu à la baisse leurs intentions d'embauche et leurs prévisions de bénéfices (figure 7). Le marché du travail

Figure 3 : Ventes au détail réelles aux États-Unis – Variation annuelle en %



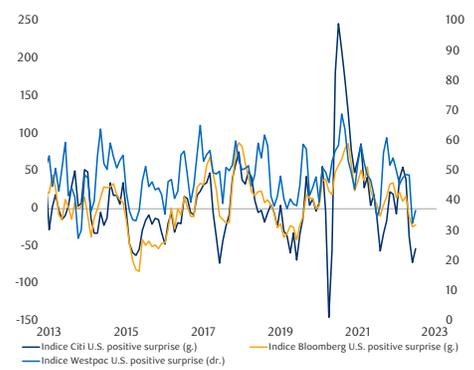
Nota : En date de mai 2022. La zone ombrée représente une récession. Sources : BEA, Macrobond, RBC GMA

Figure 4 : Marché immobilier aux États-Unis – Reventes de maisons – Total des reventes de maisons



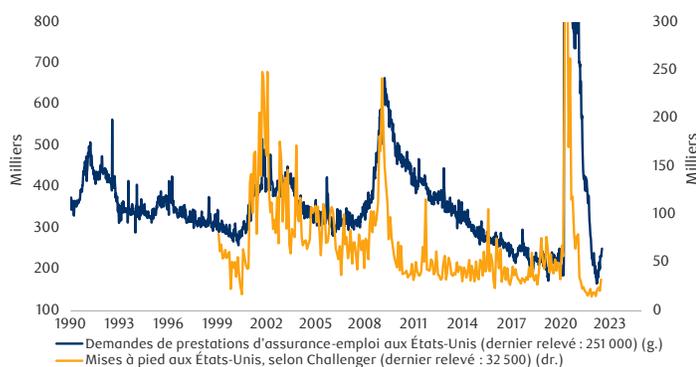
Nota : Au 30 juin 2022. Source : National Association of Realtors

Figure 5 : États-Unis Indices des surprises économiques



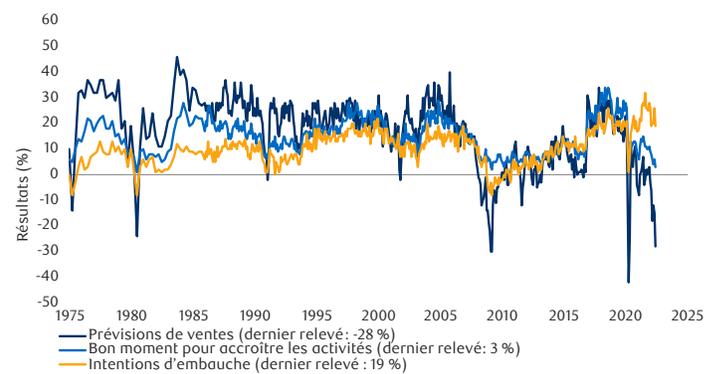
Nota : Au 20 juillet 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 6 : Marché de l'emploi aux États-Unis Demandes de prestations d'assurance-emploi et mises à pied



Nota : Au 21 juillet 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 7 : Sondage auprès des petites entreprises américaines



Nota : Au 30 juin 2022. Sources : NFIB, BCA Research, Bloomberg, RBC GMA

est plutôt solide pour le moment, mais sa résilience pourrait être mise à rude épreuve : un nombre croissant d'entreprises sont préoccupées par les perspectives pour l'économie et celles pour leurs propres entreprises. Il est donc probable que nous assistions à un gel généralisé de l'embauche et à de nombreuses mises à pied.

