



**Stuart Morrow, CFA**  
Stratégiste en chef,  
Placements  
RBC Phillips, Hager &  
North Services-conseils en  
placements inc.



## La lutte contre l'inflation

Les craintes d'une récession aux États-Unis et en Europe se sont accentuées ces derniers temps, et ce, avant même le début de la guerre en Ukraine. Les risques de récession actuels résultent des facteurs suivants :

- Durcissement de la politique monétaire,
- Diminution du soutien budgétaire,
- Ralentissement de la croissance en Chine (bien que la Chine ait récemment annoncé des mesures exceptionnelles de relance budgétaire et monétaire),
- Hausse de l'inflation et perturbations des chaînes logistiques,
- Plus récemment, le conflit en Ukraine, qui avive les inquiétudes sur l'inflation et la croissance en plus de la crise humanitaire.

Au moment de rédiger ces lignes, il semble que les risques de récession soient plus élevés en Europe qu'aux États-Unis.

Les marchés financiers n'aiment pas l'incertitude et aujourd'hui, la seule certitude que nous ayons est que cette incertitude grandit, que ce soit à propos de l'économie, des marchés ou de la guerre. En ce qui concerne l'économie, l'incertitude porte sur une possible récession dans les 12 à 18 mois à venir. Les investisseurs craignent les récessions, car elles sont généralement, mais pas toujours, accompagnées de corrections de marché, ou pire encore, d'un marché baissier. Un marché baissier est défini comme un marché où les prix chutent d'au moins 20 % par rapport à leurs récents sommets, dans un contexte de pessimisme généralisé et de confiance faible. Nous affirmons que récession et marché baissier ne coïncident pas toujours, car tous les marchés baissiers de l'histoire américaine n'ont pas conduit à une récession (c.-à-d., mai 1946 – mai 1947, décembre 1961 – juin 1962, février 1966 – octobre 1966 et août 1987 – décembre 1987).

Dans cet article, nous discutons des risques de récession aux États-Unis, en examinant les nouvelles conditions des marchés financiers et certains indicateurs récemment publiés, et nous analysons les possibles répercussions sur les marchés boursiers. Selon nous, il vaut mieux se préparer aux différents résultats possibles, plutôt que prévoir les résultats.

Suite à la page 2

## La lutte contre l'inflation

Suite de la page 1

### La Réserve fédérale américaine relève ses taux d'intérêt pour la première fois depuis 2018

Le 16 mars 2022, la Réserve fédérale américaine (« Fed ») a annoncé une hausse de 0,25 % de ses taux d'intérêt et a indiqué qu'elle continuerait à augmenter ses taux lors de ses prochaines réunions, et ce, jusqu'en 2023. D'ici la fin de 2022, les taux d'intérêt à court terme devraient atteindre au moins 1,875 % et avoisiner 2,75 % d'ici la fin de 2023. Le relèvement des taux d'intérêt marque officiellement la fin d'une vague historique de mesures de relance adoptées pour lutter contre la paralysie de l'économie causée par la pandémie. La perspective de l'abandon des politiques monétaires purement accommodantes est apparue à la mi-2021, lorsque la Fed a évoqué la possibilité d'un changement de politique du fait de la reprise de l'économie et d'un risque d'inflation toujours considéré comme transitoire.

Le signal clair d'un resserrement monétaire visant à enrayer l'inflation a sans conteste été donné lors de la réunion de la Fed en décembre 2021 et de la conférence de presse qui a suivi. Selon nous, cette annonce a été l'un des facteurs déclencheurs de la liquidation observée sur les marchés obligataires en

