

L'économie ralentit et la volatilité augmente tandis que les risques se font plus présents



1 OCTOBRE 2021

Eric Savoie, MBA, CFA

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

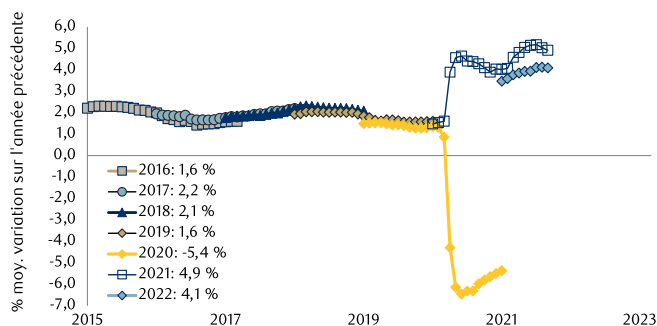
La reprise semble avoir culminé, et l'économie connaîtra probablement des jours plus sombres alors que les défis s'accumulent et que les facteurs favorables présents depuis le début de la pandémie commencent à s'estomper. La croissance ralentit même si l'expansion se poursuit et que les contours d'une économie post-COVID-19 se dessinent. Le virus continue de poser problème aux économies, surtout dans les pays en développement où les vaccins se faisaient plus rares et étaient plus difficiles à administrer. Le caractère imprévisible des vagues de contagion a perturbé les chaînes logistiques mondiales et nuit à la circulation des biens, causant des pénuries mondiales ou des hausses de prix susceptibles de se prolonger à plus long terme. Parmi les autres risques, notons le marché immobilier chinois. L'attention se porte actuellement sur Evergrande, l'une des plus importantes sociétés immobilières du pays, qui est fortement endettée et qui risque de ne pouvoir respecter ses obligations financières sans l'intervention du gouvernement. Nos prévisions de croissance du PIB restent plutôt favorables d'un point de vue historique, mais nous nous attendons à ce que la croissance en 2022 ralentisse par rapport à 2021, et nos prévisions sont légèrement inférieures à la moyenne (figure 1).

Les données économiques fléchissent

Le fléchissement des indicateurs avancés laisse croire que la croissance économique est effectivement en train de ralentir. Les indices mondiaux des directeurs d'achats (PMI) ont atteint des sommets au début et au milieu de 2021 et déclinent progressivement depuis (figure 2). Bien que la plupart des indices PMI restent au-dessus de 50 et pointent vers une forte croissance économique, l'indice PMI de la Chine a glissé sous la barre des 50, indiquant que l'économie est peut-être en train de se contracter. En outre, les données économiques ont déçu les attentes, comme en témoigne le passage en territoire négatif de l'indice des surprises économiques Citi aux États-Unis depuis cet été (figure 3). Les données économiques restent plutôt encourageantes, mais nous savons que les investisseurs et les économistes ne sont plus aussi souvent surpris par la vigueur de la reprise qu'ils ne l'étaient durant la majeure partie de l'année dernière.

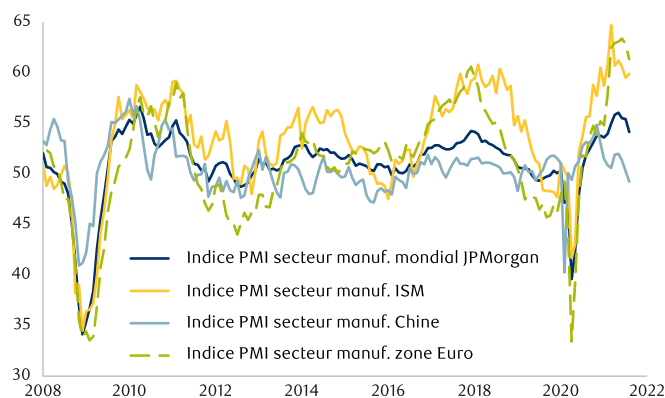
Figure 1 : Moyenne pondérée du PIB réel établie par consensus