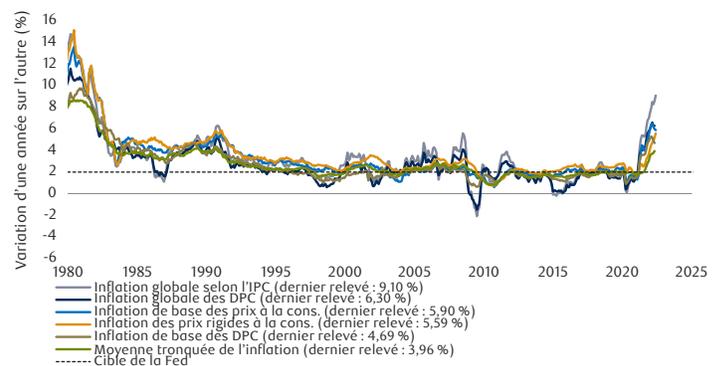
L'inflation pourrait être en voie de plafonner

Il existe diverses raisons de croire que l'inflation globale selon l'IPC aux États-Unis diminuera, après avoir bondi à 9,1 % au mois de juin, soit son sommet en 40 ans. Tout d'abord, nous ne nous attendons pas à ce que les prix à la consommation continuent d'augmenter au même rythme effréné que l'an dernier. Divers indicateurs d'inflation affichent une tendance haussière depuis quelques mois, mais les indicateurs de base, qui ne tiennent pas en compte les aliments et l'énergie dans leurs calculs, ont déjà commencé à diminuer progressivement depuis février/mars 2022 (figure 8). Le prix des marchandises et les frais d'expédition connaissent d'ailleurs une baisse significative. La figure 9 présente l'indice Baltic Dry Freight et le prix au comptant du cuivre, qui ont respectivement chuté de 63 % et 34 % par rapport à leur sommet. De plus, le prix du pétrole a reculé d'environ 20 % par rapport au sommet qu'il a récemment atteint. Pour sa part, le coût du bois d'œuvre a diminué de 60 % en raison de l'essoufflement de la demande dans le secteur de la construction, qui a explosé au cours de la pandémie. Toutes ces baisses récentes ont donné lieu à une révision des anticipations inflationnistes. Le taux d'inflation moyen prévu au cours des 10 prochaines années, établi en fonction du cours du marché des titres à revenu fixe, est maintenant de 2,40 %. Il s'agit d'une diminution par rapport au taux prévu d'un peu plus de 3,00 % qui avait été calculé ce printemps. Par ailleurs, le taux d'inflation sur deux ans est passé de près de 5 % en mars à 3,25 % (figure 10). Bien que le taux soit toujours supérieur à la cible de 2 % de la Réserve fédérale américaine, il semble maintenant beaucoup plus gérable.

Fortes hausses des taux d'intérêt par les banques centrales

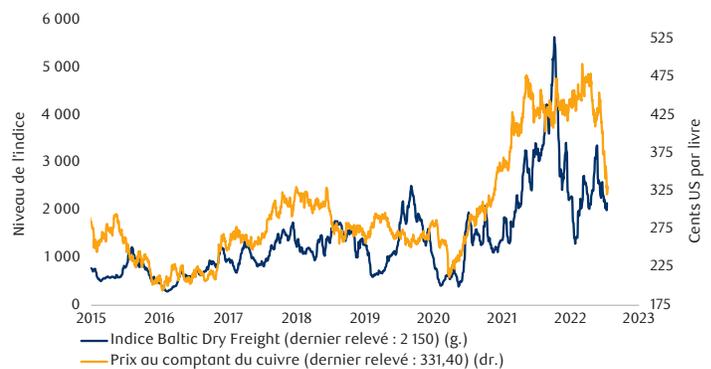
Les taux d'intérêt à court terme se situent bien en deçà des prévisions de nombreux modèles, même si l'inflation pourrait atteindre son sommet. Selon notre propre modèle, le taux approprié des fonds fédéraux est actuellement de 5,00 % et devrait être de 3,1 % dans cinq ans, alors que l'inflation à court terme s'estompera (figure 11). Pour le moment, le taux des fonds fédéraux se situe toutefois entre 1,50 % et 1,75 %, ce qui signifie que plusieurs autres hausses devraient avoir lieu. Ces prévisions sont conformes à la prise en compte par les marchés d'une hausse de près de 200 points de base (pb) d'ici février 2023, ce qui porterait le taux des fonds fédéraux à environ 3,50 % (figure 12). Plus d'une augmentation de 75 pb est prévue. Il est d'ailleurs possible que des relèvements plus importants aient lieu, ce qui a été le cas le 13 juillet, lorsque la Banque du Canada a haussé son directeur