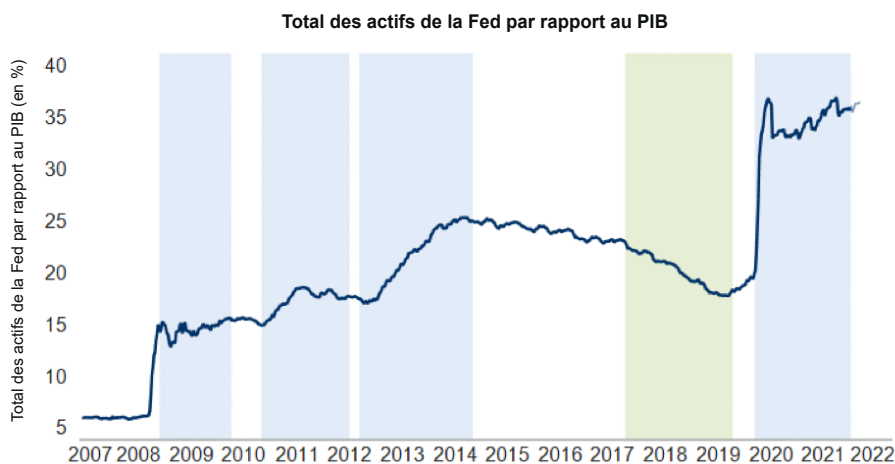
janvier 2022. À la fin de l'année dernière, le marché des taux avait misé sur un relèvement très progressif des taux d'intérêt de la Fed en raison de l'impact du variant Omicron. Nous avons observé un brusque revirement de ces anticipations au début de 2022 avec l'amorce de la remontée des taux obligataires. Cette remontée s'explique par le fait que les craintes sur la vague Omicron, qui commence à montrer des signes de ralentissement, ont été supplantées par les inquiétudes concernant l'inflation et la réaction de la Fed face à une inflation devenue un sujet de politique.

De plus, le président de la Fed, M. Powell, a souligné en décembre qu'il existait « une certaine marge de manœuvre pour relever les taux sans nuire à l'emploi ». Il a réaffirmé qu'aucun arbitrage n'était à faire entre les objectifs en matière d'emploi et ceux de stabilité des prix. On dit que le marché du travail est « historiquement tendu par tant de mesures ». En revanche, l'inflation trop élevée est le sujet qui pose actuellement problème. Tandis que le marché a rapidement revu à la hausse le nombre de relèvements de taux pour 2022 de moins de quatre augmentations à six ou sept, les marchés boursiers ont subi des corrections en raison de la brusque remontée des taux obligataires.

En mars 2022, lors de sa conférence de presse, la Fed a clairement indiqué que l'inflation était sa priorité, en soulignant un marché du travail extrêmement tendu, une demande globale forte et des tensions inflationnistes engendrées par la guerre en Ukraine. Pour citer le président Powell, « Quoi qu'il arrive, c'est un comité qui est déterminé à utiliser ses outils pour s'assurer que la hausse de l'inflation ne s'enracine pas. Et nous sommes donc déterminés sur ce front et ferons face à ce qui vient. Il s'agit de la prévision modale ou du résultat le plus probable, mais nous ferons face à la situation, qu'elle évolue en mieux ou en pire. »

La volonté de la Fed de lutter contre l'inflation même au détriment de la croissance a été confirmée par l'avancement inattendu de son calendrier de mise en œuvre des prochaines mesures de resserrement monétaire, connu sous le nom de resserrement quantitatif. Les participants au marché s'attendaient à ce que la discussion sur le resserrement quantitatif intervienne plus tard dans l'année. M. Powell a toutefois indiqué que le resserrement quantitatif pourrait démarrer dès mai 2022, sans fournir néanmoins de détail concernant le calendrier exact et l'ampleur de la liquidation du bilan de la Fed. La position de la Fed semble claire : réduire l'inflation à tout prix, même si le prix à payer est celui d'un ralentissement significatif de la croissance. Cela nous ramène au risque de récession.

### Graphique 1 : Total des actifs de la Réserve fédérale américaine en % du PIB des États-Unis (2008-2022)



Source : RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., imprimé de nouveau avec permission. En date de janvier 2022. Les zones bleues représentent les périodes d'assouplissement quantitatif, les zones vertes celles du resserrement quantitatif. Sources : Réserve fédérale, Macrobond, RBC GMA.

