

Les marchés chancellent, à l'annonce d'une imminente hausse des taux d'intérêt par les banques centrales

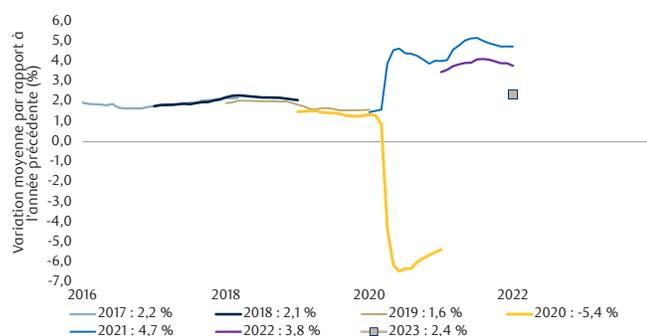
Eric Savoie, MBA, CFA

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

Près de deux ans après le début de la pandémie, l'économie s'est remise sur pied. De ce fait, les mesures extraordinaires mises en place pour soutenir les entreprises et les ménages lors des premières étapes de la crise ne sont plus nécessaires. La demande de biens et de services est soutenue, et le marché du travail est tendu. Le plus important pour les banques centrales a peut-être été la flambée inflationniste. Cet événement les a obligés à prendre la tête de la lutte contre l'inflation, au lieu d'être de simples spectateurs de la situation. Elles ont à présent la tâche de resserrer leurs politiques tout en faisant attention à préserver l'expansion économique, sans pousser l'économie vers une récession. Les marchés financiers connaissent une forte volatilité depuis le début de l'année, car les investisseurs ajustent leurs prévisions en vue du resserrement monétaire qui pourrait survenir plus tôt que prévu.

Au-delà de l'incertitude liée à la politique monétaire, plusieurs risques méritent d'être surveillés. Le virus demeure une source d'inquiétude. Malgré les signes indiquant que le nombre de nouveaux cas aurait atteint un sommet, certaines restrictions pourraient encore peser sur les économies. C'est particulièrement le cas en Chine, où la croissance connaît déjà un ralentissement, et où le gouvernement a adopté une politique de tolérance zéro face à la COVID-19 en prévision des Jeux olympiques d'hiver de 2022. Parmi les autres préoccupations, des tensions subsistent entre la Russie et l'Ukraine, et les élections de mi-mandat aux États-Unis, attendues cette année, pourraient ébranler l'équilibre des pouvoirs entre les deux principaux partis politiques. L'ensemble de ces facteurs nous laisse présager que la croissance mondiale continuera de ralentir quelque peu. Par conséquent, nos prévisions de croissance demeurent inférieures aux prévisions générales (figure 1).

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

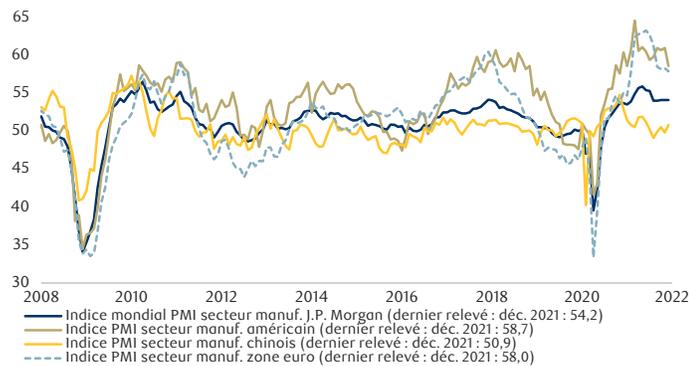


<< Une inflation indésirable s'enracine dans l'économie. Les coûts de l'énergie, des métaux et de l'automobile s'inscrivent en hausse, ce qui contredit les prédictions des banques centrales et des économistes selon lesquelles la montée des prix serait temporaire et d'une portée limitée. Les tensions inflationnistes sont aggravées par les conditions extrêmement tendues sur le marché du travail. >>

Les indicateurs économiques s'essoufflent

Nous constatons un essoufflement des indicateurs avancés et des données économiques, ce qui conforte notre point de vue selon lequel l'économie devrait perdre de la vitesse. Les indices des directeurs d'achats mondiaux sont redescendus de leurs sommets, et ont reflété une tendance à la baisse dans une grande partie du monde au cours de la dernière année (figure 2). Une autre mesure économique que nous surveillons est l'indicateur avancé Duncan, lequel a culminé au deuxième trimestre de 2021 (figure 3). Cet indicateur, qui évalue les dépenses en biens durables, les investissements résidentiels et les dépenses en immobilisations par rapport au PIB, a tendance à culminer en moyenne quatre trimestres avant une récession. Il est possible que la pandémie ait causé des distorsions. Cela dit, l'indicateur avancé Duncan s'est avéré fiable par le passé, et en ce moment il signale qu'un ralentissement de la croissance pourrait se profiler.

