

23 JUIN 2022

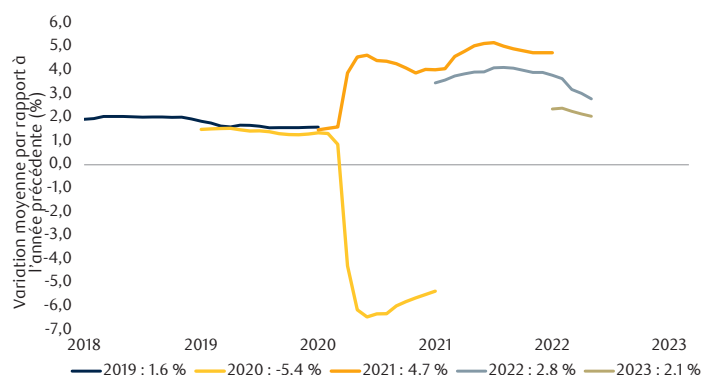
Les banques centrales accélèrent le rythme pour apprivoiser une inflation inacceptable

Eric Savoie, MBA, CFA

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

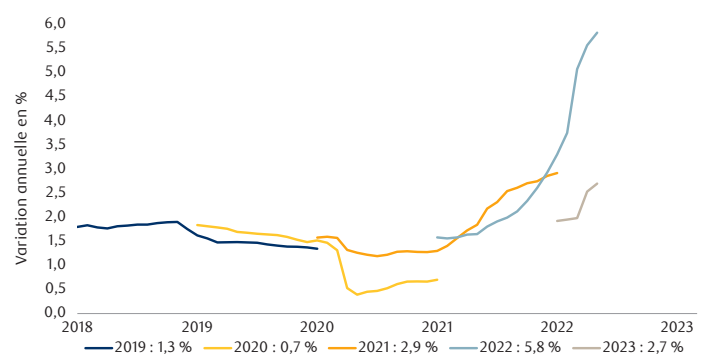
Les consommateurs et les investisseurs sont sur la touche, car l'inflation extrêmement élevée entraîne une hausse rapide du coût de la vie et un resserrement monétaire engagé par les banques centrales. Les hausses de prix ont été plus importantes et ont duré plus longtemps que ce que la plupart des experts avaient prévu, en partie en raison des défis de la chaîne d'approvisionnement, de l'évolution rapide des demandes des consommateurs, de la guerre en Ukraine et des vents favorables persistants issus des mesures massives de relance monétaire et budgétaire déployées pendant la pandémie. Les banques centrales se trouvent maintenant dans une situation précaire où elles doivent resserrer leurs politiques monétaires de manière agressive pour contenir une situation problématique d'inflation élevée, alors que l'économie a déjà commencé à ralentir. La combinaison de hausses de taux agressives, d'un choc des prix des matières premières et d'une inflation élevée suggère que le risque de récession est plus élevé que d'habitude. Les estimations consensuelles pour la croissance continuent d'être revues à la baisse et celles pour l'inflation révisées à la hausse (figures 1 et 2). Nos propres prévisions sont plus pessimistes que la moyenne en ce qui concerne la croissance et supérieures à la moyenne pour l'inflation. Nous pensons toutefois que toute récession qui se produirait ne serait pas aussi grave ou dommageable que celles qui suivent la crise financière mondiale et la pandémie de COVID-19.

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



Nota : En date de juin 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 juin 2022. Source : Consensus Economics

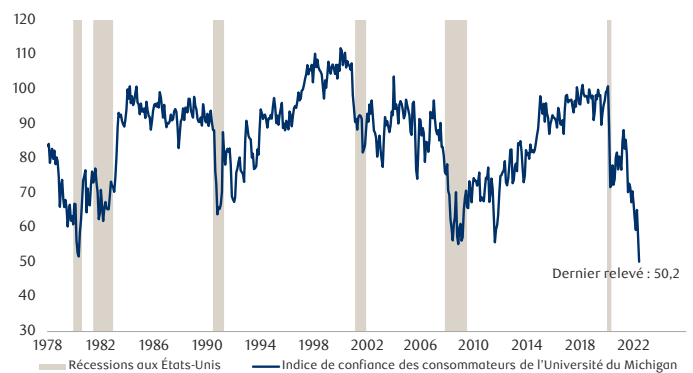
Les consommateurs et les entreprises manquent de confiance, mais les dépenses résistent jusqu'à présent