### Le resserrement quantitatif aura plus de répercussions sur le marché que le relèvement des taux d'intérêt

Le rythme du resserrement quantitatif, ou la réduction du bilan de la Fed visant à lutter contre l'inflation, aura une incidence sur les marchés des actions et des titres à revenu fixe. Le graphique 1 montre la taille du bilan de la Fed, qui a augmenté de manière considérable depuis le début de la pandémie. Au cours de sa dernière réunion, la Fed n'a pas donné de précisions quant au calendrier, à l'ampleur et à la durée du resserrement quantitatif, mais il ne faudrait pas sous-estimer la quantification du risque ni l'effet de ces mesures sur la liquidité du marché.

## La lutte contre l'inflation

Suite de la page 2

### La Fed pourrait-elle changer de cap si la situation l'exigeait ?

Si l'inflation persiste sur 2022 et 2023, la Fed sera probablement incitée à sortir d'autres outils de sa boîte pour lutter contre l'inflation, même au détriment de la croissance. La Fed n'a certainement pas oublié le combat contre l'inflation au début des années 1980, même si la situation actuelle n'est pas comparable avec celle de l'époque. En clair, si l'inflation dure plus longtemps, les récentes remarques de la Fed suggèrent qu'elle fera ce qu'il faut pour la remettre sous contrôle, probablement parce qu'elle a tiré les leçons du passé. Nous ne prendrons pas position sur la question de la politisation de l'inflation, ni sur le fait de savoir si la réponse de la Fed à l'inflation a été trop tardive, mais ce sont deux facteurs qui ont contribué à amener l'inflation à son niveau actuel.

Le resserrement quantitatif et la normalisation de la politique monétaire pourraient entraîner une volatilité élevée

et un risque de repli plus sévère du marché en raison du risque accru de récession ou de ralentissement de la croissance. Pour dire les choses simplement, les mesures d'assouplissement quantitatif, ou l'augmentation du bilan de la Fed, ont soutenu les marchés financiers, aussi le retrait de ces mesures de soutien pourrait induire l'effet contraire.

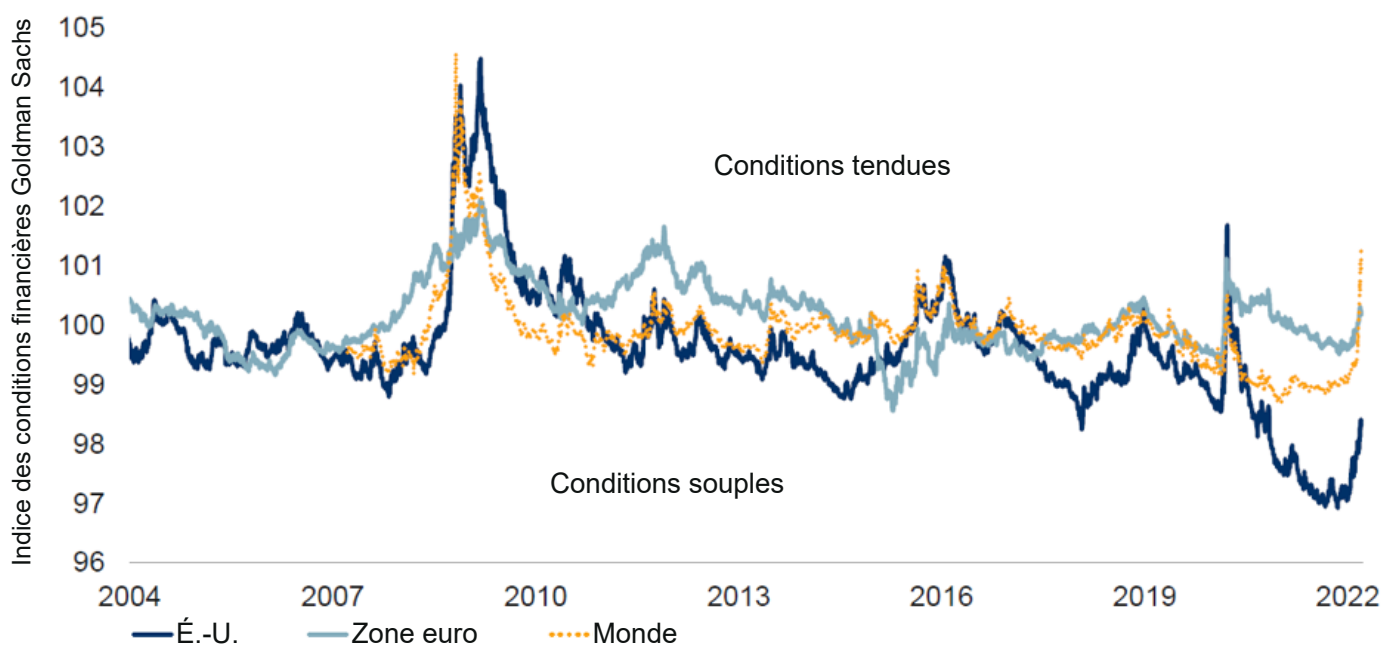
C'est là que réside le prochain risque – celui d'une récession engendrée par le resserrement des conditions financières du fait d'une politique monétaire plus stricte. Mais quel niveau de perte la Fed peut-elle réellement supporter d'infliger aux marchés et à l'économie avant de marquer une pause dans le resserrement monétaire ou de changer de cap ?