Figure 8 : Mesures de l'inflation aux États-Unis



Nota : Au 30 juin 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 9 : Frais d'expédition et prix du cuivre



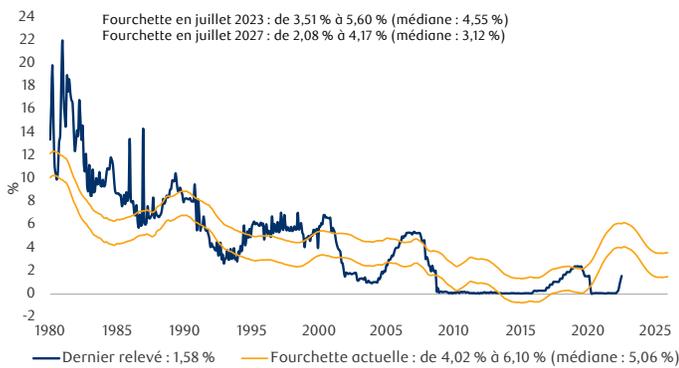
Nota : Au 15 juillet 2022. Source : Bloomberg

Figure 10 : Point d'équilibre du taux d'inflation selon les obligations du Trésor américain



Nota : Au 20 juillet 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 11 : Taux des fonds fédéraux des É.-U.
Fourchette d'équilibre



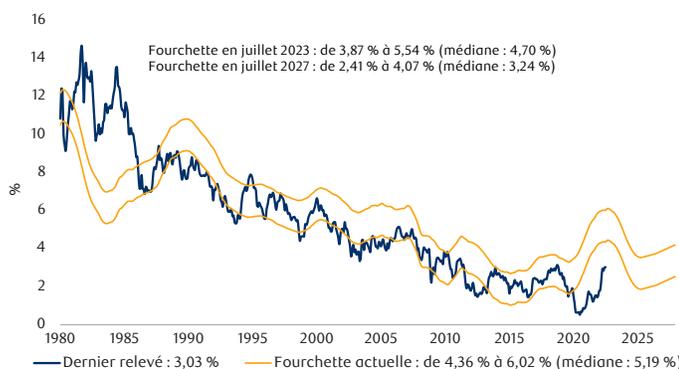
Nota : Au 19 juillet 2022. Sources : Réserve fédérale, RBC GMA

de 100 points de base. Pour sa part, la Banque centrale européenne a aussi relevé le sien de 50 points de base le 21 juillet. Il s'agit de sa première hausse en plus de 10 ans et la plus forte augmentation en 20 ans. Bien que les banques centrales cherchent manifestement à relever rapidement les taux d'intérêt à court terme, les investisseurs devraient plutôt porter attention au niveau auquel le taux s'établira à long terme, c'est-à-dire le taux final. Il est intéressant de noter que, selon les marchés, le taux des fonds fédéraux atteindra son sommet au début de l'année 2023, puis diminuera pour s'établir à environ 3,0 %. Ces prévisions à long terme ont peu évolué au cours des derniers mois, mais pourraient changer considérablement, comme cela a été le cas plus tôt cette année. La trajectoire finale des taux d'intérêt dépendra de la vitesse à laquelle l'inflation diminuera et, donc, de la nécessité d'un resserrement énergétique.

Nouvelle inversion de la courbe de rendement

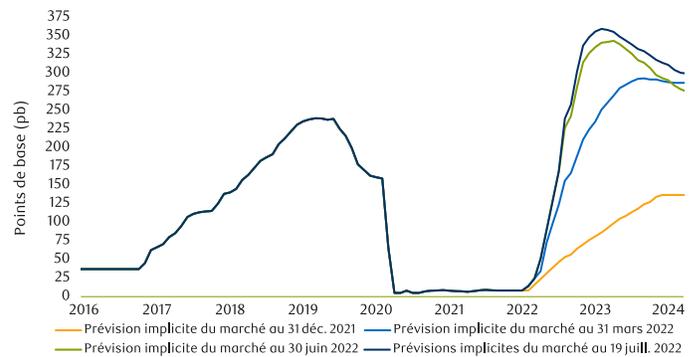
Le tiraillement entre les tensions inflationnistes et les préoccupations liées à la récession a fait chuter les

