

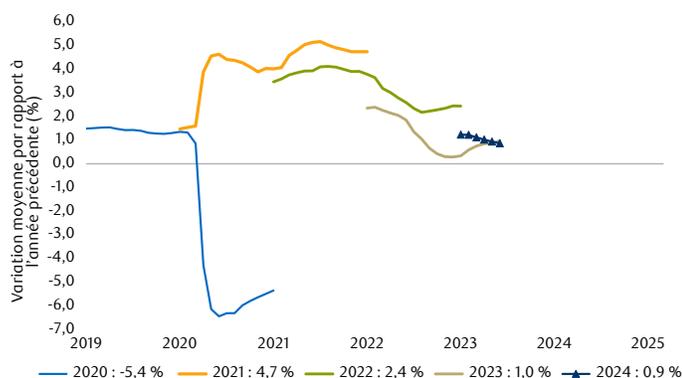
## Les titres technologiques favorisés ont fait progresser les marchés boursiers dans un contexte de ralentissement de la croissance et de hausse des taux



Eric Savoie, CFA, CMT  
Stratégiste, Placements,  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

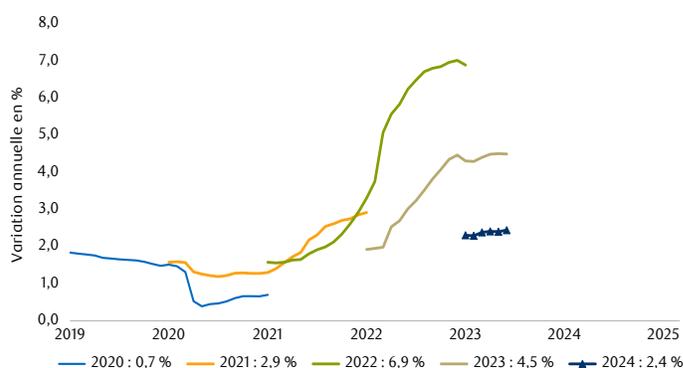
Les marchés boursiers mondiaux ont récemment atteint leurs plus hauts niveaux en plus d'un an, ce qui montre que les investisseurs sont convaincus que l'économie est en mesure d'effectuer un atterrissage en douceur. L'expansion a en effet fait ressortir une résilience impressionnante face au cycle de resserrement monétaire le plus énergique depuis les années 1970, mais nous sommes d'avis que l'économie est susceptible de trébucher, car les répercussions du relèvement des taux d'intérêt se font généralement sentir avec un retard. Les hausses massives de taux d'intérêt décrétées au cours de la dernière année devraient entraîner une faiblesse de l'économie au cours des prochains trimestres et certains signes de tension commencent déjà à apparaître. Bien que l'inflation diminue, les banques centrales ont clairement manifesté leur intention de maintenir les taux d'intérêt élevés pendant plus longtemps, ce qui pèserait sur l'activité économique et se traduirait par une conjoncture macroéconomique moins propice à la prise de risque. Nous restons d'avis que les économies développées risquent de tomber en récession au cours de la prochaine année et que l'inflation diminuera, mais sans atteindre le niveau de 2 % visé par la plupart des banques centrales. Nos prévisions de croissance et d'inflation se situent en deçà des prévisions moyennes (figures 1 et 2).

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



Nota : Données en date de juin 2023. Source : Consensus Economics

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



Nota : Données en date de juin 2023. Source : Consensus Economics

### Données économiques contrastées

Même si nous persistons à croire que l'économie s'essoufflera, certains indicateurs laissent entrevoir une amélioration, ce qui donne à penser que l'économie pourrait être moins fragile que prévu. L'indice de l'Université du Michigan sur la confiance des consommateurs a touché son creux en juin 2022 et, s'il demeure relativement faible, il a progressé graduellement, ce qui indique que le plus gros du pessimisme des consommateurs est peut-être passé (figure 3). Une tendance similaire se manifeste sur le marché du logement. Les mesures de confiance des constructeurs d'habitations et des acheteurs de maisons ont nettement rebondi par rapport à leurs creux et indiquent maintenant que les conditions du marché du logement sont devenues plus favorables (figure 4). Ce sentiment est conforté par le fait que le nombre de nouveaux logements en cours de

construction a bondi à son plus haut niveau depuis avril 2022, après avoir reculé régulièrement pendant plus d'un an (figure 5).