Certains investisseurs pensent qu'un revirement de la Fed sur le relèvement de ses taux d'intérêt, comme en 2018 et 2019, serait possible d'ici la fin de 2022 si le marché boursier plonge. La Fed viendrait-elle au secours des investisseurs ? Cette hypothèse ne nous semble pas

envisageable, mais nous pourrions bien sûr avoir tort. Un revirement de politique de la Fed comme en 2018 et 2019 n'est pas utile dans le contexte actuel. Certes, la Fed doit aujourd'hui veiller à ne pas resserrer trop rapidement sa politique monétaire et le changement de cap ne devrait intervenir qu'après une période prolongée de hausse des taux.

En observant l'indice des conditions financières (graphique 2) et l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis au cours des quatre dernières années (graphique 3), nous constatons des configurations de valeurs très différentes entre aujourd'hui et la période 2018-2019. Nous sommes loin d'une situation de conditions financières resserrées et d'une baisse de l'IPC. Les conditions financières se sont resserrées au cours d'une période où l'IPC était à peine supérieur à la valeur cible et commençait à remonter après la flambée des prix causée par la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. De plus, le marché de l'emploi n'était pas aussi

Graphique 2 : Conditions financières mondiales



Source : RBC Gestion mondiale d'actifs

## La lutte contre l'inflation

Suite de la page 3

tendu qu'aujourd'hui. Le point essentiel à retenir est que nous ne pensons pas qu'un changement de cap pour venir en aide aux investisseurs en cas de repli des marchés sera aussi facile que par le passé. La lutte contre l'inflation est la priorité pour la Fed.

De toute évidence, il est probable qu'en cas d'effondrement sans précédent des marchés des obligations et des actions, la Fed adoucira quelque peu son discours pour tenter d'atténuer l'impact de conditions financières resserrées et du ralentissement ou repli de la croissance. En effet, l'exposition du patrimoine financier des ménages au risque de marché à considérablement augmenté au cours des deux dernières années (graphique 4).