Figure 13 : Taux des obligations du Trésor américain à dix ans – Fourchette d'équilibre



Nota : Au 20 juillet 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

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



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

rendements des titres à long terme en deçà de ceux des titres à court terme. Le taux des obligations américaines à 10 ans a atteint un sommet de 3,5 % à la mi-juin, mais il est retombé à 3,0 % à mesure que les craintes d'inflation se dissipent et que la menace de récession s'intensifiait. À court terme, ce taux reste inférieur au point d'équilibre estimé à l'aide de notre modèle, mais il se situera à un niveau approprié selon notre plage d'équilibre dans cinq ans, une fois que les tensions inflationnistes se seront atténuées. Toutefois, les taux des titres à court terme ont continué d'augmenter en raison des fortes hausses de taux d'intérêt prévues à court terme, le taux des obligations américaines à deux ans atteignant 3,2 %. Par conséquent, la courbe de rendement, présentée par l'écart entre les obligations du Trésor à deux ans et à dix ans, s'est inversée pour la deuxième fois depuis avril et affiche le résultat le plus négatif depuis 2000 (figure 14). Les inversions de la courbe de rendement méritent d'être soulignées, car elles ont précédé chacune des six dernières récessions depuis 1980.

Figure 14 : Courbe de rendement des effets du Trésor américain – Écart de taux entre titre à 10 ans et titre à 2 ans



Nota : Au 19 juillet 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Rebond des marchés du crédit après des ventes massives

Après une liquidation importante au premier semestre de l'année, les obligations de société ont été soutenues en juillet par les perspectives de recul de l'inflation, qui ont incité les investisseurs à prendre plus de risque. Depuis le début de juillet, les écarts entre les obligations américaines à rendement élevé et celles de catégorie investissement se sont resserrés à environ 100 et 15 points de base, respectivement, et ils se situent actuellement près de leurs moyennes à long terme (figure 15). La santé des marchés du crédit sert souvent de signal pour les marchés boursiers, car ces deux types de marchés sont influencés par les perspectives de bénéfices. La reprise des obligations de société, si elle se poursuit, pourrait être de bon augure pour les actions.

Soutien des marchés boursiers

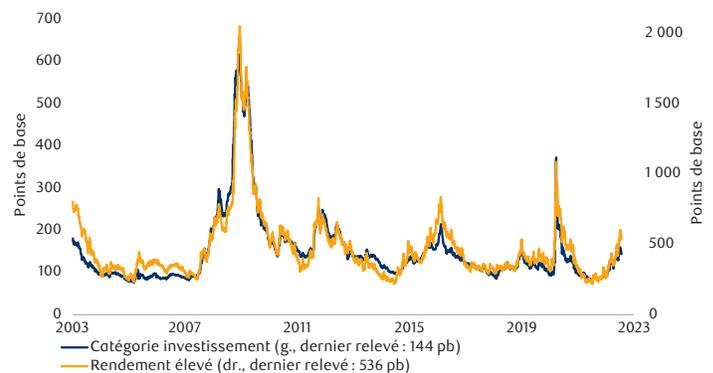
Les cours des actions se sont quelque peu stabilisés depuis la mi-juin, alors que les actions ont rebondi après une survente. Les titres de croissance de sociétés américaines à grande capitalisation, en particulier, ont été parmi les plus touchés au premier semestre de 2022 : le NASDAQ a perdu jusqu'à 34 % par rapport à son sommet avant de remonter (figure 16). L'indice S&P 500 a également bénéficié d'un bon rebond, en hausse de 8 % par rapport à son creux récent. Cependant, hors des États-Unis, de nombreux marchés restent minés par la récente faiblesse des prix des marchandises et par l'impact négatif de la vigueur du dollar américain.