L'économie étant confrontée à divers vents contraires et à des perspectives très incertaines, les consommateurs et les entreprises se sentent assez pessimistes quant à leur avenir. L'University of Michigan Consumer Sentiment Index a atteint son niveau le plus bas depuis près d'un demi-siècle et se situe à des niveaux qui ont été associés par le passé à des récessions (figure 3). Il est intéressant toutefois de noter que les dépenses de consommation demeurent relativement robustes et continuent d'augmenter rapidement (figure 4). En ce qui concerne le milieu des affaires, la confiance des petites entreprises a également diminué, mais nous n'avons pas non plus constaté de baisse des ventes réelles (figure 5). Il serait inhabituel que ces mesures de confiance fondées sur des sondages soient à des niveaux aussi négatifs sans que les données sur les ventes réelles ne suivent leur cours. Nous croyons donc que les sondages laissent entrevoir un ralentissement économique à venir.

Le marché du logement commence à souffrir de la hausse des taux d'intérêt

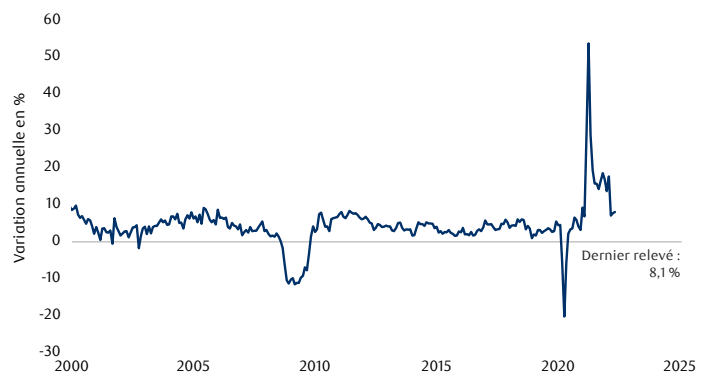
Le marché immobilier est un segment de l'économie qui est très sensible aux taux d'intérêt et il a commencé à montrer des signes de ralentissement à mesure que les coûts d'emprunt ont commencé à augmenter rapidement. Les prix des maisons ont grimpé en flèche pendant la pandémie, alors que les gens cherchaient de plus grands espaces pour travailler à la maison et apportaient d'autres changements à leurs conditions de travail et de vie. Les prix des maisons élevés ont été soutenus par des taux d'intérêt historiquement bas, mais le paysage des taux a évolué rapidement cette année. Aux États-Unis, les taux hypothécaires fixes à 30 ans ont bondi à 6 % en juin, comparés à 3 % au début de l'année, et l'accessibilité à la propriété n'a jamais été aussi mauvaise depuis 30 ans (figure 6). Bien que les prix de l'immobilier ne semblent pas avoir encore beaucoup baissé, les ventes de maisons et la construction ont commencé à diminuer au cours des derniers mois (figures 7 et 8).

Figure 3 : Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan



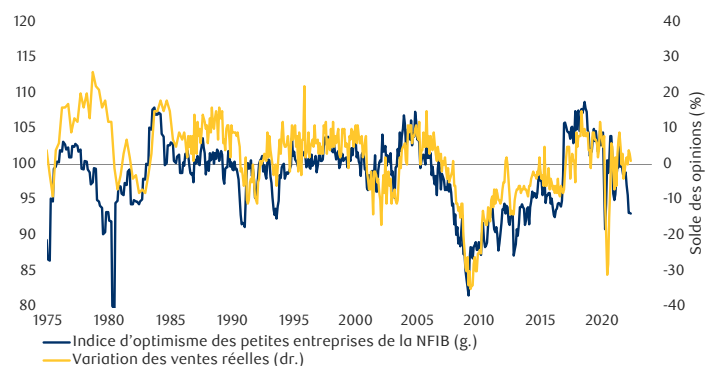
Nota : Au 10 juin 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 4 : Ventes au détail des États-Unis
Variation annuelle en % des ventes au détail et de services de restauration redressées