Figure 2 : Indices mondiaux des directeurs d'achats



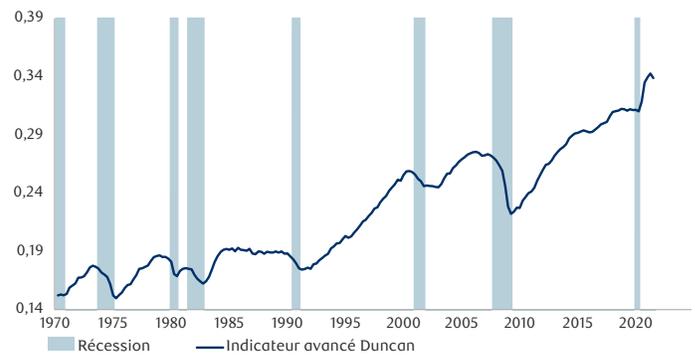
Nota : Au 20 janvier 2022. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

En outre, les données économiques ont cessé de surpasser les attentes. L'indice Citi de surprise économique aux États-Unis est redescendu en territoire négatif, ce qui laisse penser que les données se sont avérées décevantes par rapport aux prévisions générales (figure 4). Selon ces indicateurs pris dans leur ensemble, l'élan observé durant la majeure partie de la reprise en 2020 et 2021 pourrait s'essouffler.

L'inflation monte en flèche

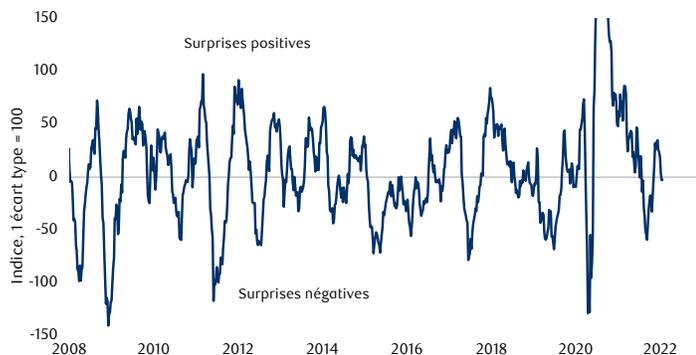
Alors que les indicateurs de croissance économique semblent perdre des forces, les prix des biens et des services grimpent à toute vitesse. En décembre, l'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis a progressé de 7 % d'une année sur l'autre – son taux le plus élevé depuis le début des années 1980 (figure 5). Une inflation indésirable s'enracine dans l'économie. Les coûts de

Figure 3 : Indicateur avancé Duncan



Nota : Données en date du 30 septembre 2021. Sources : Duncan Wallace, Morgan Stanley Research, Haver Analytics

Figure 4 : États-Unis
Indice des surprises économiques Citigroup



Nota : Au 20 janvier 2022. Source : Citigroup Global Markets Inc., RBC GMA

Figure 5 : Inflation aux États-Unis
Variation de l'IPC d'une année sur l'autre



Nota : En date de décembre 2021. La zone ombrée représente une récession. Sources : BLS, Federal Reserve Bank de Cleveland, Macrobond, RBC GMA

l'énergie, des métaux et de l'automobile s'inscrivent en hausse, ce qui contredit les prédictions des banques centrales et des économistes selon lesquelles la montée des prix serait temporaire et d'une portée limitée. Les tensions inflationnistes sont aggravées par les conditions extrêmement tendues sur le marché du travail. Le taux de chômage des États-Unis a chuté à 3,9 % en décembre, ce qui est proche de son niveau le plus bas en 40 ans, tandis que les salaires augmentent à leur rythme le plus rapide en quatre décennies (figures 6 et 7). La position de force des employés pour exiger des augmentations de salaire pourrait conduire à une spirale des prix et des salaires, c'est-à-dire que des salaires plus élevés entraîneraient des prix plus élevés, ce qui en définitive amènerait les employés à exiger des salaires encore plus élevés. À notre avis, certaines de ces tensions inflationnistes sont temporaires, car elles sont liées à la pandémie. Cependant, même si l'inflation ralentissait à partir de maintenant, nous pensons qu'elle resterait au-dessus de la normale à moyen terme.