D'autres indicateurs portent toutefois à croire que les conditions économiques restent précaires. Les indicateurs économiques avancés ont continué de fléchir ; ainsi, les indices des directeurs d'achats du secteur manufacturier laissent entrevoir une contraction de la plupart des grandes économies mondiales (figure 6). En outre, le marché du travail commence à montrer des signes de tension. Le nombre des nouvelles demandes d'assurance chômage augmente depuis le second semestre de 2022 et, bien que ce nombre demeure inférieur à sa normale à long terme, les épisodes passés d'augmentation soutenue des demandes de prestations de chômage ont souvent précédé les récessions (figure 7). Enfin, le relèvement rapide des taux d'intérêt et les perturbations

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



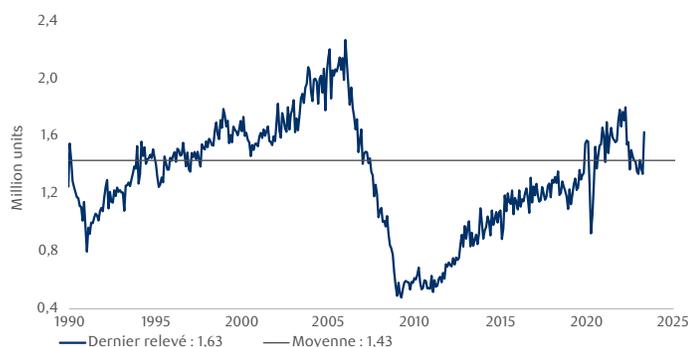
Nota : Au 30 juin 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 4 : Perception à l'égard du marché du logement américain**



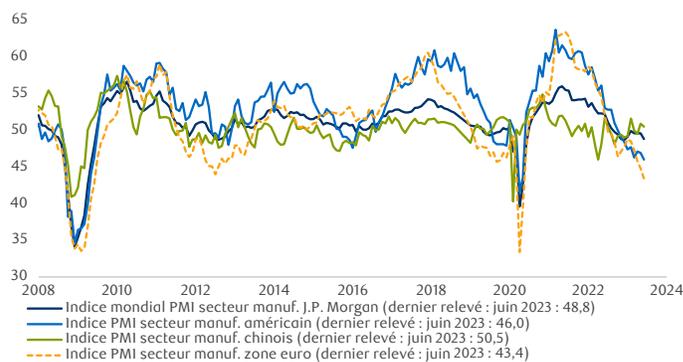
Nota : En date de juin 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 5 : 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 2023. Source : Bloomberg

**Figure 6 : Indices mondiaux des directeurs d'achats**



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

dans le segment des banques régionales américaines qui sont apparues ce printemps ont entraîné un resserrement considérable des normes d'octroi de crédit, ce qui rend plus difficile pour les consommateurs et les entreprises d'obtenir des prêts qui stimuleraient l'activité économique (figure 8). Bien que les dépenses de consommation et le marché du logement aient été robustes jusqu'à présent, nous croyons en fin de compte que les obstacles auxquels l'économie est confrontée domineront au second trimestre de l'année.