Bien que le contexte macroéconomique soit fortement incertain, le risque d'évaluation a considérablement diminué suite à la liquidation du premier semestre, ce qui améliore le rendement potentiel pour l'avenir. Notre indicateur composite des cours boursiers mondiaux indique que la surévaluation totale des actions au début de l'année a été effacée (figure 17). Si l'on exclut l'indice S&P 500, les titres sur les marchés non américains se négocient aujourd'hui à des prix relativement attractifs par rapport à leur juste valeur. À de tels niveaux, les actions pourraient être bien placées pour produire des rendements intéressants si l'inflation s'apaise et si les investisseurs reprennent confiance.

Bénéfices en vedette avec la publication des résultats du deuxième trimestre en cours

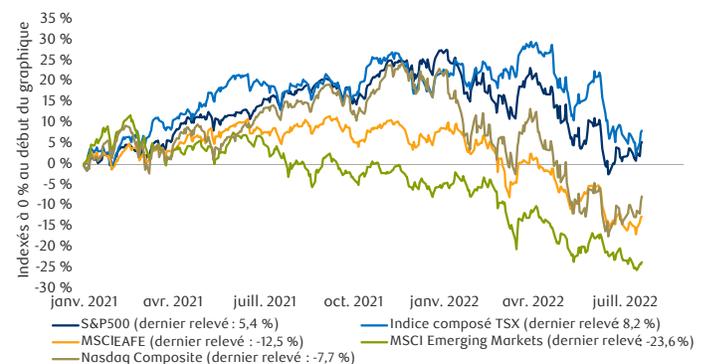
Les sociétés du S&P 500 ont commencé à déclarer leurs résultats pour le deuxième trimestre, qui ont été jusqu'à présent meilleurs que prévu. Au moment de la rédaction de cette publication, 12 % des sociétés du S&P 500 ont déclaré des résultats du deuxième trimestre et 78 % d'entre elles ont dépassé les estimations des analystes (figure 18). Toutefois, il arrive plus souvent que les prévisions de bénéfices des sociétés soient révisées à la baisse ; cette tendance s'est intensifiée au cours des deux derniers mois (figure 19). Cela dit, l'ampleur des révisions a été assez faible jusqu'à présent et l'estimation générale des bénéfices de l'indice S&P 500 a fait bonne figure. La figure 20 présente la trajectoire des

Figure 15 : Écarts de taux des obligations de sociétés américaines – Écart avec le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans



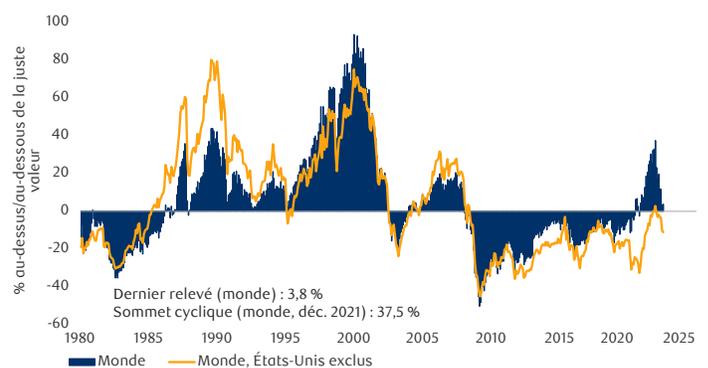
Nota : Au 19 juillet 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 16 : Principaux indices boursiers – Indices de l'appréciation cumulative des titres en USD



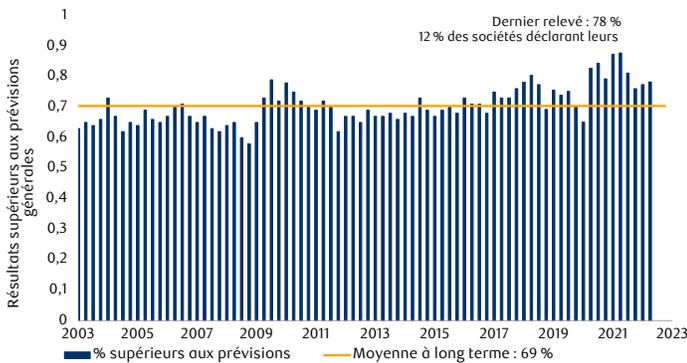
Nota : Au 20 juillet 2022. Appréciation des titres en USD. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 17 : Indice composite des marchés boursiers mondiaux – Indices des marchés boursiers par rapport au point d'équilibre