Prévisions de croissance des principaux pays de l'OCDE



Nota : dès le 28 septembre, 2021. Source: Consensus Economics

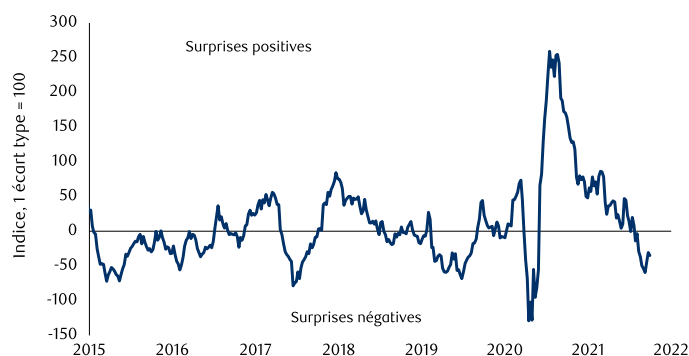
Figure 2 : Indices mondiaux des directeurs des achats



Nota : dès le 31 août, 2021. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 3 : États-Unis

Indice des surprises économiques Citi



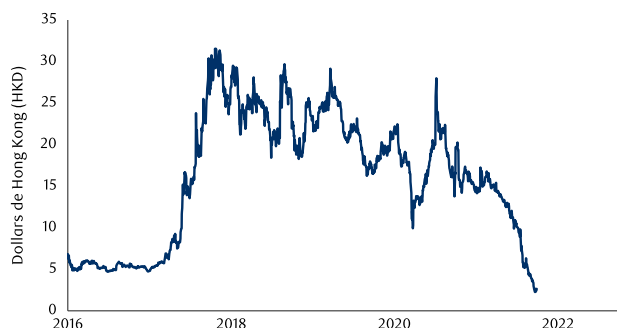
Nota : Au 28 septembre 2021. Sources : Citigroup Global Markets Inc., RBC GMA

Les déboires d'Evergrande

Des préoccupations au sujet de la capacité d'Evergrande à rembourser ses dettes au cours des dernières semaines ont alimenté les vents contraires qui soufflent sur les économies et les marchés. Mis sur pied il y a 25 ans, le promoteur immobilier a trop recouru à l'emprunt pour bâtir l'un des plus grands empires immobiliers de la Chine, et la dette de 300 milliards de dollars américains plombe la société qui peine à s'en sortir. L'action d'Evergrande a chuté de 85 % depuis le printemps (de 92 % par rapport à son sommet de 2017) et son obligation s'est également effondrée (figures 4 et 5). Les investisseurs sont intimidés par l'envergure de la société, qui compte environ 800 projets actifs dans plus de 200 villes. Le secteur immobilier et les industries liées à l'immobilier représentent, selon les estimations de certains analystes, près du tiers de la production économique du pays ; il est donc impératif que les problèmes financiers de la société soient résolus de façon ordonnée. Heureusement, le gouvernement chinois semble souhaiter une résolution rapide, et certaines dettes en souffrance ont finalement été acquittées.

Figure 4 : Cours de l'action d'Evergrande

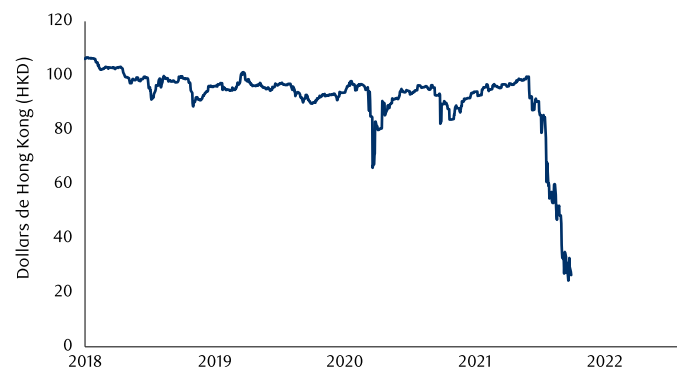
Données quotidiennes



Nota : Au 28 septembre 2021. Source : Bloomberg.