### Diminution des tensions inflationnistes

Le ralentissement de l'économie a notamment l'avantage d'atténuer les tensions inflationnistes. L'IPC des États-Unis, qui avait atteint un sommet de 9,1 % en juin 2022, a fléchi à 4,0 % en mai de cette année, et divers indicateurs donnent à penser que l'inflation continuera probablement de ralentir

**Figure 7 : Nouvelles demandes d'assurance-chômage aux États-Unis – Moyenne mobile sur quatre semaines**



Nota : Au 23 juin 2023. Sources : BLS, Macrobond, Bloomberg

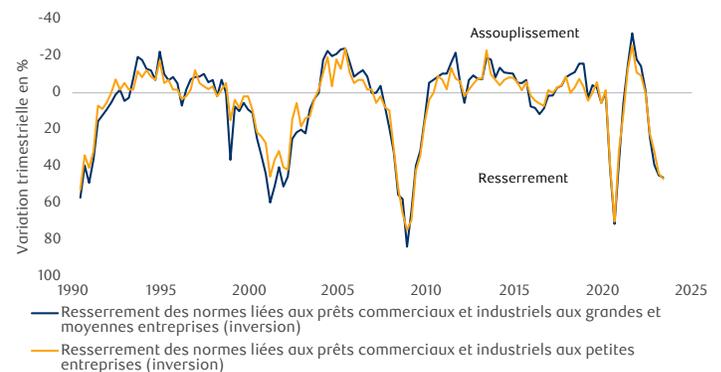
**Figure 9 : Inflation aux États-Unis et masse monétaire**  
Variations d'une année sur l'autre de l'IPC et de M2



Nota : Au 31 mai 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

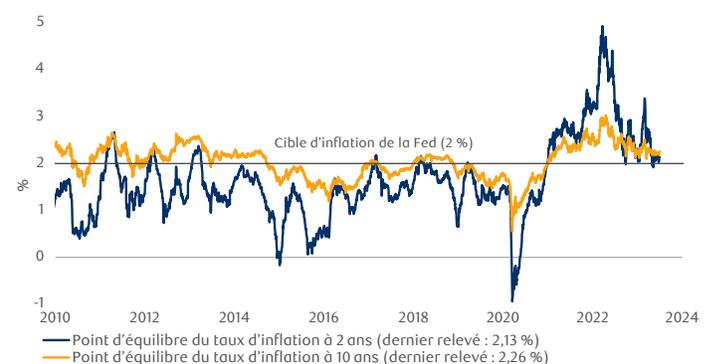
au cours de la prochaine année. La croissance de la masse monétaire aux États-Unis est l'un des indicateurs qui ont été particulièrement utiles pour prévoir l'orientation de l'inflation, avec une avance de 16 mois (figure 9). La montée en flèche initiale de la masse monétaire durant la pandémie laissait entrevoir une flambée de l'inflation de 2021 au milieu de 2022, avant de commencer à faire marche arrière. La contraction de la croissance de la masse monétaire porte à croire que l'inflation devrait continuer à diminuer jusqu'à la fin de 2024. Les investisseurs partagent en grande partie ce point de vue, étant donné que les cours des obligations protégées contre l'inflation indiquent que les attentes d'inflation restent bien ancrées autour de 2 %, soit le niveau visé par la plupart des banques centrales des pays développés (figure 10). Si l'inflation continue de diminuer

**Figure 8 : Sondage sur les pratiques de crédit bancaire auprès des premiers agents des prêts**  
Nombre de banques annonçant un resserrement des normes pour les prêts commerciaux et industriels



Nota : Données au T2 de 2023. Sources : Réserve fédérale, Macrobond

**Figure 10 : Point d'équilibre du taux d'inflation selon les obligations du Trésor américain**  
Variations d'une année sur l'autre de l'IPC et de M2



Nota : En date de 4 juillet 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

comme prévu, les banques centrales pourront en fin de compte réduire le durcissement de leur politique monétaire, voire commencer à l'assouplir sur notre horizon prévisionnel d'un an.