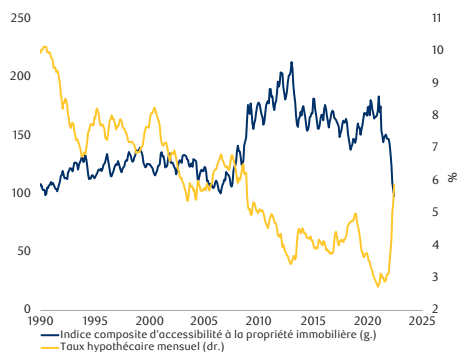
Nota : En date de mai 2022. Sources : Census Bureau des É.-U., RBC GMA

Figure 5 : Sondage auprès des petites entreprises américaines – Indice d'optimisme



Nota : Au 22 juin 2022. Sources : NFIB, BCA Research, Bloomberg, RBC GMA

Figure 6 : Indice d'accessibilité à la propriété – Revenu familial médian par rapport au revenu admissible à l'emprunt hypothécaire



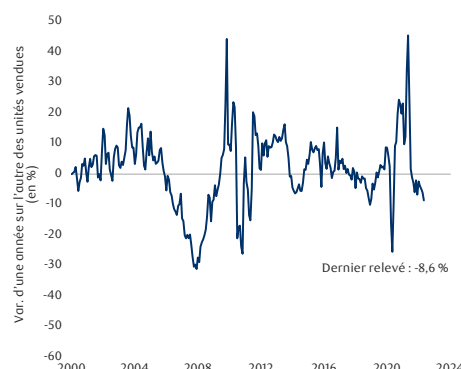
Nota : Au 23 juin 2022. Sources : National Association of Realtors, RBC GMA

Figure 7 : Logement aux États-Unis : nouvelles unités de logements privés mises en chantier – Total des mises en chantier, maisons de ferme comprises (moyennes désaisonnalisées)



Nota : En date de mai 2022. Source : Bloomberg

Figure 8 : Logement aux États-Unis – reventes de maisons – Total des reventes de maisons



Nota : En date de mai 2022. Source : National Association of Realtors

L'inflation demeure problématique, mais pourrait atteindre un sommet

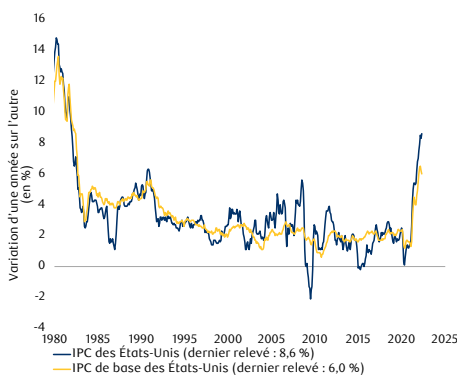
Certains signes indiquent que l'inflation extrêmement élevée d'aujourd'hui atteint un sommet. Alors que l'indice des prix à la consommation (IPC) américain progresse plus rapidement que jamais en près de quatre décennies, stimulé par les prix des denrées alimentaires et de l'énergie, l'IPC de référence, qui les exclut, diminue graduellement depuis son sommet de mars (figure 9). La mesure de l'inflation globale selon l'IPC pourrait également être proche de son sommet, étant donné que divers prix des produits de base ont connu une

baisse importante par rapport à leurs sommets (figure 10).

Le pétrole a chuté de 15 % après avoir atteint son sommet, le cuivre a chuté de 24 % et le bois d'œuvre a perdu 60 %.