Des hausses de taux sont imminentes

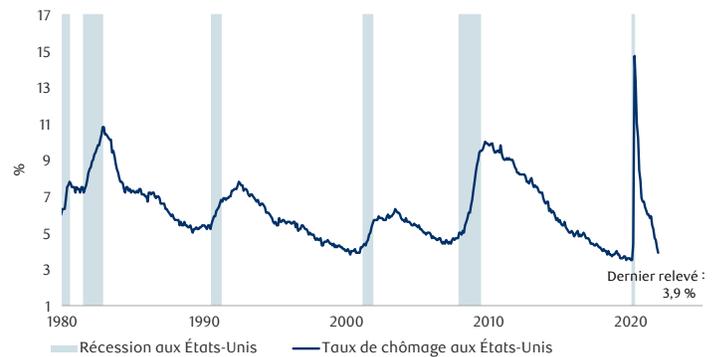
Le contexte macroéconomique ne justifie plus une politique monétaire extrêmement accommodante, et la normalisation des taux d'intérêt, annoncée depuis un certain temps, semble devenir un peu plus urgente. Les prix du marché à terme indiquent quatre hausses de taux en 2022, soit une de plus qu'il y a un mois, et les investisseurs s'attendent maintenant à ce que la première hausse de taux survienne en mars plutôt qu'en juin (figure 8).

De plus, le dernier compte rendu de la réunion du Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine laisse entendre que non seulement l'assouplissement quantitatif prendrait fin au début de l'année 2022, mais que le resserrement quantitatif – c'est-à-dire la réduction pure et simple des placements obligataires de la Réserve fédérale américaine – pourrait se produire au cours de l'année. Ces changements dans les prévisions reflètent un durcissement de ton de la part de la Réserve fédérale américaine. Ils signifient aussi que la politique monétaire deviendra, dans une certaine mesure, moins favorable aux actifs financiers.

Les taux obligataires s'envolent; les prévisions d'inflation ne bougent pas

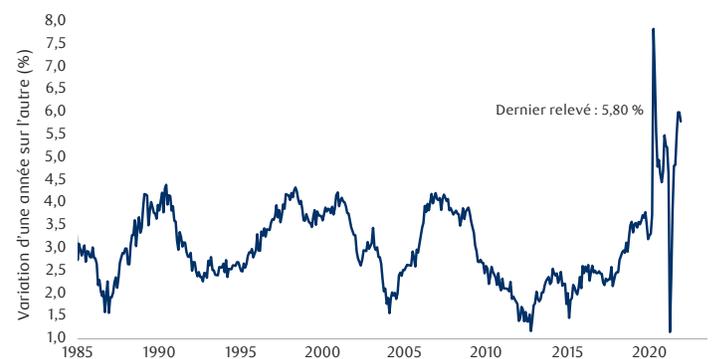
La perspective d'un resserrement monétaire plus rapide que prévu a soudainement fait s'envoler les taux des obligations d'État. Le taux des obligations américaines à 10 ans a augmenté de plus de 30 points de base depuis le début de l'année pour atteindre 1,80 %, soit son plus haut niveau

Figure 6 : Taux de chômage aux États-Unis



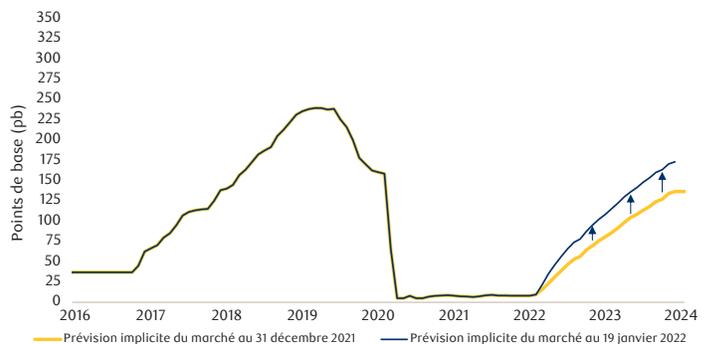
Nota : Au 31 décembre 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 7 : Salaire horaire moyen aux É.-U.