### Le ton des banques centrales reste ferme

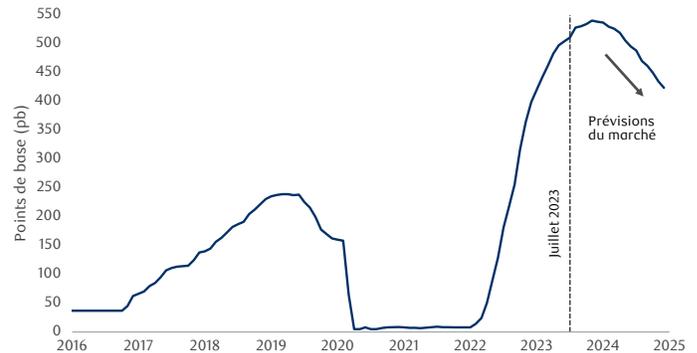
Même si l'inflation évolue dans la bonne direction, elle n'a pas encore atteint sa cible de 2 % et les banques centrales ne sont pas encore prêtes à baisser la garde. La plupart des banques centrales des pays développés ont laissé entendre que d'autres hausses de taux seront décrétées, mais ont rejeté l'idée que des baisses de taux soient imminentes. Après une courte pause, la Banque du Canada a repris le resserrement de sa politique monétaire, la Banque d'Angleterre a accéléré le rythme d'augmentation de ses taux et, bien que la Réserve fédérale américaine (Fed) ait opté pour une pause le mois dernier, les prévisions du comité de l'open market (FOMC) laissent entrevoir la probabilité que deux nouvelles hausses de 25 points de base soient décrétées d'ici la fin de l'année.

La trajectoire des taux sera fonction des données qui seront publiées et, bien que les banques centrales aient l'intention de décréter de nouvelles hausses de taux à court terme, nous croyons que le cycle de resserrement monétaire tire à sa fin. Sur le marché des contrats à terme, les prix correspondent à une hausse de 25 à 50 points de base aux États-Unis, suivie d'une possible baisse en 2024 (figure 11). Notre modèle, qui prend en compte l'inflation, reflète ce point de vue. Selon lui, les taux d'intérêt s'établissent actuellement en territoire résolument restrictif et, si nous avons raison de croire que l'inflation continuera de ralentir, les taux pourraient diminuer au cours de la prochaine année (figure 12).

### Augmentation des rendements obligataires, accentuation de l'inversion de la courbe des taux

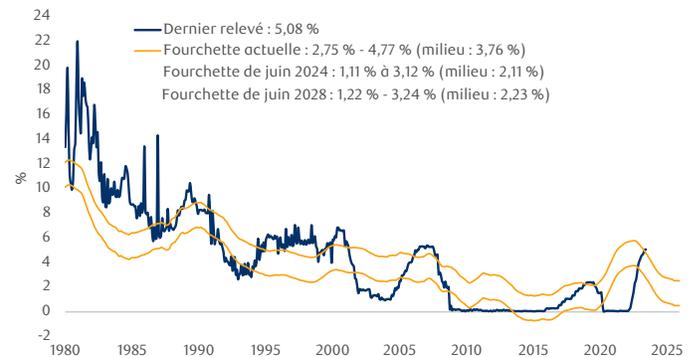
La perspective d'un relèvement des taux directeurs des banques centrales à court terme et l'idée que des baisses de taux ne se produiront probablement pas avant l'an prochain ont fait grimper les taux obligataires, surtout ceux des titres à court terme. Le rendement des obligations américaines à 2 ans a grimpé de plus de 50 points de base au cours du dernier mois et frôle le sommet de ce cycle, atteint juste avant la faillite de la Silicon Valley Bank (figure 13). Les taux à long terme ont aussi augmenté, mais dans une moindre mesure, en raison des doutes quant à la viabilité de taux d'intérêt élevés dans un contexte de ralentissement de la croissance et de l'inflation. Par conséquent, l'inversion de la courbe des taux, qui correspond à l'écart entre les taux à 2 ans et à 10 ans, n'a jamais été aussi accentuée depuis