De plus, les attentes inflationnistes ont également chuté de leurs sommets, ce qui indique que les investisseurs pensent que le pire de la flambée de l'inflation a peut-être déjà eu lieu (figure 11). Même si l'inflation pourrait rester élevée au cours des prochains mois, tous les signes laissent croire que nous pourrions commencer à observer un soulagement important plus tard cette année et en 2023.

Figure 9 : IPC et IPC de base (hors alimentation et énergie) des États-Unis



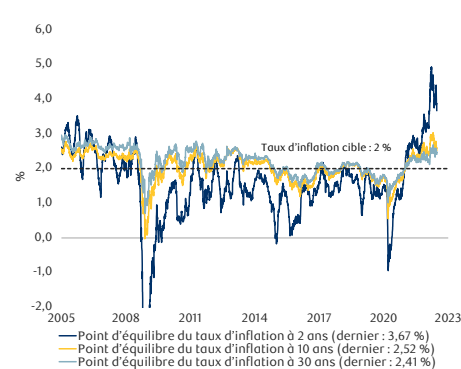
Nota : Au 10 juin 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 10 : Indice des marchandises Bloomberg



Nota : Au 23 juin 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 11 : Point d'équilibre du taux d'inflation selon les obligations du Trésor américain



Nota : En date du 23 juin 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

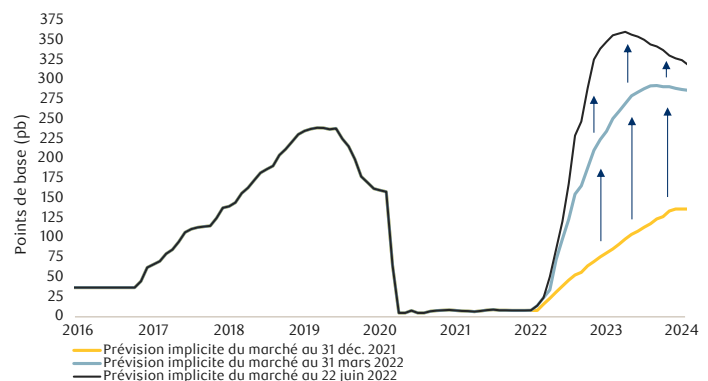
La Réserve fédérale procède à une hausse substantielle des taux et s'engage à lutter contre l'inflation

Même si l'inflation atteint un sommet à son niveau actuel, l'écart important entre la situation actuelle de l'inflation et celle que veut la Réserve fédérale est inacceptable. Cette divergence entraîne des hausses de taux d'intérêt à court terme anormalement importantes, comme l'augmentation de 75 points de base de la Réserve fédérale américaine, qui a atteint 1,75 % le 15 juin, lorsque le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a réitéré son engagement à ramener l'inflation à 2 %. M. Powell a mentionné que l'estimation de la Réserve fédérale d'un taux directeur neutre est de 2,5 %, ce qui signifie que, techniquement, la Réserve fédérale continue d'adopter une politique monétaire stimulante puisque le taux des fonds fédéraux demeure inférieur à ce niveau. La question pour les investisseurs est de savoir jusqu'à quel point la Réserve fédérale doit-elle pousser l'inflation à la baisse ? La figure 12 indique la trajectoire prévue des taux d'intérêt en fonction des prix des contrats à terme. Les diverses lignes du graphique montrent que cette trajectoire a été considérablement redressée cette année. À l'heure actuelle, le marché fixe un taux d'environ 3,6 % pour les fonds fédéraux d'ici le milieu de 2023 et prévoit déjà des baisses de taux peu de temps après que le sommet du taux des fonds fédéraux a été atteint. À notre avis, la hausse agressive des taux signalée par les marchés, si elle se concrétise, pourrait entraîner des problèmes de liquidité et mettre en péril le bien-être financier des entreprises et des particuliers très endettés. Il est fort probable que le resserrement monétaire finisse par contrebalancer les attentes élevées actuelles.