Figure 5 : Cours de l'obligation à 8,25 % d'Evergrande échéant en mars 2022

Données quotidiennes

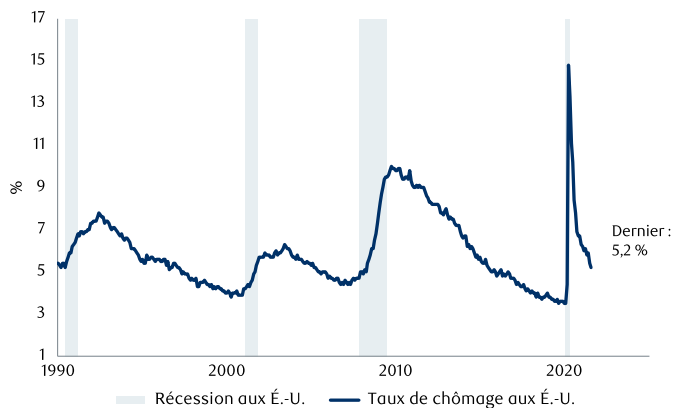


Nota : Au 28 septembre 2021. Source : Bloomberg.

La Fed laisse présager une réduction des assouplissements d'ici peu

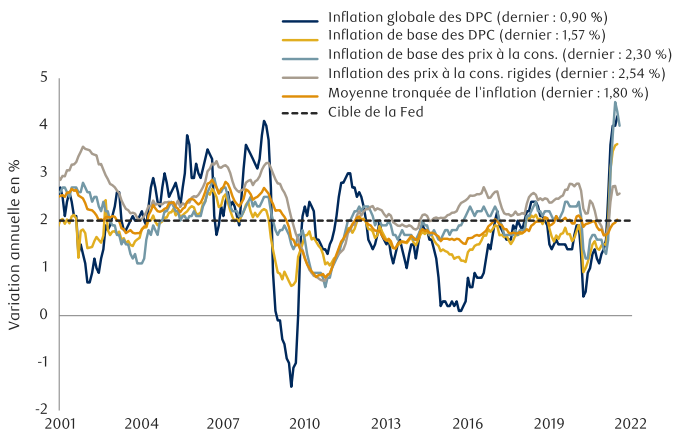
Aux États-Unis, la reprise économique qui se poursuit signifie que le besoin des mesures de relance extraordinaires mises en place depuis le début de la pandémie se fait moins sentir. La Réserve fédérale américaine (la Fed) a augmenté son bilan de plus de 4 000 milliards de dollars américains depuis mars 2020. Au cours de cette période, plus de 17 millions d'emplois ont été créés, faisant passer le taux de chômage de 14,8 %, sommet du printemps 2020, à 5,2 % (figure 6). L'autre volet du double mandat de la Fed est la stabilité des prix. L'inflation est relativement élevée depuis le printemps 2021, et la plupart des mesures de l'inflation s'établissent bien au-delà de la cible de 2 % de la Fed (figure 7). L'économie se portant mieux et l'inflation étant plus forte que prévu, la Fed a laissé entendre qu'elle pourrait commencer à réduire le rythme de ses achats d'obligations fixés à 120 milliards de dollars américains par mois d'ici la fin de l'année. Le respect de cet échéancier indiquerait la fin des mesures de relance vers le milieu de 2022 et une nouvelle ronde de hausses des taux à la fin de 2022 ou au début de 2023. Il est important de noter que la diminution des mesures d'assouplissement quantitatif ne signifie pas que les conditions monétaires se resserrent, mais qu'elles se font un peu moins favorables. La politique de la Fed reste accommodante et les taux d'intérêt se trouvent toujours à leur plus bas. Une diminution des mesures d'assouplissement quantitatif signifie simplement que le bilan de la Fed augmentera plus lentement.

Figure 6 : Taux de chômage aux États-Unis



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

Figure 7 : Mesures de l'inflation des États-Unis



Nota : dès le 28 septembre, 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

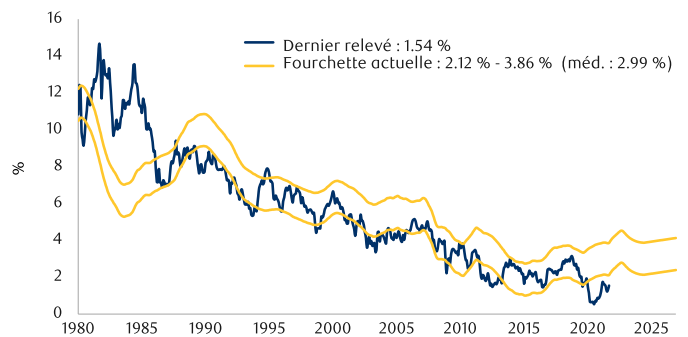
Les taux des obligations d'État, qui se trouvaient à des niveaux trop bas pour être durables, augmentent