**Figure 11 : Taux implicite des fonds fédéraux**  
Contrats à terme sur 12 mois au 3 juillet 2023



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

**Figure 12 : Taux des fonds fédéraux des É.-U.**  
Fourchette d'équilibre



Nota : En date de 4 juillet 2023. Sources : Réserve fédérale, RBC GMA

**Figure 13 : Taux des obligations d'État américaines**



Nota : Au 5 juillet 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

le début des années 1980 (figure 14). Une courbe inversée a été un indicateur fiable de récession dans le passé, et nous croyons que cette configuration est de bon augure pour les rendements des titres à revenu fixe, en supposant que les banques centrales finiront par assouplir leurs politiques monétaires face à la faiblesse économique. Par ailleurs, notre modèle prévoit une tendance à la baisse du niveau d'équilibre du taux des obligations américaines à 10 ans au cours de la prochaine année, ce qui laisse entrevoir un faible risque d'évaluation et un meilleur potentiel de rendement pour les obligations d'État (figure 15).

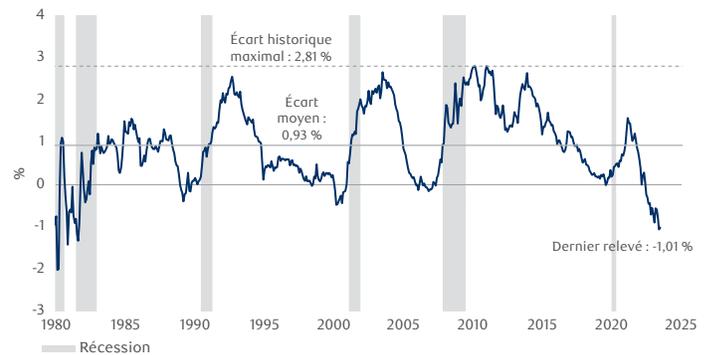
### Les actions poursuivent leur redressement, grâce aux sociétés technologiques à mégacapitalisation

Les indices boursiers mondiaux ont poursuivi leur progression au cours du dernier mois, clôturant un solide premier semestre. Les rendements ont été fortement concentrés dans une poignée d'actions de sociétés technologiques à mégacapitalisation, alors que la plupart des autres secteurs du marché boursier se sont moins bien comportés. Les « Fab 7 », qui comprennent les actions des sociétés technologiques américaines à mégacapitalisation considérées comme étant les plus susceptibles de tirer profit des tendances émergentes en matière d'intelligence artificielle, ont affiché une hausse impressionnante de 62 % au cours des six premiers mois de l'année (figure 16). Au cours de cette période, l'indice NASDAQ, fortement pondéré en titres technologiques, a progressé de 32 % et l'indice S&P 500, de 16 %. Les « Fab 7 » représentent environ 30 % de l'indice S&P 500, de sorte que l'excellent rendement des titres de ces sociétés a dominé l'indice général. En revanche, l'indice équilibré S&P 500 a avancé de seulement 6 % au cours du premier semestre, et d'autres indices d'importance, comme l'indice Russell 2000 des sociétés à petite capitalisation, l'indice composé canadien S&P/TSX, l'indice MSCI Marchés émergents et l'indice FTSE 100 du Royaume-Uni, ont inscrit des gains d'environ 5 %. Si les actions mondiales ont amorcé un marché haussier sur le plan technique, ayant progressé de 20 % par rapport à leurs creux, l'ampleur limitée de leur dernier bond donne à penser que ce redressement pourrait ne pas durer.

### Les valorisations boursières sont raisonnables, surtout à l'extérieur des États-Unis

Bien qu'une petite partie des actions de sociétés à mégacapitalisation aient enregistré des gains considérables en peu de temps, notre indicateur composite des valorisations boursières mondiales, plus large, donne à penser que les actions, dans leur ensemble, demeurent