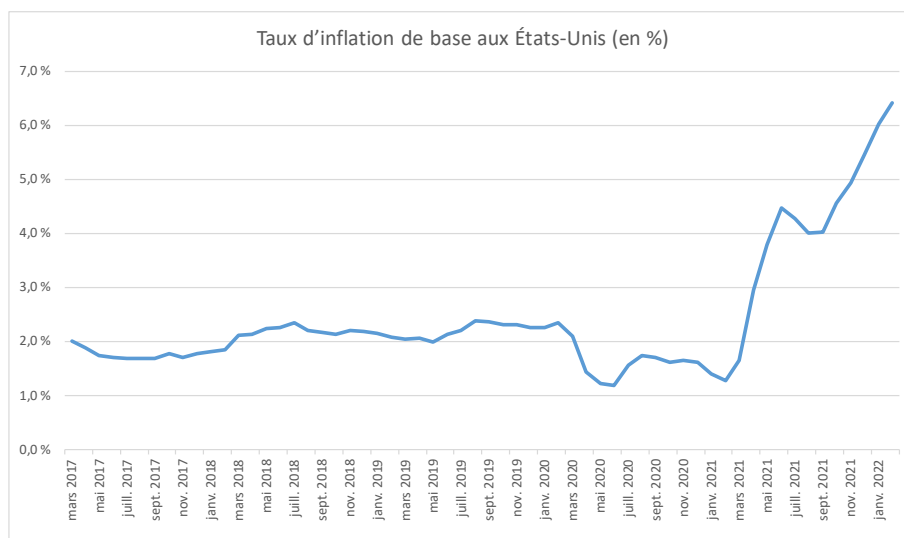
### Corrections du marché ou marchés baissiers – quelle est la différence ?

En règle générale, il existe deux scénarios de repli des marchés qui inquiètent les investisseurs lorsque la politique monétaire de la Fed passe de l'assouplissement au resserrement :

- 1. Corrections du marché de -10 % à -20 % :** Par le passé, ces corrections sont intervenues tous les deux ans. Néanmoins, il y en a eu très peu au cours de la dernière décennie, ce qui explique qu'elles soient peu familières aux investisseurs récemment entrés sur le marché. Des corrections du marché de cette ampleur sont habituellement de courte durée.
- 2. Marchés baissiers, qui correspondent à une chute des cours d'au moins 20 % :** Le cycle de marché baissier revient tous les 5 à 6 ans environ et dure souvent plus longtemps que les réactions du marché normalement observées.

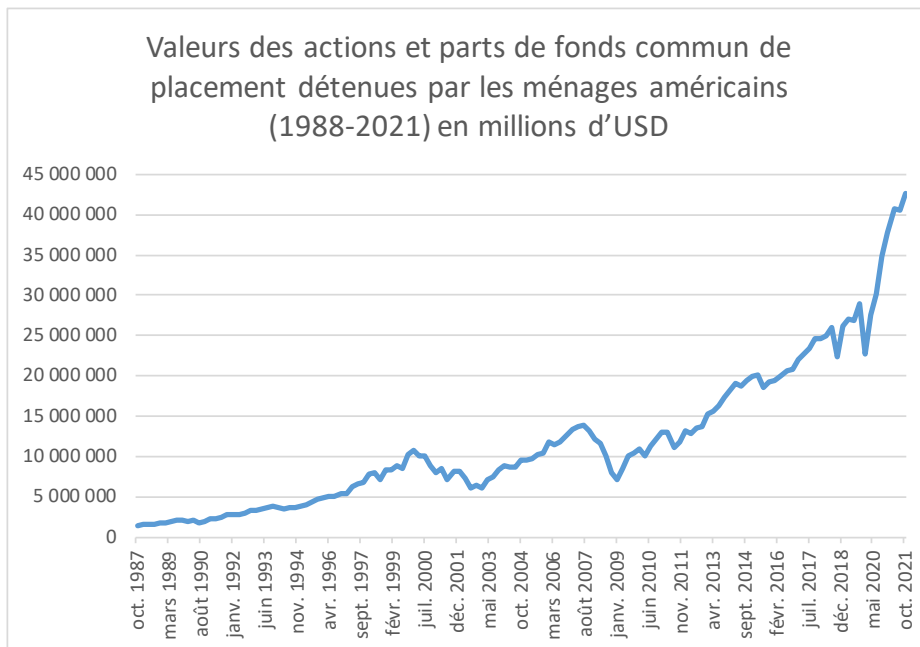
Dans le tableau 1, nous comparons les périodes de corrections du marché et les marchés baissiers sur la base du maximum des pertes non réalisées, de la durée en jours du repli du marché et des rendements prévisionnels moyens sur un an observés lors d'une reprise du marché après avoir atteint un creux. Nous utilisons le terme de « pertes non réalisées », car ces pertes ne deviendront effectives qu'après la vente des actifs concernés. Aussi, celles-ci restent des pertes non réalisées tant que les investisseurs ne paniquent pas et conservent leurs titres.