Le recul historique des obligations marque une pause

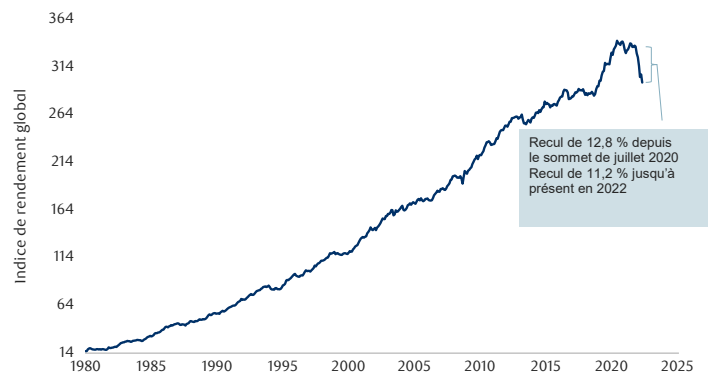
Les obligations ont prolongé leur recul à mesure que l'inflation persiste et que la Réserve fédérale accélère le rythme des hausses de taux. L'ICE BofA U.S. Broad Market Index a diminué jusqu'à 13 % cette année, alors que le taux des obligations américaines à 10 ans a atteint un sommet de 3,47 % le 14 juin (figure 13). Plus récemment, alors que les investisseurs commencent à évaluer les risques de récession, les obligations d'État refuges se sont redressées et le taux des obligations américaines à 10 ans s'est rapproché de 3,0 %. Cette reprise des obligations concorde avec notre opinion selon laquelle les taux obligataires ont atteint un niveau auquel les obligations offrent plus de protection contre un ralentissement de l'économie. Nos modèles indiquent que le risque d'évaluation sur le marché des obligations souveraines a été atténué par la flambée des taux obligataires depuis le début de l'année (figure 14).

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



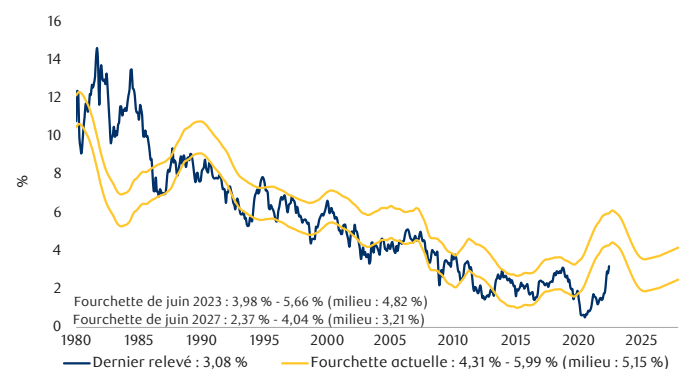
Nota : Au 23 juin 2022. Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

Figure 13 : Indice ICE BofA U.S. Broad Market
Indice de rendement global



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

Figure 14 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans – Fourchette d'équilibre



Nota : Au 23 juin 2022. Source : RBC GMA

Les taux obligataires pourraient à nouveau augmenter si la Réserve fédérale ne parvient pas à maîtriser l'inflation et est contrainte de poursuivre une augmentation agressive. Cependant, notre hypothèse de base est que l'inflation finira par se calmer et que d'autres hausses soutenues du rendement en revenu seront probablement limitées.

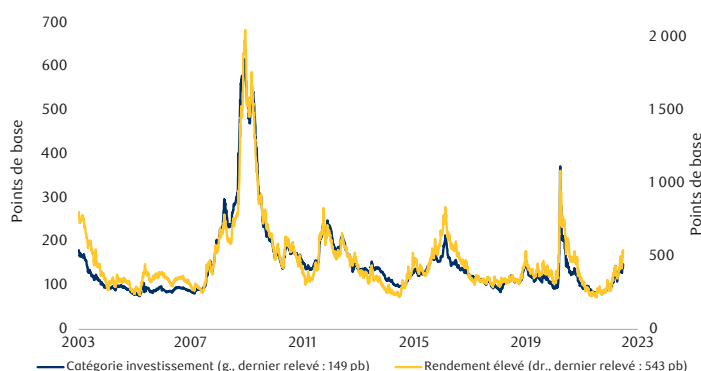
Les écarts de crédit s'élargissent, mais demeurent bien en deçà des niveaux de la récession