Les taux obligataires mondiaux ont recommencé à monter après une période de consolidation durant le printemps et l'été, et nos modèles indiquent qu'ils pourraient continuer de progresser. Le taux de l'obligation américaine à 10 ans est repassé au-dessus de la barre de 1,50 % en septembre, après avoir descendu aussi bas que 1,17 % le mois dernier, mais il reste inférieur au sommet de 1,74 % atteint en mars 2021. Même si le risque de valorisation a diminué tandis que les taux montaient, nos modèles continuent d'indiquer que les taux appropriés sont plus élevés (figure 8). En effet, les taux d'intérêt réels (après inflation) sont encore extrêmement négatifs, et nous ne pensons pas que cette situation puisse

perdurer. Tandis que le contexte économique se normalisera et que sonnera la fin des assouplissements quantitatifs, les taux d'intérêt réels reviendront progressivement à zéro ou un peu plus haut (figure 9). Si ce scénario se concrétise et que l'inflation oscille autour de 2,0 %, le taux de l'obligation américaine à 10 ans s'établirait à 2,0 %, voire un peu plus ; un rajustement qui se produira graduellement à notre avis. Nous maintenons que le taux de l'obligation américaine à 10 ans devrait atteindre 1,75 % au cours de l'année prochaine.

Figure 8 : Rendements des obligations du Trésor américain à 10 ans

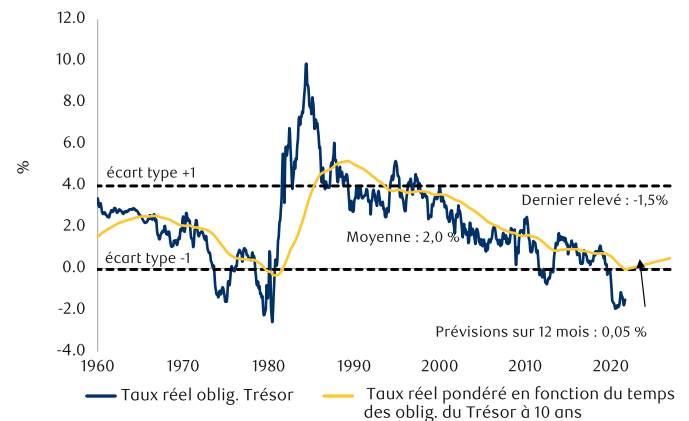
Fourchette d'équilibre



Nota : dès le 28 septembre, 2021. Sources : RBC GMA, RBC MC

Figure 9 : États-Unis

Taux réel des obligations du Trésor de 10 ans



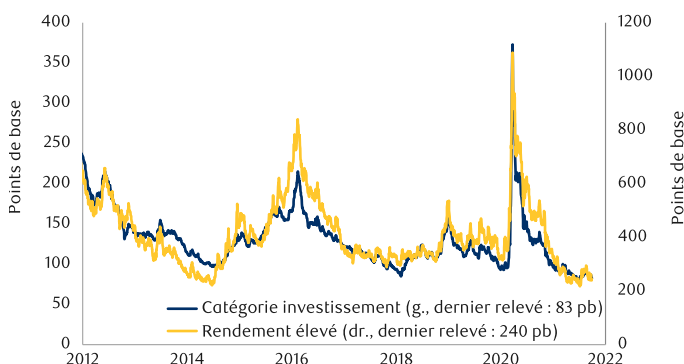
Nota : dès le 28 septembre, 2021. Sources : RBC GMA, RBC MC

Les marchés du crédit sont relativement calmes aux États-Unis

Les marchés du crédit nord-américains ont été plutôt stables, et les marchés financiers hors Chine ne semblent pas affectés par les problèmes d'Evergrande. Les écarts des obligations américaines de catégorie investissement et à rendement élevé avoisinent leurs plus bas niveaux depuis une décennie, ce qui laisse croire que les investisseurs sont encore prêts à prendre des risques (figure 10). De plus, le ratio des titres d'émetteurs en difficulté, qui fait état des obligations dont le taux est de plus de 10 %, s'approche aussi des creux historiques (figure 11). Si les craintes commençaient à augmenter sur les marchés du crédit nord-américains, nous aurions constaté un élargissement des écarts et davantage d'obligations d'émetteurs en difficulté. Il semble que les marchés du crédit considèrent Evergrande comme un problème localisé et estiment que tout risque de contagion pourrait être maîtrisé par la Chine.