Nota : Au 31 décembre 2021. Sources : Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics, RBC GMA

Figure 8 : Taux implicite des fonds fédéraux Contrats à terme sur 12 mois



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

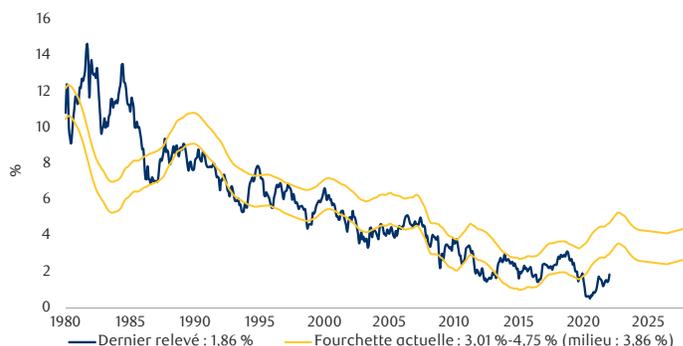
d'avant la pandémie. Nos modèles laissent entendre que les taux obligataires demeurent trop bas et qu'ils continueront probablement de remonter au fil du temps, mais la récente augmentation a atténué le risque de valorisation à court terme (figure 9).

La rapidité de l'inflation a contribué à la hausse des taux obligataires, mais un examen plus approfondi des attentes d'inflation du marché suggère que la montée des rendements pourrait être limitée dans le futur. La figure 10, qui illustre les taux du seuil de rentabilité entre les obligations du Trésor à 10 ans et à 2 ans, indique que les investisseurs anticipent une inflation plus faible à long terme (c.-à-d. dans 10 ans) qu'à court terme (c.-à-d. dans 2 ans). Nous constatons également que le niveau d'inflation attendu oscille entre 2 % et 3 %, ce qui est un peu au-dessus de la normale, mais bien inférieur aux 7 % que nous voyons aujourd'hui. Nous surveillons les taux du seuil de rentabilité parce que toute augmentation significative de cette mesure signalerait un problème d'inflation persistant. Pour l'instant, les prévisions d'inflation semblent stables, et les taux du seuil de rentabilité relativement bas laissent penser que la flambée des taux obligataires observée en ce moment sera limitée.

Les marchés boursiers trébuchent

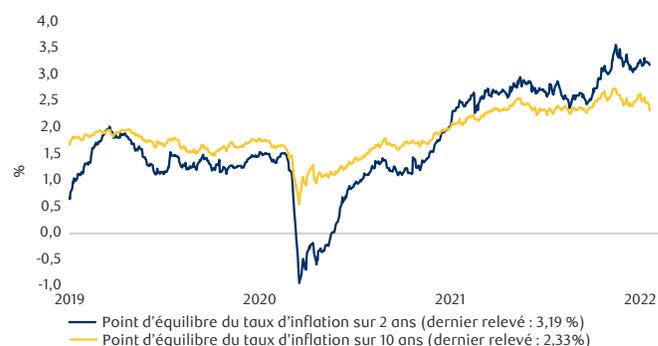
Les marchés boursiers ont fléchi en raison du ralentissement de la croissance, du durcissement de ton des banques centrales et de la récente envolée des taux obligataires. Les actions de croissance et de technologie à valeur élevée ont été les plus durement touchées, du fait que la hausse des taux d'actualisation a pesé sur les valorisations. Sur la base du dollar canadien, l'indice S&P 500 a reculé de plus de 8 % par rapport à son sommet record, tandis que l'indice composite Nasdaq, qui a une plus grande pondération dans les actions technologiques, a cédé plus de 13 % (figure 11). L'indice composé TSX a dégagé un rendement supérieur, grâce aux actions de l'énergie et de la finance qui bénéficient de la hausse des prix pétroliers et des attentes de taux d'intérêt plus élevés. Malgré la récente liquidation, les actions demeurent à leur pleine valeur, particulièrement dans le segment des sociétés américaines à grande capitalisation. L'indice S&P 500 demeure plus d'un écart type au-dessus de notre juste valeur modélisée. Ce niveau est habituellement associé à une volatilité plus élevée et à des rendements plus faibles (figure 12).