Le recul des obligations de société constitue également une préoccupation à la suite d'un ralentissement économique qui empêcherait les entreprises de rembourser leurs dettes. Les écarts de crédit des obligations à rendement élevé et des titres de catégorie investissement américains se sont élargis pour atteindre leur plus haut niveau en deux ans (figure 15). Il est toutefois à noter que, malgré la récente augmentation, les écarts demeurent bien en deçà des niveaux qui correspondent aux récessions. En période de récession, on pourrait s'attendre à ce que les écarts de taux de titres de catégorie investissement s'élèvent à 250 points de base et que les écarts de taux de titres à rendement élevé atteignent 900 points de base, mais ces écarts se situent actuellement à seulement 149 points de base et à 543 points de base, respectivement. Soit le marché obligataire nous indique que le risque de récession est relativement faible, soit que, s'il se matérialise, les prix des obligations de sociétés pourraient encore baisser. Cela dit, la pandémie a effacé bon nombre des dettes de débiteurs en difficulté qui existaient avant la COVID-19, et il n'y a pas eu suffisamment de temps pour que les dépassements se multiplient sur les marchés du crédit. Un autre aspect positif est le fait que les bilans sont relativement bons et qu'il est donc possible que les obligations de société soient plus résistantes à un ralentissement.

Les actions continuent de baisser, le risque d'évaluation est grandement réduit

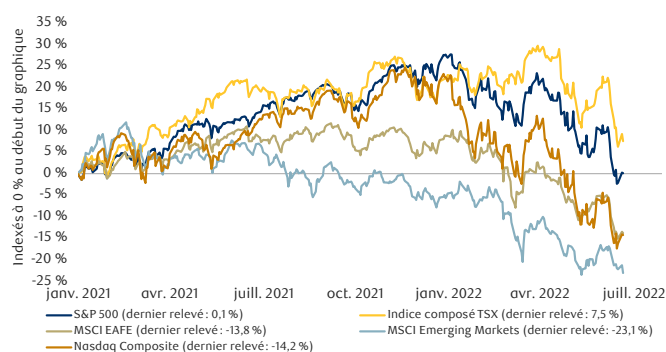
Les actions ont subi un autre recul, car les banques centrales se sont montrées plus fermes et les perspectives économiques sont devenues de plus en plus incertaines. La plupart des grands marchés ont chuté à de nouveaux creux pour l'année et l'indice S&P 500 a officiellement chuté dans un marché baissier de plus de 20 % par rapport à son sommet (figure 16). Depuis le début de 2021, l'indice composé S&P/TSX est le seul grand marché que nous suivons et qui est encore en hausse. Le S&P 500 est stable sur cette période, tandis que l'indice MSCI EAEO, l'indice MSCI Marchés émergents et l'indice composite NASDAQ sont tous en baisse de plus de 10 %. Le risque d'évaluation a été considérablement réduit en raison de la forte liquidation. Notre indice composé des valorisations boursières mondiales a maintenant atteint une juste valeur après avoir dépassé de 37 % la juste valeur en décembre 2021 (figure 17). Les actions ne sont

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



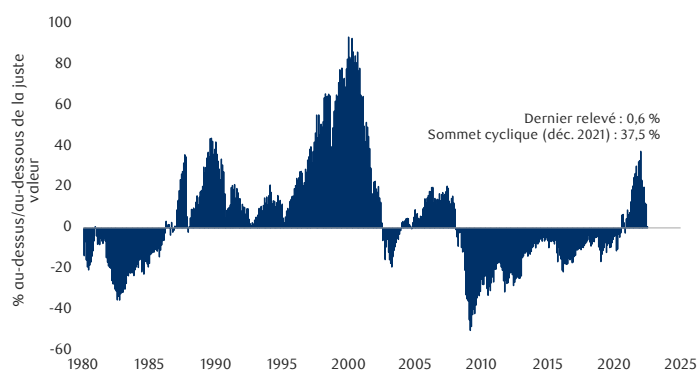
Nota : Au 23 juin 2022. Sources : Barclays Capital, Bloomberg et RBC GMA