### Graphique 3 : Indice des prix à la consommation aux États-Unis



Sources : RBC PH&N Services-conseils en placements, YCharts. Le taux d'inflation de base aux États-Unis est l'un des indicateurs les plus importants pour l'économie américaine. L'inflation est également utilisée par la Réserve fédérale américaine pour évaluer la santé de l'économie. L'indice des prix à la consommation (IPC) mesure l'évolution des prix payés par les consommateurs pour un ensemble de biens et de services. L'IPC reflète les habitudes de consommation de deux groupes de population, d'une part, tous les consommateurs urbains et d'autre part, les salariés urbains et les employés de bureau.

### Graphique 4 : Actions de société et parts de fonds commun de placement détenues par les ménages ; valorisation des actifs et de la capitalisation boursière



Sources : RBC PH&N Services-conseils en placements, Board of Governors of the Federal Reserve System (É.-U.), Actions et parts de fonds commun de placement détenues par les ménages ; actifs, niveaux de capitalisation boursière, publié par FRED, Federal Reserve Bank of Saint-Louis ; <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1LM193064005Q>, le 17 mars 2022. Données trimestrielles, en millions d'USD et non désaisonnalisées.

## La lutte contre l'inflation

Suite de la page 4

Il est important de souligner que le fait que les États-Unis pourraient entrer en récession ne suffit pas à infirmer que toutes les récessions ont résulté d'un marché baissier. Par exemple, si nous remontons plus loin que la période présentée dans le tableau 1, il y a eu 26 épisodes de marché baissier contre seulement 15 de récessions depuis 1929. Les marchés baissiers s'accompagnent souvent d'un ralentissement économique, mais un marché à la baisse ne signifie pas forcément qu'une récession se profile. Il y a également eu 27 épisodes de marché haussier depuis 1929.

Quelques faits supplémentaires sur les marchés baissiers qui ont souvent été négligés par la presse financière et les investisseurs, car les gros titres se concentrent plutôt sur les mauvaises nouvelles :

- Les actions ont perdu en moyenne 36 % au cours des marchés baissiers.
- Au cours des 100 dernières années, les cours des actions ont augmenté 78 % du temps, alors que les marchés baissiers n'ont été présents que 20 % du temps environ.
- La plupart des meilleures séances boursières sur les 20 dernières années ont été réalisées au cours d'un marché baissier, c'est pourquoi la meilleure façon de faire face à un repli du marché est de garder ses titres.
- Les marchés baissiers peuvent être de courte durée. Ils ont duré en moyenne 2,1 ans, mais ils ont aussi réussi à se

**Tableau 1 : Corrections du marché pour l'indice S&P 500 (1950-2022)**

	Corrections du marché d'au moins 10 %	Marchés baissiers (chute des cours de 20 % ou plus)
Moyenne des pertes non réalisées (%)	-20 %	-36 %
Médiane des pertes non réalisées (%)	-15 %	-34 %
Maximum des pertes non réalisées (%)		-57 %
Nombre moyen de jours pour atteindre un creux	195	391
Nombre moyen de jours pour revenir au dernier sommet	319	774
Rendement moyen sur un an à partir du creux (%)	30 %	44 %
Rendement médian sur un an à partir du creux (%)	31 %	36 %
Rendement minimum sur un an à partir du creux (%)	5 %	21 %

Sources : RBC PH&N Services-conseils en placements, données YCharts. La série de données est pondérée en fonction du temps et exprimée en USD, avant déduction des impôts, des coûts de transaction et des taxes. La période couverte va du 12 juin 1950 à aujourd'hui. Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice. Les rendements passés ne sont pas une garantie des rendements futurs.

retourner et revenir à leur précédent sommet en quelques mois seulement. Aussi, n'essayez pas d'anticiper le marché.