Figure 10 : Écarts de taux entre les obligations de sociétés américaines

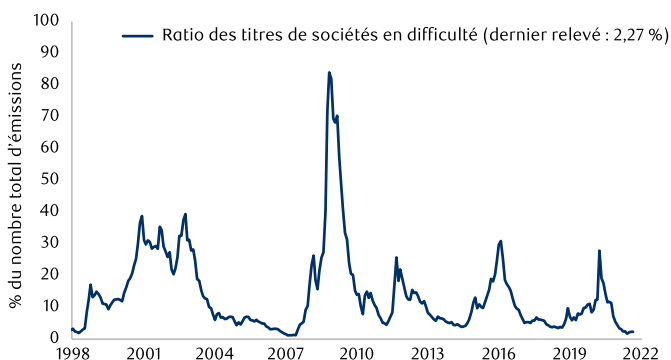
Et les obligations du Trésor américain à dix ans



Nota : Au 28 septembre 2021. Sources : Barclays Capital, Bloomberg, RBC GMA

Figure 11 : Ratio des titres américains à rendement élevé d'émetteurs en difficulté

Pourcentage du nombre total de titres dont l'écart corrigé en fonction des clauses optionnelles est supérieur à 1 000 pb



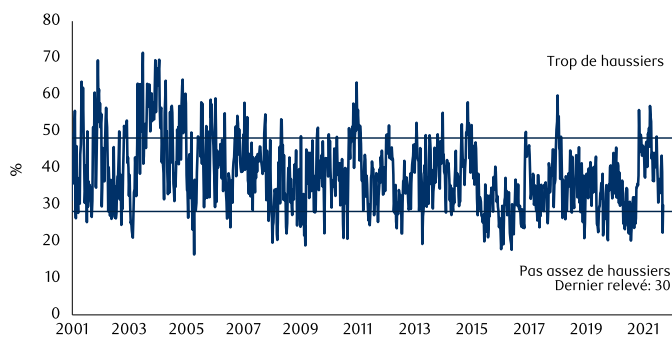
Nota : Au 28 septembre 2021. Sources : BofA, Credit Suisse, RBC GMA

Les marchés boursiers vacillent tandis que l'optimisme s'étiole

La plupart des grands indices boursiers ont été confrontés à des turbulences en septembre, tandis que la hausse des risques et des taux a refroidi l'enthousiasme des investisseurs. L'indice S&P 500 a perdu 5 % par rapport au record qu'il avait atteint plus tôt au cours du mois, et a été à la traîne d'autres marchés boursiers mondiaux, freiné par les titres de croissance à mégacapitalisation et les titres technologiques qui ont tendance à être plus sensibles aux fluctuations des taux d'actualisation. L'optimisme s'est essoufflé, comme l'indique le sondage de l'American Association of Individual Investors, qui révèle un manque extrême d'investisseurs optimistes (figure 12). Ceci étant dit, les actions restent près de leur pleine valeur, l'indice S&P 500 se situant à plus d'un écart type au-dessus de la juste valeur estimée par notre modèle (figure 13).

Figure 12 : Sondage de l'AII sur le sentiment

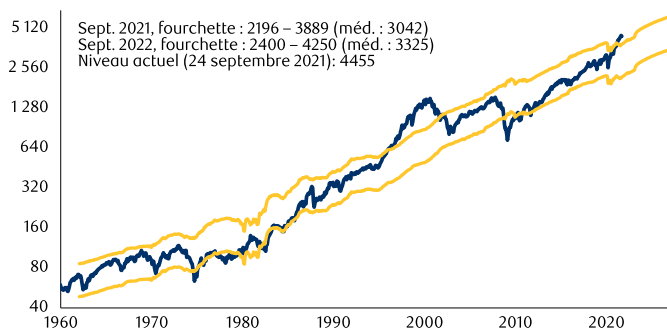
Pourcentage de haussiers



Nota : dès le 23 septembre, 2021. Source : American Association of Individual Investors (AII)