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



Nota : Au 22 juin 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 17 juin 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

pas nécessairement bon marché dans leur ensemble, mais il existe de grandes différences entre les régions. L'indice S&P 500 demeure à l'extrémité la plus chère du spectre (figure 18), tandis que les autres marchés boursiers se situent à leurs justes valeurs ou en dessous de celles-ci.

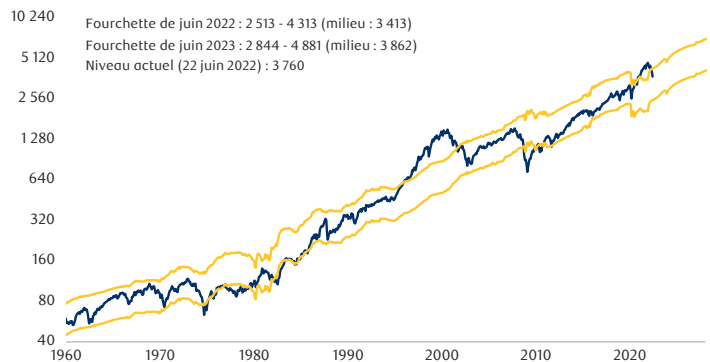
Les prévisions optimistes en matière de bénéfices sont vulnérables aux baisses

Alors que les prévisions à l'égard de l'économie ont diminué, les analystes ont été réticents à modérer leurs prévisions en matière de bénéfices. Les perspectives en matière de bénéfices des sociétés demeurent solides, les analystes s'attendant à ce que les bénéfices du S&P 500 augmentent de 10,3 % en 2022 et de 9,7 % en 2023 (figure 19). Si ces prévisions se concrétisent, les résultats par action du S&P 500 atteindront 252 dollars américains d'ici la fin de l'année prochaine, ce qui apportera un solide soutien au marché boursier. Cela dit, les entreprises signalent des pressions croissantes sur les coûts et l'économie ralentit. Il serait inhabituel que les bénéfices soient à l'abri des abaissements dans ce contexte et nous savons que, historiquement, les bénéfices ont diminué en moyenne de 25 % au cours des récessions précédentes. Les marges bénéficiaires ayant atteint des sommets records, les bénéfices dépassant leur tendance à long terme et l'économie ralentissant, nous sommes d'avis que les bénéfices annoncés seront inférieurs aux prévisions générales actuelles.

Le passage des styles de croissance à la valeur pourrait être interrompu

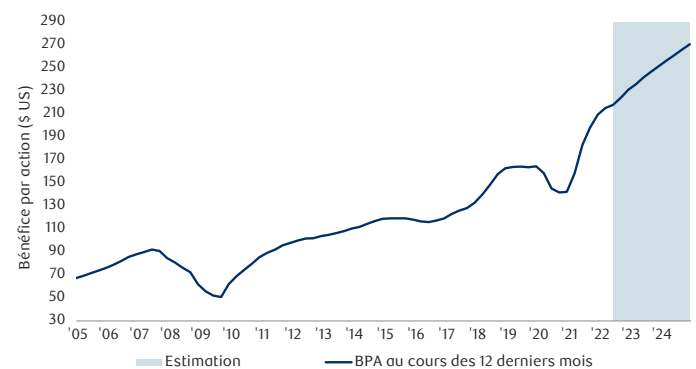
Les titres de croissance ont affiché un rendement inférieur pendant la majeure partie de 2022, mais ils ont commencé à tenir bon plus récemment. La hausse des taux d'intérêt et l'inflation ont exercé des pressions à la baisse sur les valorisations, ce qui a nui aux titres de croissance chers, en particulier pendant la récession. Par conséquent, les titres de valeur ont surpassé les titres de croissance de plus de 25 % entre le début de 2022 et la fin de mai (figure 20). Depuis, les titres de croissance ont toutefois commencé à se redresser par rapport aux titres de valeur et ont même affiché un rendement légèrement supérieur. Plus récemment, cette légère surperformance des titres de croissance s'est accompagnée d'une légère baisse des prévisions d'inflation, d'une hausse des prévisions de récession et d'une baisse de 20 % des titres du secteur de l'énergie en seulement deux semaines. Les titres de croissance ont tendance à offrir des rendements supérieurs durant les périodes de ralentissement de l'économie, car ils ont démontré leur capacité à générer une croissance des bénéfices, indépendamment du contexte économique. Il