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



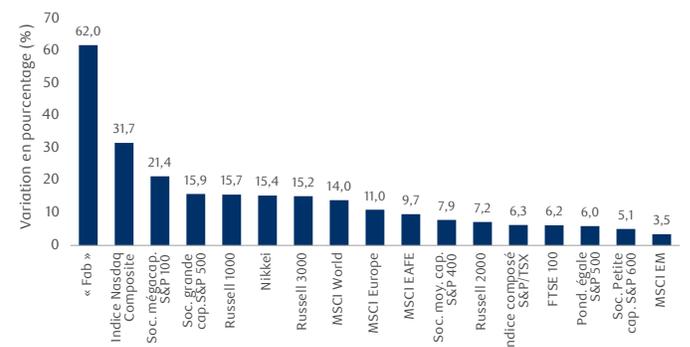
Nota : Au 5 juillet 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 15 : Taux des obligations du Trésor américain à 10 ans – Fourchette d'équilibre



Nota : Au 5 juillet 2023. Source : RBC GMA

Figure 16 : Variations des cours des principaux indices en USD – Du 30 décembre 2022 au 30 juin 2023



Nota : Les Fab 7 comprennent Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta et Tesla. Sources : Bloomberg, RBC GMA

relativement bien évaluées (figure 17). Dans le cadre de cet indice composé, l'attrait des marchés varie en grande partie selon les régions, et les États-Unis représentent le marché le plus cher parmi ceux que nous surveillons. Si nous excluons les États-Unis de l'indicateur composite pondéré en fonction du PIB, les valorisations boursières mondiales se situent à 14 % sous la juste valeur estimée par notre modèle, plutôt qu'à seulement 1 % en dessous. Par conséquent, les actions offrent un potentiel de rendement raisonnablement intéressant dans un contexte où l'économie et les bénéfices des sociétés poursuivent leur croissance en l'absence d'une hausse plus forte que prévu des taux d'intérêt.

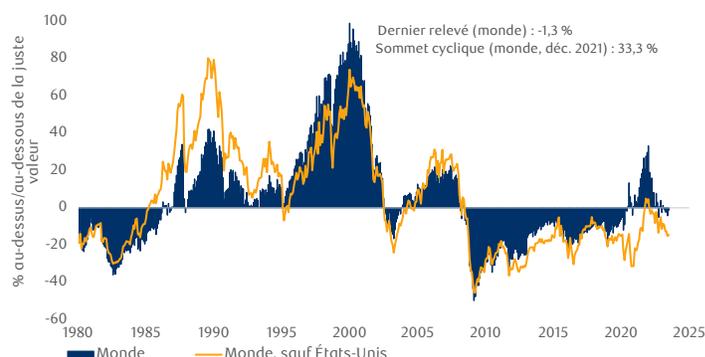
### Les bénéfices, supérieurs à leur tendance à long terme, sont vulnérables à une récession

Le plus grand risque pour les marchés boursiers est le fait que les bénéfices diminueraient vraisemblablement si une récession se concrétisait comme nous l'anticipons. La croissance des bénéfices de l'indice S&P 500 est au point mort depuis le début de l'année, compte tenu du ralentissement de la croissance économique et de la hausse des coûts, qui ont pesé sur les marges bénéficiaires records. Les bénéfices, qui se situent actuellement au-dessus de leur tendance à long terme, sont vulnérables à une correction, étant donné qu'ils ont au moins redescendu à leur tendance au cours des récessions passées (figure 18). La tendance des bénéfices par action de l'indice S&P 500 se situe actuellement à 190 \$ US, ce qui représenterait une baisse de 15 % par rapport aux bénéfices déclarés actuels de 223 \$ US. Si une baisse des bénéfices d'une ampleur comparable ou supérieure devait se produire, il serait peu probable que la plus récente reprise se poursuive.