Nota : Au 19 juillet 2022. Moyenne pondérée en fonction du PIB des modèles de juste valeur de RBC GMA pour divers pays. Les estimations de la juste valeur sont présentées à titre indicatif seulement. Des corrections sont toujours possibles et les valorisations ne limiteront pas le risque de dommages résultant de chocs systémiques. Il est impossible d'investir directement dans un indice non géré. Source : RBC GMA

Figure 18 : Sociétés qui ont déclaré des résultats supérieurs aux prévisions générales



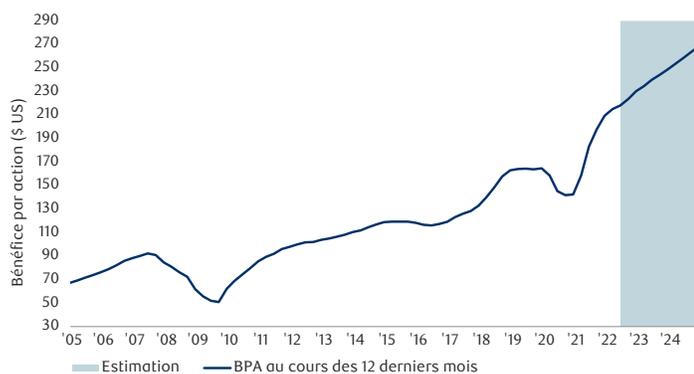
Nota : Au 19 juillet 2022. Source : Refinitiv

résultats de l'indice S&P 500 jusqu'à la fin de 2024, selon les estimations générales. Une croissance des bénéfices de 10 % est prévue pour cette année, suivie d'une autre de 9 % l'année prochaine et de 8 % en 2024. Le bénéfice par action du S&P 500 atteindra ainsi 248 \$ US à la fin de 2023 et 268 \$ US à la fin de 2024. Bien que ces estimations soient encourageantes, elles semblent en contradiction avec le contexte économique difficile et le risque élevé de récession. En cas de récession, notre scénario de base prévoit une chute des bénéfices jusqu'à 25 %, soit la baisse moyenne des bénéfices au cours des récessions précédentes.

Accentuation de la progression des actions de croissance par rapport aux actions de valeur

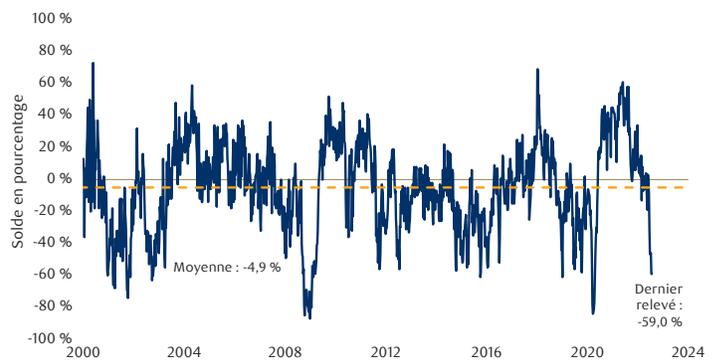
Le ralentissement de la croissance économique et les plafonds que pourraient atteindre le dollar américain, le taux des obligations à 10 ans et l'inflation constituent un

Figure 20 : Indice S&P 500 – Bénéfice par action des sociétés au cours des 12 derniers mois



Nota : Au 20 juillet 2022. Les estimations sont fondées sur les prévisions générales ascendantes des analystes sectoriels. Sources : Thomson Reuters, RBC GMA

Figure 19: Actions américaines
Sociétés dont les bénéfices ont été revus à la hausse