Figure 9 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans – Fourchette d'équilibre



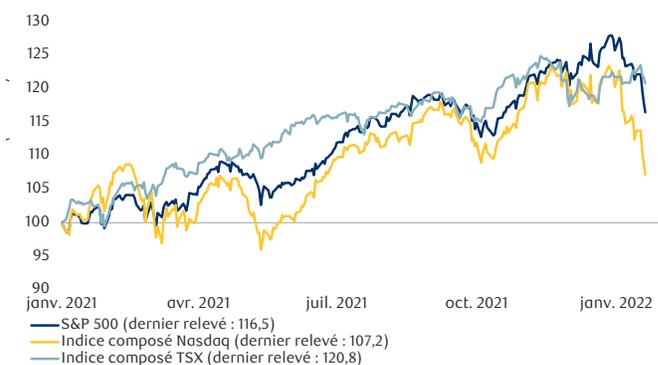
Nota : Au 20 janvier 2022. Sources : RBC GMA, RBC MC

Figure 10 : Points d'équilibre du taux d'inflation sur les obligations du Trésor américain



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

Figure 11 : Principaux indices boursiers – Indexation à 100 au début du graphique, en dollar canadien



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

Une rotation des styles est en cours

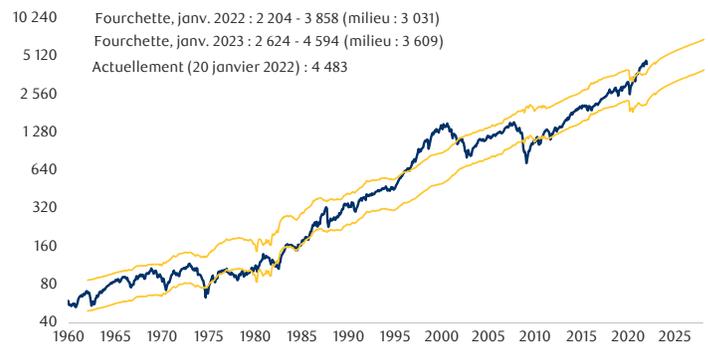
La récente volatilité du marché s'explique en partie par un changement dans les préférences des investisseurs, qui se sont mis à privilégier les actions de valeur au détriment des actions de croissance. Bien que les actions de croissance aient dominé le marché pendant la tendance haussière qui a commencé début 2020, dans le contexte de la pandémie, le récent sursaut inflationniste et les perspectives de resserrement monétaire impliquent que les actions de croissance, qui ont tendance à se négocier à des valeurs plus élevées, sont devenues légèrement moins attrayantes. Dans un environnement de forte croissance économique qui stimule les bénéfices pour toutes les sociétés, les investisseurs peuvent gagner plus d'argent sur les actions valorisées à bas prix. De ce fait, ils privilégient les actions de valeur depuis début décembre. Depuis cette date, l'indice S&P 500 Value surpasse l'indice S&P 500 Growth de 13 points de pourcentage (figure 13).

Plusieurs facteurs favorables à une reprise soutenue des actions de valeur semblent se matérialiser (inflation ferme, hausse des taux d'intérêt, forte croissance du PIB). Cela dit, les actions de valeur ont souvent échoué à prendre le pas sur les actions de croissance. Il est donc trop tôt pour se prononcer sur la pérennité de cette nouvelle tendance.

Les prévisions de bénéfices demeurent solides, portées par un fort PIB nominal

Bien que les actions aient traversé une période tumultueuse, à la suite des changements dans les prévisions de taux d'intérêt, les données fondamentales semblent encore robustes. Selon les estimations actuelles, les analystes prévoient que le S&P 500 dégagera 223,63 \$ US de bénéfices par action cette année, ce qui représente une hausse de 8,5 % d'une année sur l'autre (figure 14). Pendant la pandémie, les prévisions de bénéfices se sont avérées beaucoup trop basses. Il est possible que les bénéfices continuent de surprendre de manière positive, car nous prévoyons une forte croissance du PIB nominal. Même si nous estimons que la croissance du PIB réel des États-Unis ralentira à 3,5 % en 2022, une inflation significative pourrait faire grimper ce taux à plus de 7 % sur une base nominale. La figure 15 montre une régression historique entre la croissance des bénéfices et la croissance du PIB nominal, et suggère que notre prévision de croissance du PIB nominal de 7,3 % pourrait se traduire par une croissance des bénéfices de 18,9 % – soit plus du double des prévisions générales. La corrélation entre la régression et la croissance des bénéfices n'est pas parfaite, mais elle suggère que nous devons envisager la possibilité de bénéfices supérieurs aux

Figure 12 : Fourchette d'équilibre de l'indice S&P 500 Bénéfices et valorisations normalisés