### L'optimisme des investisseurs a atteint un niveau extrême

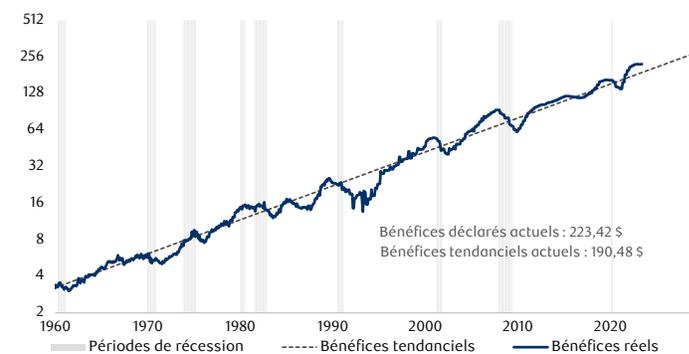
Les investisseurs regardent peut-être au-delà de tout repli possible à court terme de l'économie et des bénéfices des sociétés, car les indicateurs de confiance laissent croire que l'optimisme est de plus en plus généralisé. Selon un ensemble d'indicateurs suivis par Ned Davis, la confiance des investisseurs a atteint un niveau extrême pour la première fois depuis le début de 2022, après avoir atteint un niveau de pessimisme démesuré à l'automne 2022 (figure 19). Ces indicateurs de confiance représentent de bons contre-indicateurs, bien qu'ils soient habituellement plus efficaces pour repérer les creux du marché que ses sommets. Nous reconnaissons aussi que l'optimisme peut rester à un niveau extrême pendant une longue période, mais il convient de signaler que les rendements des marchés boursiers sont habituellement moins élevés lorsque le point de départ correspond à une période d'optimisme extrême.

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



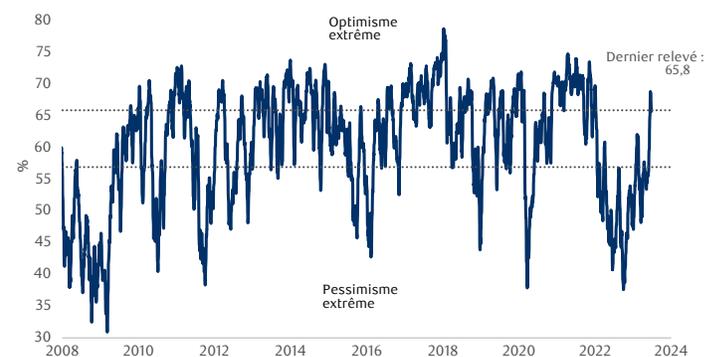
Nota : Au 30 juin 2023. Source : RBC GMA