Figure 18 : Fourchette d'équilibre de l'indice S&P 500 – Bénéfices et valorisations normalisés



Source : RBC GMA

Figure 19 : Indice S&P 500 – Bénéfice par action des sociétés au cours des 12 derniers mois



Nota : Au 17 juin 2022. Les estimations sont fondées sur les prévisions générales ascendantes des analystes sectoriels. Sources : Thomson Reuters, RBC GMA

Figure 20 : Rendement des titres de croissance par rapport aux titres de valeur – Indice S&P 500 Value / Indice S&P 500 Growth



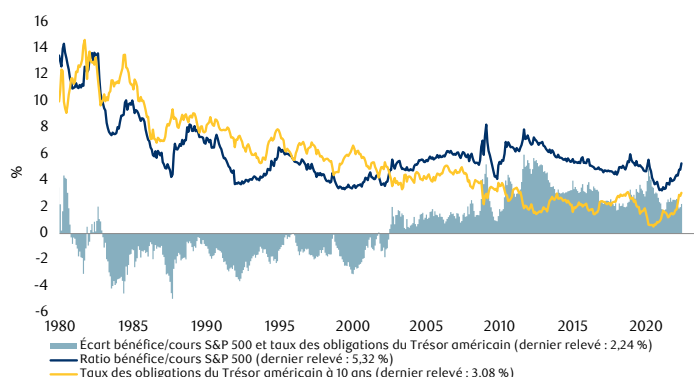
Nota : Au 23 juin 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

n'est pas encore certain que cette transition vers les titres de croissance se poursuivra, car le marché semble peser la possibilité d'une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt, ce qui favoriserait les titres de valeur, plutôt que la possibilité d'une récession, qui favoriserait les titres de croissance.

Répartition d'actif : proche des pondérations neutres

Le contexte macroéconomique est très incertain, la croissance ralentit, l'inflation est élevée et les banques centrales augmentent les taux d'intérêt de manière agressive pour restaurer la stabilité des prix à la consommation au risque de plonger les économies dans la récession. Étant donné que, selon notre opinion, l'éventail des résultats possibles est plus large que d'habitude, que le risque de récession est élevé et que les rendements d'une obligation sont à des niveaux qui offriraient une protection contre un ralentissement dans un portefeuille équilibré, nous avons apporté deux changements à la composition de l'actif depuis le début du mois. Le premier était de transférer 50 points de base des liquidités détenues à des fonds d'obligations, car le taux des obligations à 10 ans du Trésor américain a dépassé 3,0 %. Plus tard, alors que les taux ont encore augmenté, nous avons transféré 100 points de base de plus en obligations, provenant d'actions. Nous conservons une légère surpondération en actions, étant donné que les actions en faveur de la prime de risque par rapport aux obligations demeurent, bien que la prime ait diminué à mesure que les rendements des obligations ont augmenté (figure 21). Par conséquent, notre répartition d'actif est beaucoup plus proche de la pondération neutre qu'elle ne l'a été aux précédents cycles. 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 21 : Ratio bénéfice/cours de l'indice S&P 500
Bénéfice des 12 derniers mois/niveau de l'indice



Nota : Au 23 juin 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.