La seule certitude que nous avons à court terme est que les perspectives deviennent de plus en plus incertaines. Une récession pourrait ou non survenir au cours de l'année à venir. Les marchés boursiers et obligataires pourraient résister à court terme et ne pas subir d'autres corrections. Pour être prêt à affronter les incertitudes, nous rappelons aux investisseurs qu'ils doivent toujours se préparer à ce qui pourrait arriver plutôt que d'essayer de le prévoir. Continuez

à investir dans différentes catégories d'actif et dans plusieurs régions, à recourir à différents gestionnaires et à diversifier votre stratégie et votre style d'investissement. Soyez patient : c'est en conservant vos titres que vous réaliserez des gains significatifs au fil du temps alors qu'en essayant d'anticiper le marché, vous perdrez vos gains. Au cours de l'année, nous continuerons à vous tenir informé de l'évolution de nos perspectives et nos recommandations de portefeuille.

Comme toujours, si vous avez des questions ou des préoccupations, veuillez communiquer avec votre gestionnaire de portefeuille.

### Déclarations exigées

**Indice S&P 500 :** L'indice S&P 500 est composé de 500 sociétés représentant divers secteurs d'activité de l'économie américaine. L'indice est pondéré en fonction de la capitalisation boursière, de façon à ce que les plus grandes sociétés constituent la majeure partie de l'indice, par rapport aux petites sociétés. L'indice vise à mesurer la performance économique générale des États-Unis en se fondant sur les fluctuations de la valeur marchande globale des plus grandes sociétés américaines.

**Indice composé S&P/TSX du Canada :** L'indice représente la plus grande partie de la capitalisation boursière des sociétés canadiennes cotées à la Bourse de Toronto. Il sert de mesure de référence de la performance générale du marché boursier canadien à grande capitalisation. Il s'appelait auparavant l'indice composé TSE 300.

Les rendements antérieurs ne sont pas garants des résultats futurs. Le présent document a été préparé pour l'usage de RBC Phillips, Hager & North Services-conseils en placements inc. (RBC PH&N SCP). Les renseignements contenus dans ce document sont fondés sur des données jugées fiables, mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude ni l'intégralité, et ils ne doivent pas être interprétés comme tels. Les opinions et les estimations contenues dans ce document représentent le jugement de RBC PH&N SCP en date du présent rapport, et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont présentées de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Ce rapport ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation d'une offre d'achat de titres. Les personnes, les opinions et les publications citées ne représentent pas nécessairement l'opinion de RBC PH&N SCP. Ces renseignements ne constituent pas des conseils de placement et doivent être utilisés uniquement pendant une discussion avec votre gestionnaire de portefeuille de RBC PH&N SCP. Ainsi, votre situation particulière sera prise en considération comme il se doit et vos décisions seront fondées sur la plus récente information qui soit. Ni RBC PH&N SCP ni l'une ou l'autre de ses sociétés affiliées ni toute autre personne n'acceptent en aucun cas la responsabilité de toute perte directe ou indirecte découlant de toute utilisation de cette présentation ou des données qui y sont contenues. Ce document est présenté uniquement à des fins d'information et ne doit d'aucune façon être considéré comme une source de conseils en matière de fiscalité ou de droit. Nous invitons les particuliers à s'adresser à un conseiller fiscal et à un conseiller juridique compétents avant de prendre des décisions fondées sur les renseignements qui y figurent. 22\_13945\_154528432 (03/2022)