Nota : Au 19 juillet 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

contexte propice à une rotation vers les titres de croissance, surtout après leur liquidation rapide au début de l'année. De décembre à mai, le rendement de l'indice de croissance S&P 500 a été inférieur de 24 points de pourcentage à celui de l'indice de valeur S&P 500, en raison de la montée de l'inflation, de la hausse des taux obligataires et de la vigueur du dollar américain. Depuis la fin de mai, les titres de croissance ont surclassé les titres de valeur de près de neuf points de pourcentage (figure 21). Les investisseurs pourraient retrouver l'attrait des titres de croissance après que le marché baissier profond a apaisé les inquiétudes sur la valorisation et que les taux ont cessé d'augmenter suite à la diminution des craintes d'inflation. En outre, le contexte macroéconomique difficile pourrait affaiblir la croissance des bénéfices. En fin de compte, les actions de croissance sont attrayantes, étant donné leurs solides antécédents de croissance des bénéfices.

Figure 21 : Rendement des titres de croissance par rapport aux titres de valeur – Indice S&P 500 Value/Indice S&P 500 Growth

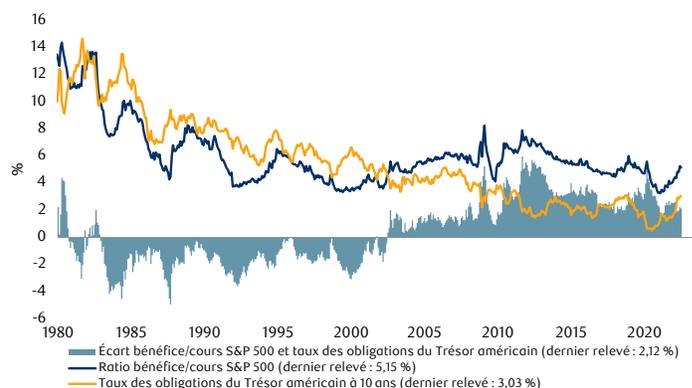


Nota : Au 20 juillet 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Répartition d'actif : proche des pondérations neutres

Le contexte macroéconomique est très incertain et l'économie subit un ralentissement, alors que les banques centrales resserrent rapidement les conditions monétaires pour lutter contre la plus forte inflation depuis des décennies. La guerre en Ukraine, les pénuries d'énergie et la pandémie sont d'autres sources possibles de volatilité. Nous pensons que le risque de récession est élevé et, dans la conjoncture actuelle, nous estimons que l'éventail des résultats possibles est exceptionnellement étendu. Cela dit, nous reconnaissons que les valorisations des actions et des obligations se sont sensiblement améliorées, car les attentes d'un relèvement agressif des taux par les banques centrales ont déjà été largement intégrées dans les cours. Par conséquent, les taux obligataires ont grimpé à des niveaux qui, selon nous, offrent un potentiel de rendement décent et, peut-être plus important encore, font contrepoids aux actions en cas de nouveau repli de celles-ci. Nous croyons toujours que les actions surclasseront les obligations à long terme, compte tenu de l'existence d'une prime de risque. Cependant, cette prime n'est pas aussi intéressante qu'elle ne l'était lorsque les taux obligataires étaient beaucoup plus faibles au début de l'année (figure 22). En outre, nous sommes conscients que les perspectives de bénéfices des sociétés figurant dans les estimations des analystes sont hautement favorables et pourraient être vulnérables à des baisses importantes en cas de récession. Compte tenu du rapport risques-occasions, nous décidons de garder notre répartition de l'actif plus près de la neutralité, avec seulement un léger parti pris pour les actifs à risque, vu la prime de risque sur les actions qui subsiste. Nos recommandations actuelles de répartition de l'actif d'un portefeuille équilibré mondial sont les suivantes : 61,5 % en actions (pondération stratégique « neutre » de 60 %), 37,5 % en obligations (pondération stratégique « neutre » de 38 %) et 1,0 % en liquidités.

Figure 22 : Ratio bénéfice/cours de l'indice S&P 500
Bénéfice des 12 derniers mois/niveau de l'indice



Nota : Au 19 juillet 2022. Sources : RBC GMA, RBC MC

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 : (21 juillet 2022)

(21/07/2022)

MARKET UPDATE - JULY 21, 2022_F 08/02/2022