Figure 13 : S&P 500 : niveau d'équilibre

Valorisations et bénéfices normalisés



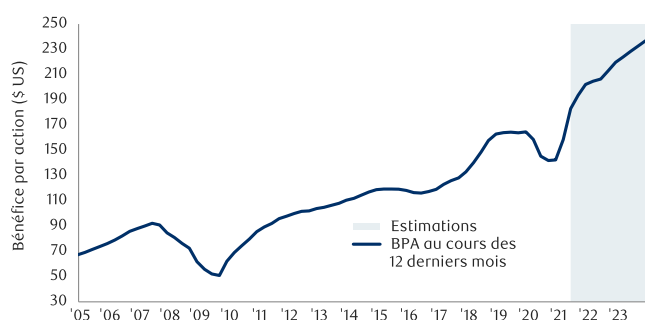
Nota : Les estimations de la juste valeur sont présentées à titre indicatif seulement. Des corrections sont toujours possibles et les valorisations ne limiteront pas le risque de dommages résultant de chocs systémiques. Source : RBC GMA

La croissance des bénéfices a été solide et les perspectives sont encourageantes

Une forte croissance soutenue des bénéfices des sociétés sera sûrement nécessaire pour que les marchés boursiers renouent avec la croissance. Le redressement des bénéfices depuis les creux de la pandémie a été extrêmement vigoureux, car ils surpassent déjà leurs niveaux d'avant la pandémie et sont en voie de dépasser de 20 % le sommet précédent d'ici la fin de l'année (figure 14). La vigueur de la reprise étant très impressionnante, les investisseurs pourraient maintenant s'attarder à ce que nous réserve l'avenir au-delà de la reprise initiale et à ce qui sera nécessaire pour faire croître davantage les bénéfices. Nous nous attendons toujours à ce que l'économie croisse à un rythme plutôt soutenu l'an prochain, ce qui devrait favoriser une forte croissance durable des bénéfices des sociétés. Les marchés boursiers peuvent continuer de grimper tant que les bénéfices continuent de croître et que les perspectives restent encourageantes. Cependant, l'augmentation continue des bénéfices gagne en importance compte tenu des valorisations plutôt élevées.

Figure 14 : Indice S&P 500

Bénéfice par action au cours des 12 derniers mois



Nota : Les estimations sont fondées sur les prévisions générales ascendantes des analystes sectoriels.

Nota : Au 28 septembre 2021. Sources : Thomson Reuters, RBC GMA

Composition de l'actif – maintien de la surpondération des actions et de la sous-pondération des obligations et d'une réserve de liquidités

Selon notre scénario de base, l'économie continue de progresser à un taux au-dessus de la moyenne, quoiqu'à un rythme moins soutenu, et les banques centrales commencent à réduire progressivement les mesures d'assouplissement monétaire. Dans ce contexte, les taux devraient continuer de grimper, ce qui devrait nuire aux rendements obligataires. Par conséquent, nous maintenons la sous-pondération des titres à revenu fixe dans notre composition d'actif. Les actions continuent d'offrir un potentiel de rendement supérieur, et nous croyons que l'économie progressera à un rythme suffisant pour soutenir une forte croissance des bénéfices des sociétés. Nous savons toutefois que des valorisations élevées et une grande confiance de la part des investisseurs sont essentielles pour soutenir le marché haussier, et qu'une foule de menaces risquent d'entraîner des périodes de hausse de la volatilité sur les marchés. Dans cette optique, nous maintenons la surpondération des actions, mais nous détenons une réserve de liquidités qui offrent une protection en cas de volatilité et nous donnent la capacité de saisir les occasions qui pourraient se présenter. Nos recommandations actuelles de répartition de l'actif d'un portefeuille équilibré mondial sont les suivantes : 64,0 % en actions (pondération stratégique « neutre » de 60 %), 33,5 % en obligations (pondération stratégique « neutre » de 38 %) et 2,5 % en liquidités.

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. 2021