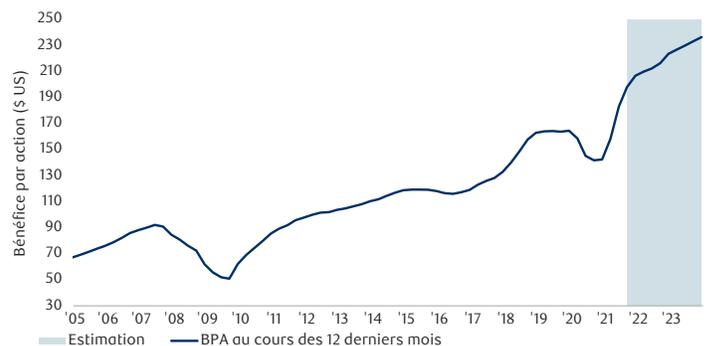
Nota : Les estimations de la juste valeur sont présentées à titre indicatif seulement. Des corrections sont toujours possibles et les valorisations ne limiteront pas le risque de dommages résultant de chocs systémiques. Il est impossible d'investir directement dans un indice non géré. Source : RBC GMA

Figure 13 : Rendement relatif des styles – Indice de valeur S&P 500 / Indice de croissance S&P 500



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

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



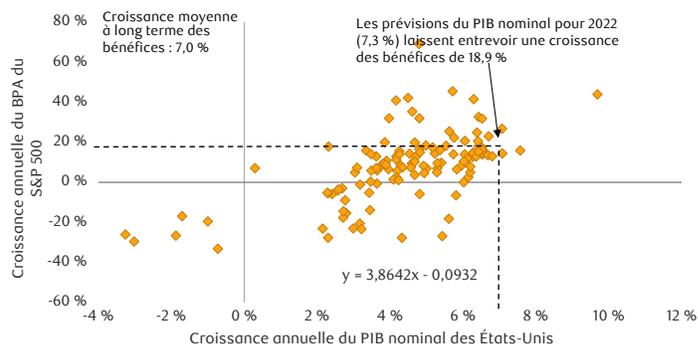
Nota : Les estimations sont fondées sur les prévisions générales ascendantes des analystes sectoriels. Sources : Thomson Reuters, RBC GMA

prévisions générales. Les valorisations pourraient baisser en raison de la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation élevée, mais une forte croissance des bénéfices pourrait compenser cet effet.

Composition de l'actif – Diminution de la sous-pondération des titres à revenu fixe à mesure que les taux augmentent

Selon notre scénario de base, l'économie croît à un rythme modéré, mais ralenti, parallèlement à une inflation forte. Dans ce contexte, les banques centrales semblent disposées à réduire les mesures d'assouplissement extrêmes mises en place au début de la pandémie, en mettant fin à l'assouplissement quantitatif et en commençant à relever les taux d'intérêt. Nous pensons que les taux obligataires continueront de grimper progressivement, ce qui se traduira par des rendements faibles, voire négatifs, pour les obligations d'État au cours de l'année à venir. Nous conservons une sous-pondération en titres à revenu fixe, mais la récente hausse des taux a quelque peu atténué l'extrême surévaluation des obligations. Aux taux actuels, les obligations d'État offriront un peu plus de protection contre tout ralentissement de l'économie. Nous avons décidé d'ajouter 0,25 % à notre répartition dans les titres à revenu fixe, en puisant dans nos liquidités, ce qui se traduira par une légère atténuation de notre position sous-pondérée en obligations. Nous avons laissé notre position en actions inchangée, avec une modeste surpondération. Nous continuons de penser que les actions généreront un rendement supérieur dans un contexte de robuste croissance, ce qui pourrait apaiser les craintes relatives à l'inflation et stimuler les bénéfices des sociétés. Nos recommandations actuelles de répartition de l'actif d'un portefeuille équilibré mondial sont les suivantes : 63,50 % en actions (pondération stratégique « neutre » de 60 %), 33,75 % en obligations (pondération stratégique « neutre » de 38 %) et 2,75 % en liquidités.

Figure 15 : BPA du S&P 500 par rapport à la croissance du PIB nominal des États-Unis



Nota : Au 30 novembre 2021. D'après les données trimestrielles remontant jusqu'en janvier 1990. Sources : 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 : (21 janvier 2022)

(21/01/2022)

MARKET UPDATE - JANUARY 21, 2022_F 01/26/2022