**Figure 18 : Comparaison – Bénéfices de l'indice S&P 500**



Nota : Au 30 juin 2023. Source : RBC GMA

**Figure 19 : Indice du puits de la population Ned Davis Research – Pourcentage d'optimistes**

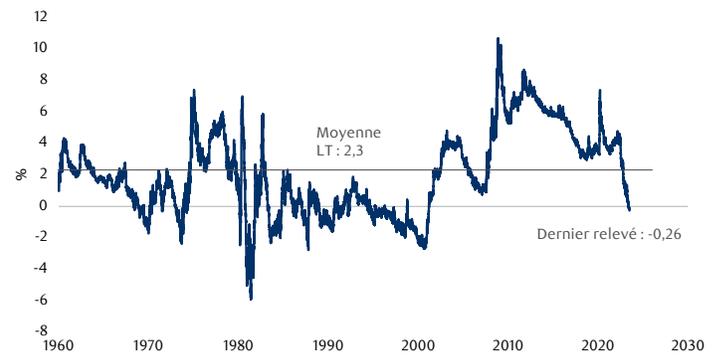


Nota : Au 27 juin 2023. Sources : Ned Davis Research, RBC GMA

## Composition de l'actif – conserver une répartition neutre

Compte tenu du rapport risques-occasions à court terme et au-delà, notre composition de l'actif est conforme à notre pondération neutre stratégique. Il s'agit d'une position relativement prudente pour nous, étant donné que nous privilégions généralement une surpondération des actions afin de profiter d'un potentiel de rendement supérieur à long terme. Toutefois, en raison du relèvement rapide des taux d'intérêt conjugué au redressement récent de l'indice S&P 500, les actions n'ont jamais été aussi peu attrayantes par rapport aux liquidités depuis deux décennies (figure 20). De plus, compte tenu de notre scénario de base selon lequel l'économie devrait entrer en récession à un moment ou à un autre au cours de la prochaine année, les rendements plus élevés offerts par les obligations refuges offriront une protection contre un repli des actions en cas de scénario d'aversion pour le risque. Nous reconnaissons que des résultats positifs sont possibles pour l'économie et les marchés boursiers si un atterrissage en douceur est réussi, mais nous considérons qu'il est peu probable que ce scénario se produise. Nous pourrions nous montrer plus optimistes à l'égard des perspectives si nous constatons une remontée d'indicateurs économiques avancés, l'assouplissement des conditions financières ou l'amélioration de l'ampleur du marché boursier au-delà des actions de sociétés

Figure 20 : Prime de risque sur actions S&P 500 au comptant

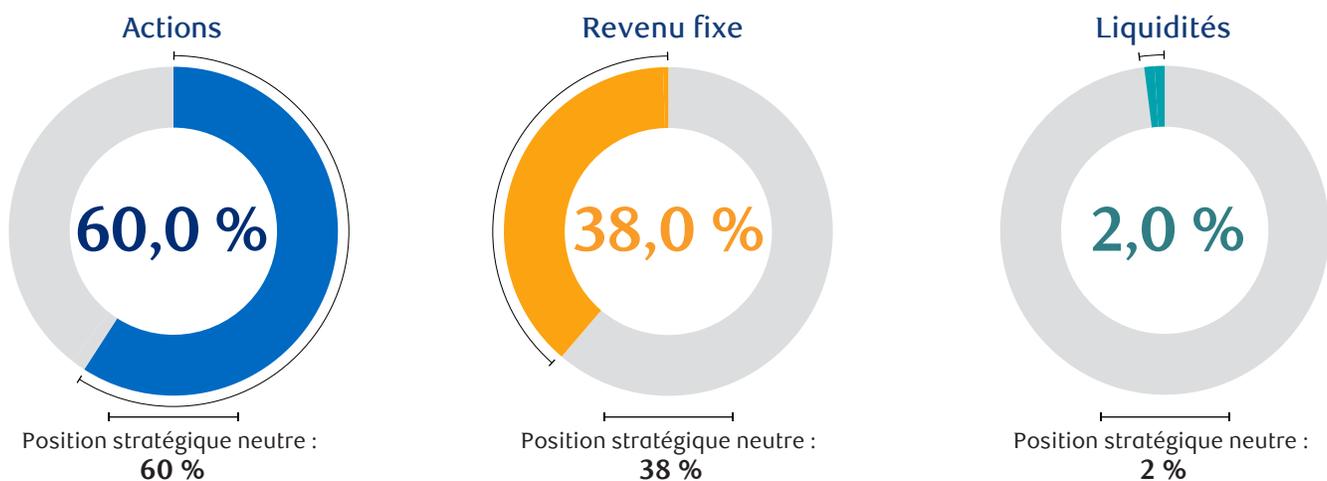


Nota : Au 30 juin 2023. Correspond au ratio B/C moins taux des bons du Trésor américain à 3 mois. Sources : Bloomberg, RBC GMA

technologiques américaines à grande capitalisation. Pour un portefeuille mondial équilibré, nous recommandons actuellement la répartition de l'actif suivante : 60 % en actions (position neutre stratégique : 60 %), 38 % en titres à revenu fixe (position neutre stratégique : 38 %) et le reste en liquidités (figure 21). La répartition de l'actif des fonds ou des portefeuilles de clients peut différer en fonction des politiques de placement individuelles.

Figure 21 : Composition d'actifs recommandée

Comité des stratégies de placement RBC GMA



Nota : Au 5 juillet 2023. Source : 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 et RBC Global Asset Management (Asia) Limited, 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](http://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.